

GS. TK. NGUYỄN VĂN TIẾN

Trưởng Bộ môn Quản lý Tài chính - Ngân hàng,
Trường Đại học Thương mại (Việt Nam),
Phó Chủ tịch Hội Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh.



GIÁO TRÌNH

TÀI CHÍNH TIỀN TỆ



HÀNG ĐẦU SÁCH MỚI

ĐỀ CƯƠNG BÀI GIẢNG

Môn học Lý thuyết tài chính tiền tệ¹

Giảng viên: ThS. Phan Anh Tuấn

Chương 1. Đại cương về tài chính và tiền tệ

Mục đích của chương này là cung cấp cho sinh viên những hiểu biết khái quát về hai đối tượng nghiên cứu chủ yếu của môn học này là: tiền tệ và tài chính. Cụ thể các nội dung cần nắm được sau khi học xong chương này là:

- Bản chất và chức năng của tiền tệ
- Các hình thái phát triển của tiền tệ
- Khái niệm về tài chính và hệ thống tài chính

1. Khái niệm về tiền tệ

1.1. Định nghĩa

Tiền là bất cứ cái gì được chấp nhận **chung** trong thanh toán để **đổi lấy hàng hoá, dịch vụ hoặc để hoàn trả các khoản nợ**.

Định nghĩa này chỉ đưa ra các tiêu chí để nhận biết một vật có phải là tiền tệ hay không. Tuy nhiên nó chưa giải thích được tại sao vật đó lại được chọn làm tiền tệ. Để giải thích được điều này phải tìm hiểu bản chất của tiền tệ.

1.2. Bản chất

Tiền tệ thực chất là *vật trung gian môi giới* trong trao đổi hàng hoá, dịch vụ, là *phương tiện giúp cho quá trình trao đổi được thực hiện dễ dàng hơn*.

Bản chất của tiền tệ được thể hiện rõ hơn qua **hai thuộc tính** sau của nó:

- **Giá trị sử dụng của tiền tệ** là khả năng thoả mãn nhu cầu trao đổi của xã hội, nhu cầu sử dụng làm vật trung gian trong trao đổi. Như vậy người ta sẽ chỉ cần nắm giữ tiền khi có nhu cầu trao đổi. *Giá trị sử dụng của một loại tiền tệ là do xã hội qui định*: chừng nào xã hội còn thừa nhận nó thực hiện tốt vai trò tiền tệ (tức là vai trò vật trung gian môi giới trong trao đổi) thì chừng đó giá trị sử dụng của nó với tư cách là tiền tệ còn tồn tại². Đây chính là lời giải thích cho sự xuất hiện cũng như biến mất của các dạng tiền tệ trong lịch sử.
- **Giá trị của tiền** được thể hiện qua khái niệm "**sức mua tiền tệ**", đó là khả năng đổi được

¹ The fundamentals of money and finance

² Như vậy khác với giá trị sử dụng của hàng hoá thông thường (giá trị sử dụng của hàng hoá thông thường là do đặc tính tự nhiên của nó qui định và tồn tại vĩnh viễn cùng với những đặc tính tự nhiên đó), giá trị sử dụng của một loại tiền mang tính lịch sử, nó chỉ tồn tại trong những giai đoạn nhất định và hoàn toàn phụ thuộc vào ý chí của xã hội.

nhiều hay ít hàng hoá khác trong trao đổi. Tuy nhiên khái niệm sức mua tiền tệ không được xem xét dưới góc độ sức mua đối với từng hàng hoá nhất định mà xét trên phương diện toàn thể các hàng hoá trên thị trường.

2. Sự phát triển các hình thái của tiền tệ

Trong quá trình phát triển của nền kinh tế hàng hoá, tiền tệ đã lần lượt tồn tại dưới nhiều hình thái khác nhau nhằm đáp ứng cho nhu cầu phát triển của nền kinh tế, đặc biệt là của hoạt động sản xuất, lưu thông, trao đổi hàng hoá.

Trong phần này, chúng ta sẽ tìm hiểu xem đã có những dạng tiền tệ nào trong lịch sử, chúng đã ra đời như thế nào và tại sao lại không còn được sử dụng nữa. Bằng cách này chúng ta sẽ có được sự hiểu biết sâu sắc hơn về khái niệm tiền tệ.

2.1. Tiền tệ hàng hoá - Hoá tệ (Commodity money)

Đây là hình thái đầu tiên của tiền tệ. Đặc điểm chung của loại tiền tệ này là: Hàng hoá dùng làm tiền tệ trong trao đổi phải có giá trị thực sự và giá trị của vật trung gian trao đổi này phải ngang bằng với giá trị hàng hoá đem ra trao đổi, tức là trao đổi ngang giá một hàng hoá thông thường lấy hàng hoá đặc biệt - tiền tệ³. Hoá tệ xuất hiện lần lượt dưới hai dạng:

2.1.1. Hoá tệ phi kim loại

Hoá tệ phi kim loại là tiền tệ dưới dạng các hàng hoá (trừ kim loại). Đây là hình thái cổ nhất của tiền tệ, rất thông dụng trong các xã hội cổ xưa. Trong lịch sử đã có rất nhiều loại hàng hoá khác nhau từng được con người dùng làm tiền tệ. Trong cuốn "Primitive money" của Paul Einzig viết năm 1966⁴, ông đã đưa ra những thống kê khá thú vị sau về những loại tiền cổ xưa mà theo ông nhiều số trong đó vẫn còn được sử dụng cho đến cả ngày nay. Đó là:

- Răng cá voi ở đảo Fiji
- Gỗ đàn hương ở Hawaii
- Lưỡi câu (cá) ở quần đảo Gilbert
- Mai rùa ở đảo Marianas
- Tuần lộc ở nhiều nơi thuộc Nga
- Lụa ở Trung quốc
- Bơ ở Na Uy
- Da ở Pháp và Ý
- Rượu Rum ở Australia

³ Nói cách khác, giá trị của tiền tệ hàng hoá (hoá tệ) được đo bằng giá trị của hàng hoá được dùng làm tiền tệ.

⁴ Smith., Gary, *Money, banking and financial intermediation*, p35.

- Bộ lông vẹt đỏ ở quần đảo Santa Cruz (vẫn còn cho đến năm 1961)
- Gạo ở Philippines
- Hạt tiêu ở Sumatra
- Đường ở đảo Barbados
- Nô lệ ở Châu Phi xích đạo, Nigeria, Ailen
- Những chuỗi vỏ sò của những thổ dân da đỏ Bắc Mỹ
- Bò, cừu ở Hy Lạp và La Mã
- Muối ở nhiều nơi.

Tuy nhiên, hoá tệ phi kim loại có nhiều điểm bất tiện như: tính chất không đồng nhất, dễ hư hỏng, khó phân chia hay gộp lại, khó bảo quản cũng như vận chuyển, và chỉ được công nhận trong từng khu vực, từng địa phương. Vì vậy mà hoá tệ phi kim loại dần dần biến mất và được thay thế bằng dạng hoá tệ thứ hai: hoá tệ kim loại.

2.1.2. Hoá tệ kim loại

Hoá tệ kim loại là tiền tệ dưới dạng các kim loại, thường là các kim loại quý như vàng, bạc, đồng....

Nói chung các kim loại có nhiều ưu điểm hơn so với các hàng hoá khác khi được sử dụng làm tiền tệ như: chất lượng, trọng lượng có thể xác định chính xác, dễ dàng hơn, thêm vào đó, nó lại bền hơn, dễ chia nhỏ, giá trị tương đối ít biến đổi....

Trong thực tiễn lưu thông hoá tệ kim loại, chỉ có vàng trở thành loại tiền tệ được sử dụng phổ biến và lâu dài nhất. Bạc rồi đồng chỉ được sử dụng thay thế khi thiếu vàng dùng làm tiền tệ.

Sự thống trị của tiền vàng có được là do vàng có những ưu việt hơn hẳn các hàng hoá khác trong việc thực hiện chức năng tiền tệ:

- *Vàng là một loại hàng hoá được nhiều người ưa thích.* Chúng ta biết rằng, vàng chưa chắc đã là kim loại quý hiếm nhất nhưng nhu cầu của xã hội về vàng đã xuất hiện rất sớm trong lịch sử và ngày càng tăng làm cho vàng trở thành một thứ hàng hoá rất hấp dẫn, được nhiều người ưa thích. Vì vậy, việc dùng vàng trong trao đổi dễ dàng được chấp nhận trên phạm vi rộng lớn.
- *Những đặc tính lý hoá của vàng rất thuận lợi trong việc thực hiện chức năng tiền tệ.* Vàng không bị thay đổi về màu sắc và chất lượng dưới tác động của môi trường và cơ học nên rất tiện cho việc cất trữ. Nó dễ chia nhỏ mà không ảnh hưởng tới chất lượng.
- *Giá trị của vàng ổn định trong thời gian tương đối dài, ít chịu ảnh hưởng của năng suất lao động tăng lên như các hàng hoá khác.* Sự ổn định của giá trị vàng là do năng suất lao động sản xuất ra vàng tương đối ổn định. Ngay cả việc áp dụng tiến bộ kỹ thuật vào khai thác cũng không làm tăng năng suất lao động lên

nhiều. Điều này làm cho tiền vàng luôn có được giá trị ổn định, một điều kiện rất cần thiết để nó có thể chấp hành tốt các chức năng tiền tệ.

Trong giai đoạn đầu, tiền vàng thường tồn tại dưới dạng nén, thỏi. Nhưng về sau để tiện cho việc trao đổi, tiền vàng thường được đúc thành những đồng xu với khối lượng và độ tinh khiết nhất định. Loại tiền này vì thế mà còn được gọi là *tiền đúc*. Tiền đúc xuất hiện đầu tiên tại Trung Quốc, khoảng thế kỷ thứ 7 trước CN, sau thâm nhập sang Batur, Hy Lạp, La Mã rồi vào châu Âu. Các đồng tiền lưu hành ở châu Âu trước kia đều dưới dạng này. Ví dụ: đồng “pound sterling” của Anh, đồng livơ hay lu-y của Pháp... Trước kia đồng băng Anh vốn là những đồng xu bằng bạc có in một ngôi sao trên bề mặt, trong tiếng Anh cổ “sterling” nghĩa là ngôi sao cho nên những đồng xu đó được gọi là “pound sterling”, còn ký hiệu đồng băng Anh (£) là bắt nguồn từ một từ Latinh cổ “libra” giống nghĩa với từ “pound”.

Tiền vàng đã có một thời gian thống trị rất dài trong lịch sử. Điều này đã chứng tỏ những hiệu quả to lớn mà nó mang lại cho nền kinh tế. Một sự thực là hệ thống thanh toán dựa trên vàng vẫn còn được duy trì cho đến mãi thế kỷ 20, chính xác là đến năm 1971. Ngay cả ngày nay, mặc dù tiền vàng không còn tồn tại trong lưu thông nữa, nhưng các quốc gia cũng như nhiều người vẫn coi vàng là một dạng tài sản cất trữ có giá trị.

Tuy có những đặc điểm rất thích hợp cho việc dùng làm tiền tệ như vậy, tiền vàng vẫn không thể đáp ứng được nhu cầu trao đổi của xã hội khi nền sản xuất và trao đổi hàng hoá phát triển đến mức cao. Một loạt lý do sau đây đã khiến cho việc sử dụng tiền vàng ngày càng trở nên bất tiện, không thực hiện được chức năng tiền tệ nữa:

- (1) Quy mô và trình độ sản xuất hàng hoá ngày càng phát triển, khối lượng và chủng loại hàng hoá đưa ra trao đổi ngày càng tăng và đa dạng; trong khi đó lượng vàng sản xuất ra không đủ đáp ứng nhu cầu về tiền tệ (nhu cầu về phương tiện trao đổi) của nền kinh tế.
- (2) Giá trị tương đối của vàng so với các hàng hoá khác tăng lên do năng suất lao động trong ngành khai thác vàng không tăng theo kịp năng suất lao động chung của các ngành sản xuất hàng hoá khác. Điều đó dẫn đến việc *giá trị của vàng trở nên quá lớn, không thể đáp ứng nhu cầu làm vật ngang giá chung trong một số lĩnh vực có lượng giá trị trao đổi mỗi lần nhỏ như mua bán dịch vụ hoặc hàng hoá tiêu dùng...*
- (3) Ngược lại, *trong những giao dịch với giá trị lớn thì tiền vàng lại trở nên cồng kềnh.*
- (4) *Việc sử dụng tiền tệ hàng hoá bị các nhà kinh tế xem như là một sự lãng phí những nguồn tài nguyên vốn đã có hạn.* Để dùng một loại tiền tệ hàng hoá, xã hội sẽ phải cắt bớt các công dụng khác của hàng hoá đó hoặc dùng các nguồn lực khan hiếm để sản xuất bổ sung. Rõ ràng là với việc dùng vàng làm tiền tệ con người đã phải giảm bớt các nhu cầu dùng vàng làm đồ trang sức hoặc trong các ngành có sử dụng vàng làm nguyên liệu vì xã hội phải dành một phần lớn số lượng vàng hiện có để làm tiền tệ.

Với những lý do như vậy mà xã hội đã phải đi tìm cho mình một dạng tiền tệ mới phù hợp hơn. Chúng ta chuyển sang hình thái tiền tệ thứ hai:

2.2. Tiền giấy (paper money)

✓ Tiền giấy xuất hiện đầu tiên dưới dạng *các giấy chứng nhận có khả năng đổi ra bạc hoặc vàng* do các ngân hàng thương mại phát hành (*gold certificate, silver certificate*). Đây là các cam kết cho phép người nắm giữ giấy này có thể đến ngân hàng rút ra số lượng vàng hay bạc ghi trên giấy. Do có thể đổi ngược ra vàng và bạc nên các giấy chứng nhận này cũng được sử dụng trong thanh toán như vàng và bạc. Sự ra đời những giấy chứng nhận như vậy đã giúp cho việc giao dịch với những khoản tiền lớn cũng như việc vận chuyển chúng trở nên thuận lợi hơn rất nhiều.

✓ Dần dần các giấy chứng nhận nói trên được chuẩn hoá thành các *tờ tiền giấy có in mệnh giá và có khả năng đổi ra vàng một cách tự do theo hàm lượng vàng* qui định cho đồng tiền đó. Ví dụ: ở Anh trước đây bên cạnh những đồng pound sterling tiền đúc còn lưu hành đồng bảng Anh bằng giấy do các ngân hàng phát hành và được đổi tự do ra vàng theo tỷ lệ *1 bảng Anh tương đương 123,274 grain, tương đương với 7,32238 gr vàng nguyên chất*. Việc đổi từ tiền giấy ra vàng được thực hiện tại các ngân hàng phát hành ra nó. Loại tiền giấy này rất phổ biến ở châu Âu trong thời gian trước chiến tranh thế giới thứ nhất, thường được gọi là *tiền ngân hàng hay giấy bạc ngân hàng (bank note)*. Việc sử dụng tiền ngân hàng hoàn toàn mang tính chất tự nguyện.

✓ Sau Đại chiến thế giới thứ nhất, nhằm siết chặt quản lý trong việc phát hành tiền giấy, các nhà nước đã ngăn cấm các ngân hàng thương mại phát hành giấy bạc ngân hàng, từ nay mọi việc phát hành chỉ do một ngân hàng duy nhất gọi là ngân hàng trung ương thực hiện. Vì thế ngày nay nói đến giấy bạc ngân hàng phải hiểu là giấy bạc của ngân hàng trung ương. Hàm lượng vàng của đồng tiền giấy bây giờ được qui định theo luật từng nước. Ví dụ: *hàm lượng vàng của đồng đô la Mỹ công bố tháng 1 năm 1939 là 0.888671g*. Vì vậy mà người ta còn gọi tiền giấy này là *tiền pháp định (Fiat money)*.

✓ Thế nhưng chẳng bao lâu sau khi xuất hiện, do ảnh hưởng của chiến tranh cũng như khủng hoảng kinh tế⁵, đã nhiều lần *tiền giấy bị mất khả năng được đổi ngược trở lại ra vàng* (ở Pháp, tiền giấy bị mất khả năng đổi ra vàng vào các năm 1720, 1848 – 1850, 1870 – 1875, 1914 – 1928 và sau cùng là kể từ 1/10/1936 tới nay; ở Mỹ trong thời gian nội chiến, từ năm 1862 – 1863 nhà nước phát hành tiền giấy không có khả năng đổi ra vàng và chỉ tới năm 1879 khi cuộc nội chiến đã kết thúc mới có lại khả năng đó), thậm

⁵ Có thể nói chiến tranh thế giới lần thứ I và cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới năm 1929 – 1933 là nguyên nhân chính đưa đến việc áp dụng tiền giấy bất khả hoán (tiền giấy không có khả năng đổi ra vàng) rộng khắp các nước.

chỉ có những thời kỳ cả tiền giấy được đổi ra vàng và tiền giấy không đổi được ra vàng cùng song tồn tại⁶. Sau Chiến tranh thế giới thứ hai, chỉ còn duy nhất đồng USD là có thể đổi ra vàng, tuy nhiên tới năm 1971, với việc Mỹ tuyên bố ngừng đổi đồng USD ra vàng, sự tồn tại của đồng tiền giấy có thể đổi ra vàng trong lưu thông thực sự chấm dứt.

✓ Ngày nay, tiền giấy thực chất chỉ là *các giấy nợ (IOU)* của ngân hàng trung ương với những người mang nó. Nhưng không như hầu hết các giấy nợ, chúng hứa trả cho người mang nó chỉ bằng các tờ tiền giấy khác⁷, tức là ngân hàng trung ương thanh toán các giấy nợ này bằng các giấy nợ khác. Và vì vậy, giờ đây, bạn mang tờ 100.000 đ ra ngân hàng người ta sẽ chỉ đổi cho bạn ra các đồng tiền với mệnh giá nhỏ hơn như 20.000, 10.000, 5000 đ chứ không phải là vàng. Khi phát hành tiền giấy thì tiền giấy trở thành tài sản của người sở hữu chúng, nhưng đối với ngân hàng trung ương lại là một khoản nợ về giá trị (hay về sức mua) của lượng tiền đã phát hành ra. Chính vì vậy, khi phát hành ra một lượng tiền bao giờ lượng tiền này cũng được ghi vào mục Tài sản Nợ trong bảng tổng kết tài sản của ngân hàng Trung ương.

✓ Qua nghiên cứu quá trình hình thành tiền giấy, có thể thấy, tiền giấy ra đời với *tư cách là dấu hiệu của kim loại tiền tệ (tiền vàng)*, được phát hành ra để thay thế cho tiền kim loại trong việc thực hiện chức năng tiền tệ nhằm khắc phục những nhược điểm của tiền tệ kim loại. Chính vì vậy, tiền giấy vẫn được sử dụng với giá trị như giá trị tiền tệ kim loại mà nó đại diện mặc dù giá trị thực của nó thấp hơn nhiều. Tờ giấy bạc 10 USD trước năm 1970 mặc dù được in ấn khá công phu trên chất liệu giấy đắt tiền vẫn không thể có giá trị bằng 8,88671g vàng mà nó đại diện. Và với việc in thêm chỉ một con số 0 nữa chúng ta cũng sẽ có một tờ 100 USD với chi phí rẻ hơn nhiều so với 88,8671g vàng mà nó đại diện. Cũng vì thế tiền giấy còn được gọi là tiền tệ dưới dạng dấu hiệu giá trị hay là tiền danh nghĩa (token money).

✓ Tiền giấy ngày nay không còn khả năng đổi ngược trở lại tiền tệ kim loại (tiền vàng) như trước nữa. Việc xã hội chấp nhận sử dụng tiền giấy mặc dù giá trị thực của nó thấp hơn nhiều so với giá trị mà nó đại diện là vì tiền giấy được quy định trong luật là phương tiện trao đổi, vì mọi người tin tưởng vào uy tín của cơ quan phát hành (tức NHTW), và vì

⁶ Để phân biệt hai loại tiền này, các nhà kinh tế gọi tiền vàng và tiền giấy có khả năng đổi ngược ra vàng là tiền cứng (hard money) còn tiền giấy không đổi được ra vàng là tiền mềm (soft money).

⁷ Trên thực tế, NHTW đưa tiền ra lưu thông bằng cách mua một lượng chứng khoán hoặc hàng hoá. Như vậy lượng tiền đưa ra lưu thông được đảm bảo bằng lượng hàng hoá hay chứng khoán đó, đến lượt chứng khoán lại được đảm bảo bởi số hàng hoá mà người phát hành chứng khoán dùng tiền bán chứng khoán để mua. Điều này làm cho tiền giấy thực tế được đảm bảo bằng lượng hàng hoá nhất định. NHTW có thể thu hồi lại tiền giấy đã in ra bằng cách bán số hàng hoá hay chứng khoán mà nó nắm giữ. Có sự khác nhau giữa hành vi mua của các chủ thể kinh tế với hàng vi mua của NHTW. Với các chủ thể kinh tế mua thì sẽ tiêu dùng mất đi, còn với NHTW thì mua rồi để đó để còn chuộc lại tiền giấy đã in ra. Như vậy, nếu NHTW đảm bảo rằng số hàng hoá hay chứng khoán mà nó mua bằng cách in tiền giấy có thể bán đi để thu hồi lại đủ số tiền giấy nó đã in ra thì giá trị của tiền giấy vẫn được đảm bảo.

người ta thấy việc sử dụng tiền giấy là tiện lợi. Thế nhưng một khi mất lòng tin vào cơ quan phát hành, không còn tin rằng NHTW có thể đảm bảo cho giá trị danh nghĩa của tiền giấy được ổn định thì người ta sẽ không sử dụng tiền giấy nữa. Một thực tế là ở nhiều nước, chẳng hạn Việt nam trước kia, do tiền Việt nam mất giá liên tục, người ta đã sử dụng USD để mua bán trao đổi các hàng hoá có giá trị lớn như nhà cửa, xe cộ v.v....

✓ Về lợi ích của việc dùng tiền giấy, có thể thấy:

- Việc sử dụng tiền giấy đã giúp cho mọi người có thể dễ dàng cất trữ và vận chuyển tiền hơn. Rõ ràng là các bạn sẽ thích mang theo mình những tờ tiền giấy hơn là những đồng tiền đúc nặng nề sớm muộn sẽ tạo ra những lỗ thủng trong túi của mình.
- Tiền giấy cũng có đủ các mệnh giá từ nhỏ tới lớn phù hợp với qui mô các giao dịch của bạn.
- Về phía chính phủ, cái lợi thấy rõ nhất của tiền giấy là việc in tiền giấy tốn chi phí nhỏ hơn nhiều so với những giá trị mà nó đại diện và có thể phát hành không phụ thuộc vào số lượng các hàng hoá dùng làm tiền tệ như trước đây.

Ngoài ra, chính phủ luôn nhận được khoản chênh lệch giữa giá trị mà tiền giấy đại diện với chi phí in tiền khi phát hành tiền giấy. Ở nhiều nước khoản chênh lệch này đã tạo ra một nguồn thu rất lớn cho ngân sách. Ví dụ: Trước đây, đồng D-Mark được xem là đồng tiền dự trữ quan trọng nhất của thế giới sau đồng đô la Mỹ nên nó được rất nhiều nước dự trữ. Theo một công trình nghiên cứu của Ngân hàng liên bang Đức lúc đó, khoảng từ 30 đến 40% số lượng đồng D-Mark bằng tiền giấy “được lưu hành ở ngoài nước và nằm ngoài hệ thống ngân hàng”. Ở Đông Âu, nhiều công dân đã sử dụng đồng D-Mark như đồng tiền của chính nước mình. Và vì vậy, trong nhiều thập niên, Ngân hàng Liên bang Đức đã cho phát hành rất nhiều tiền giấy, nhiều hơn rất nhiều so với người Đức cần. Việc in đồng Mark đã đem lại một khoản lãi lớn cho Ngân sách Liên bang. Ví dụ: năm 1996, khoản đó là 8,8 tỷ D-Mark. Trong những năm đặc biệt phát đạt, khoản tiền đó chiếm tới 1/5 toàn bộ thu nhập của CHLB Đức.

✓ Tiền giấy cũng có những nhược điểm như: không bền (dễ rách); chi phí lưu thông vẫn còn lớn; khi trao đổi hàng hoá diễn ra trên phạm vi rộng (chẳng hạn giữa các quốc gia hay giữa các vùng xa nhau), đòi hỏi tốc độ thanh toán nhanh, an toàn thì tiền giấy vẫn tỏ ra công kênh, không an toàn khi vận chuyển; có thể bị làm giả; dễ rơi vào tình trạng bất ổn (do không có giá trị nội tại và không thể tự điều tiết được số lượng tiền giấy trong lưu thông như tiền vàng).

2.3. Tiền tín dụng (Credit money)

Bên cạnh tiền giấy, ngày nay do sự phát triển của các tổ chức tài chính tín dụng, đặc biệt là của hệ thống ngân hàng, một hình thái tiền tệ mới đã xuất hiện dựa trên những hoạt động của các tổ chức đó. Đó là **tiền tín dụng**.

♣ *Tiền tín dụng là tiền nằm trong các tài khoản mở ở ngân hàng* và được hình thành trên cơ sở các khoản tiền gửi vào ngân hàng. Khi khách hàng gửi một khoản tiền giấy vào ngân hàng, ngân hàng sẽ mở một tài khoản và ghi có số tiền đó⁸. Tiền giấy của khách hàng như thế đã chuyển thành tiền tín dụng. Tiền tín dụng thực chất là cam kết của ngân hàng cho phép người sở hữu tài khoản tiền gửi (hay tiền tín dụng) được rút ra một lượng tiền giấy đúng bằng số dư có ghi trong tài khoản⁹. Do cam kết này được mọi người tin tưởng nên họ có thể sử dụng luôn các cam kết ấy như tiền mà không phải đổi ra tiền giấy trong các hoạt động thanh toán¹⁰. Tuy nhiên các hoạt động thanh toán bằng tiền tín dụng phải thông qua hệ thống ngân hàng làm trung gian. Cũng vì vậy mà tiền tín dụng còn có một tên gọi khác là tiền ngân hàng (bank money).

♣ Để thực hiện các hoạt động thanh toán qua ngân hàng, các ngân hàng sẽ ký kết với nhau các hợp đồng đại lý mà theo đó các ngân hàng sẽ mở cho nhau các tài khoản để ghi chép các khoản tiền di chuyển giữa họ. Khi đó thay vì phải chuyển giao tiền một cách thực sự giữa các ngân hàng, họ chỉ việc ghi có hoặc nợ vào các tài khoản này. Hoạt động chuyển tiền thực sự chỉ xảy ra định kỳ theo thoả thuận giữa các ngân hàng. Cơ chế hoạt động này làm tăng rất nhanh tốc độ thanh toán. Chính vì vậy hoạt động thanh toán qua ngân hàng rất được ưa chuộng do tính nhanh gọn và an toàn của nó.

♣ Do tiền tín dụng thực chất chỉ là những con số ghi trên tài khoản tại ngân hàng cho nên có thể nói tiền tín dụng là đồng tiền phi vật chất và nó cũng là loại tiền mang dấu hiệu giá trị như tiền giấy.

♣ Để sử dụng tiền tín dụng, những người chủ sở hữu phải sử dụng các lệnh thanh toán để ra lệnh cho ngân hàng nơi mình mở tài khoản thanh toán hộ mình. Có nhiều loại lệnh thanh toán khác nhau, nhưng dạng phổ biến nhất là séc¹¹.

➤ Séc (cheque/check¹²) là một tờ lệnh do người chủ tài khoản séc phát hành yêu cầu ngân hàng thanh toán từ tài khoản của anh ta cho người hưởng lợi chỉ định trong tờ séc.

⁸ Vì vậy mà tiền tín dụng còn được gọi là tiền tài khoản. Chữ “credit” trong từ “credit money” chính là từ chỉ mục “Có” (ngược nghĩa với “Nợ”) trên tài khoản chữ T.

⁹ Tiền tín dụng như vậy là tài sản Có của người gửi tiền nhưng là tài sản Nợ của ngân hàng nhận tiền gửi.

¹⁰ Sự hình thành tiền tín dụng như vậy gần giống với trường hợp các giấy chứng nhận có khả năng đổi ra bạc hoặc vàng (gold certificate, silver certificate) do các ngân hàng thương mại phát hành trước kia.

¹¹ Ở Việt nam Ủy nhiệm chi lại phổ biến hơn Séc do Ủy nhiệm chi là phương tiện thanh toán an toàn hơn.

¹² Theo tiếng Anh-Mỹ.

➤ Séc¹³ thường được phát hành theo một mẫu nhất định. Khi mở tài khoản séc, ngân hàng sẽ cấp cho người chủ tài khoản một tập séc đóng thành cuốn và séc chỉ có hiệu lực khi người chủ tài khoản ký. Khi thanh toán, người chủ tài khoản séc sẽ ghi số tiền cần thanh toán vào séc, ký tên rồi đưa cho người nhận thanh toán. Người này sau đó sẽ đến ngân hàng giữ tài khoản séc đó để rút tiền mặt hoặc chuyển tiền sang tài khoản của mình trong cùng ngân hàng hoặc ở ngân hàng khác.

➤ Việc sử dụng séc trong thanh toán có lợi thế là: 1/ tiết kiệm được chi phí giao dịch do giảm bớt việc phải chuyển tiền thực giữa các ngân hàng (vì các tờ séc đi và séc đến sẽ khứ lẫn nhau) 2/ tốc độ thanh toán cao và an toàn 3/ tiện cho việc thanh toán vì có thể viết ra với bất kỳ lượng tiền nào cho đến hết số dư trên tài khoản, và do đó làm cho việc thanh toán những món tiền lớn được thực hiện dễ dàng hơn. Chính vì những lý do như vậy, séc ngày nay được sử dụng phổ biến trong thanh toán không kém gì tiền giấy.

➤ Ngoài séc, ở nhiều nước còn có thể gặp một phương tiện thanh toán gần tương tự như séc, đó là **séc du lịch** (traveller's cheque):

↳ Đây cũng là một dạng séc song do *ngân hàng phát hành cho những người đi ra nước ngoài hưởng*. Tại nước đến, người cầm séc có thể dùng để thanh toán trực tiếp thay cho tiền mặt¹⁴ hoặc đến những ngân hàng được ngân hàng phát hành séc ủy thác để đổi ra tiền mặt. Ngân hàng nhận séc du lịch sẽ thông qua hệ thống thanh toán giữa các ngân hàng để thu tiền từ ngân hàng phát hành. Khi đổi ra tiền mặt thường thì người sử dụng còn phải trả thêm một khoản phí tính theo phần trăm trên mệnh giá tờ séc. Đây là chi phí cho việc thu tiền từ ngân hàng phát hành séc.

↳ Về hình thức, séc du lịch cũng không hoàn toàn giống với séc thông thường. Séc du lịch được in mệnh giá như tiền mặt, ngoài ra trên tờ séc còn in tên của ngân hàng phát hành cũng như tên người hưởng lợi séc.

↳ Với việc dùng séc du lịch, những người đi ra nước ngoài có thể mang theo một số lượng ngoại tệ lớn mà vẫn an toàn vì séc du lịch được cấp đích danh cho nên muốn đổi ra tiền mặt hay thanh toán phải có chữ ký của người đó và phải cung cấp cho ngân hàng số hộ chiếu của người chủ séc¹⁵.

Hiện nay 5 loại séc du lịch được chấp nhận tại Việt nam là American Express, Visa, Mastercard, Thomacook, Citicorp, Bank of America.

¹³ Lưu ý séc không phải là một loại tiền mà chỉ là phương tiện để lưu thông tiền tín dụng.

¹⁴ Cửa hàng nhận thanh toán séc du lịch sẽ đem séc đến ngân hàng đại lý của ngân hàng phát hành séc du lịch để chuyển ra tiền mặt.

¹⁵ Người ta vẫn có nhu cầu về séc du lịch làm phương tiện thanh toán mặc dù séc có cùng chức năng tương tự là vì séc có phạm vi lưu thông hạn chế hơn. Khi ra nước ngoài chúng ta không thể ký phát séc từ tài khoản séc ở trong nước của chúng ta, hơn nữa nếu ngân hàng cung cấp dịch vụ này thì chi phí cao hơn với phí trả cho sử dụng séc du lịch nhiều. Séc du lịch thường do các ngân hàng lớn phát hành nên phạm vi lưu thông rộng hơn nhiều.

♣ Để sử dụng hình thức thanh toán bằng séc, người gửi tiền vào ngân hàng sẽ phải mở tài khoản séc (checking account). Ngoài ra, ở các nước có hệ thống ngân hàng và thị trường tài chính phát triển, ngoài tài khoản séc thông thường còn tồn tại các dạng tài khoản có khả năng phát séc khác như là: *NOW accounts (negotiable order of withdrawal account), super NOW account, MMDA (Money-market deposit account), ATS account (Automatic transfer from savings account - tài khoản loại tự động chuyển khoản từ tài khoản tiết kiệm)*. Các lệnh thanh toán từ các tài khoản này cũng có chức năng tương tự séc.

♣ Việc lưu thông tiền tín dụng dựa trên cơ sở việc lưu thông séc cũng có những hạn chế nhất định. Trước hết, *việc thanh toán bằng séc vẫn đòi hỏi một khoảng thời gian nhất định, đó là thời gian cần thiết để chuyển séc từ nơi này đến nơi khác, thời gian cần thiết để kiểm tra tính hợp lệ của séc v.v...*, do vậy thanh toán bằng séc sẽ vẫn chậm trong các trường hợp cần thanh toán nhanh. Thứ hai, *việc thanh toán bằng séc dẫn đến việc xử lý các chứng từ thanh toán và chi phí cho việc này ngày càng tăng gây tổn kém đáng kể cho xã hội*. Chính vì vậy, để đáp ứng sự phát triển của nhu cầu trao đổi, thanh toán trong nền kinh tế, đòi hỏi phải có một hình thái tiền tệ mới hoàn thiện hơn.

2.4. Tiền điện tử (Electronic money)

↳ Gần đây, những tiến bộ về công nghệ máy tính cũng như sự phát triển của mạng lưới thông tin viễn thông đã cho phép các ngân hàng thay thế phương thức thanh toán truyền thống sử dụng các chứng từ giấy bằng phương thức thanh toán điện tử (Electronic means of payment - EMOP) – phương thức thanh toán trong đó các giao dịch chuyển tiền thanh toán được thực hiện nhờ hệ thống viễn thông điện tử dựa trên cơ sở mạng máy tính kết nối giữa các ngân hàng. Bằng phương pháp mới này, tốc độ chuyển tiền tăng lên rất nhanh, giảm bớt được chi phí về giấy tờ so với lưu thông tiền mặt và séc.

↳ Khi chuyển sang phương thức thanh toán điện tử, *tiền trong các tài khoản ở ngân hàng được lưu trữ trong hệ thống máy tính của ngân hàng dưới hình thức điện tử (số hoá)*. Đồng tiền trong hệ thống như vậy được gọi là tiền điện tử (E-money) hoặc tiền số (Digi money). Như vậy, *tiền điện tử là tiền tệ tồn tại dưới hình thức điện tử (số hoá)*.

↳ Hai hệ thống thanh toán điện tử lớn nhất hiện nay là CHIPS (Clearing House Interbank Payment System – Hệ thống thanh toán bù trừ liên ngân hàng) và SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication). Các hệ thống này cho phép thực hiện các hoạt động thanh toán điện tử giữa các ngân hàng không chỉ trong một quốc gia mà còn trên phạm vi quốc tế. Ngoài ngân hàng ra, các quỹ đầu tư trên thị trường tiền tệ và chứng khoán, các công ty chứng khoán và cả các công ty kinh doanh ngày nay cũng rất tích cực sử dụng hệ thống này trong các hoạt động thanh toán, chuyển tiền của

minh.

☞ Các hoạt động thanh toán điện tử thường có giá trị rất lớn (giá trị mỗi lần chuyển tiền thanh toán có thể lên tới trên 1 triệu USD). Chính vì vậy, theo thống kê ở Mỹ, mặc dù chỉ chiếm hơn 1% tổng số các giao dịch thanh toán, các giao dịch thanh toán điện tử lại chiếm hơn 80% tổng giá trị các hoạt động thanh toán. Gần đây, các giao dịch thanh toán có giá trị nhỏ cũng có thể sử dụng phương thức thanh toán điện tử thông qua một hệ thống bù trừ tự động (Automatic clearing houses - ACHs). Các công ty có thể sử dụng hệ thống này để trả lương, còn các cá nhân bằng việc sử dụng các tài khoản điện tử, có thể ngồi ở nhà sử dụng máy tính nối vào hệ thống mạng của ngân hàng để thực hiện các hoạt động chuyển khoản, thanh toán¹⁶ mà không phải sử dụng tới séc hay tiền mặt cùng các thủ tục giấy tờ phiền phức cho những công việc đó nữa. Hơn thế, sự xuất hiện loại hình thương mại điện tử (E-commerce) càng thúc đẩy hơn nữa việc sử dụng phương thức thanh toán mới này.

☞ Ngoài dùng trong các hoạt động chuyển khoản, tiền điện tử còn được sử dụng trực tiếp trong các giao dịch dưới các hình thức sau:

- ❖ **Các thẻ thanh toán:** là các tấm thẻ do ngân hàng hoặc các công ty tài chính phát hành mà nhờ đó người ta có thể lưu thông những khoản tiền điện tử. Thẻ thanh toán có một số dạng sau:
 - Loại thứ nhất là *thẻ rút tiền ATM* (ATM card - bank card). Thẻ ATM được dùng để rút tiền hoặc chuyển khoản thông qua máy rút tiền tự động ATM (Automated teller machine). Việc sử dụng chỉ thẻ chỉ đơn giản là nhét thẻ vào máy, nhập mã số, màn hình ATM sẽ xin lệnh. Trong nửa phút mọi hoạt động chuyển khoản hoặc rút tiền ngay tại máy được hoàn thành.
 - Tiếp theo là *thẻ tín dụng* (credit card): Đó là một tấm thẻ bằng nhựa cứng (plastic), hình chữ nhật với kích thước chuẩn là 96 x 54 x 0,76mm, mặt trước có in các thông tin về tổ chức phát hành thẻ (tên và logo), thông tin về người sử dụng thẻ (tên công ty và tên người được uỷ quyền sử dụng thẻ - nếu là thẻ cho công ty hoặc tên cá nhân, đôi khi cả ảnh - nếu là thẻ cho cá nhân), loại thẻ (Standard, Gold), số thẻ, ngày hiệu lực của thẻ v.v..., mặt sau có một dải băng từ trong lưu các thông tin cần thiết về thẻ và chủ thẻ (như số thẻ, ngày hiệu lực, tên chủ thẻ, mã số định danh PIN, mã để kiểm tra giá trị hiệu lực của thẻ), ngoài ra còn in cả chữ ký của chủ thẻ ở mặt sau. *Các tổ chức phát hành thẻ tín dụng đảm bảo rằng họ sẽ thanh toán tiền mua hàng hoá hay dịch vụ cho*

người bán thay cho người sử dụng thẻ trong hạn mức tín dụng của thẻ. Số tiền đó sẽ được người mua thanh toán lại cho các tổ chức này sau một thời gian nhất định. Vì người sử dụng thẻ tín dụng không phải trả tiền ngay lúc mua hàng, nói cách khác là các tổ chức phát hành thẻ đã cho họ vay để thanh toán nên thẻ được gọi là thẻ tín dụng. Người sử dụng thẻ tín dụng cũng có thể dùng thẻ này để rút tiền tại ngân hàng nhưng trong hạn mức của thẻ. Muốn sử dụng thẻ tín dụng, người đăng ký phải có một tài khoản tiền gửi mở tại ngân hàng với số dư đủ để đảm bảo khả năng thanh toán của họ cho các tổ chức phát hành thẻ khi các tổ chức này trả tiền thay cho họ. Tùy theo hạn mức tín dụng của thẻ mà sẽ có những yêu cầu khác nhau về số dư đó. Nhiều tổ chức phát hành thẻ còn yêu cầu cung cấp thông tin về khả năng tài chính của người sử dụng thẻ. Hàng năm người sử dụng thẻ tín dụng sẽ phải trả cho tổ chức phát hành một khoản phí sử dụng, ngoài ra còn phải trả phí thanh toán hộ cho mỗi lần thanh toán bằng thẻ. Thẻ tín dụng ngày nay được sử dụng ở các nước phát triển cũng phổ biến không kém séc. Nó có rất nhiều loại, chỉ riêng ở Mỹ đã có trên 3000 loại khác nhau lưu hành. Sờ dĩ có nhiều như vậy vì tổ chức phát hành thẻ không chỉ giới hạn ở các ngân hàng hoặc các công ty tài chính, thậm chí các công ty, các câu lạc bộ cũng có thể phát hành thẻ, nhưng tất nhiên là phạm vi sử dụng sẽ khác nhau. Phổ biến nhất trên thế giới hiện nay là các thẻ Master card, Visa card và AMEX.

- Loại thứ ba là *thẻ ghi nợ* (debit card). Về hình thức thẻ ghi nợ tương tự như thẻ tín dụng. Tuy nhiên, khác với thẻ tín dụng, thẻ ghi nợ không phải là công cụ để vay tiền mà để tiêu tiền trong tài khoản. Khi thanh toán, người thu tiền sẽ quẹt thẻ qua một máy đọc thẻ (card reader), sau đó yêu cầu chủ thẻ ký xác nhận vào hoá đơn mua hàng. Sau đó một số ngày nhất định (thường là 2 ngày) tiền sẽ được chuyển từ tài khoản chủ thẻ sang tài khoản người bán hàng.
- Gần đây người ta nhắc nhiều đến một loại thẻ cao cấp hơn gọi là thẻ thông minh (smart card). Thẻ thông minh thực chất chính là dạng thẻ ghi nợ, chỉ có khác là trên thẻ còn gắn thêm một bộ mạch xử lý (con chip máy tính) cho phép lưu trữ ngay trên thẻ một lượng tiền số (digital cash). Tiền số này có thể nạp từ tài khoản ở ngân hàng vào thẻ thông qua các máy ATM, máy tính cá nhân hoặc các điện thoại có trang bị bộ phận nạp tiền. Các thẻ thông minh cao cấp hơn gọi là Super smart card còn cho phép ghi lại các giao dịch của người sử dụng thẻ và có màn hình hiển thị, thậm chí cả bàn phím. Các thẻ thông minh còn tiến xa hơn, gần giống với những cái ví điện tử nhờ khả năng có thể chuyển tiền trực tiếp từ thẻ thông minh này sang thẻ thông minh khác qua một

¹⁶ Dịch vụ Direct debit.

thiết bị không dây cầm tay. Ngoài tính năng dùng làm phương tiện thanh toán, có thể dùng nó như thẻ gọi điện thoại, thẻ căn cước trong đó lưu trữ các thông tin về người dùng thẻ, thậm chí cả nhóm máu của người đó.

- ❖ **Tiền mặt điện tử** (Electronic cash / E-cash): Đây là một dạng tiền điện tử được sử dụng để mua sắm hàng hoá hoặc dịch vụ trên Internet. Những người sử dụng loại tiền này có thể tải tiền từ tài khoản của mình ở ngân hàng về máy tính cá nhân, rồi khi duyệt Web mua sắm có thể chuyển tiền từ máy mình đến máy tính người bán để thanh toán. Hiện nay, dạng tiền này đang được một công ty Hà lan là DigiCash cung cấp.
- ❖ **Séc điện tử** (Electronic check / E-check): Séc điện tử cho phép những người sử dụng Internet có thể thanh toán các hoá đơn qua Internet mà không cần phải gửi những tờ séc bằng giấy (paper check) như trước nữa. Những người này có thể viết một tờ séc điện tử hợp pháp trên máy tính của mình rồi gửi cho người được thanh toán. Người này sẽ chuyển tờ séc điện tử đó tới ngân hàng của mình. Ngân hàng sau khi kiểm tra tính hợp lệ của tờ séc sẽ thực hiện việc chuyển tiền từ tài khoản của người viết séc sang người được thanh toán. Bởi vì toàn bộ việc thanh toán này được thực hiện dưới hình thức điện tử nên rẻ và tiện hơn nhiều so với sử dụng các tờ séc bằng giấy. Các chuyên gia dự tính rằng, chi phí cho lưu thông séc điện tử sẽ chỉ bằng 1/3 chi phí lưu thông séc giấy.

☞ Những lợi thế về tiền điện tử nêu trên khiến chúng ta có thể nghĩ rằng nền kinh tế sẽ mau chóng tiến tới không dùng đến tiền giấy hoặc séc. Tuy nhiên có nhiều lý do khiến cho điều này không thể diễn ra trong ngày một ngày hai.

- *Thứ nhất*, việc thiết lập một hệ thống các máy tính, các máy đọc thẻ, mạng truyền thông cần thiết cho phương thức thanh toán điện tử là rất tốn kém.
- *Thứ hai*, việc sử dụng các tờ séc bằng giấy có lợi thế là chúng cung cấp các chứng từ xác nhận việc thanh toán, trong khi tiền điện tử không có được điều này.
- *Thứ ba*, việc sử dụng séc bằng giấy để thanh toán luôn mất một khoảng thời gian xử lý từ lúc ký séc đến lúc người nhận séc rút tiền. Người chủ tài khoản séc rất thích điều này vì họ vẫn được hưởng lãi đối với số tiền mà mình đã thanh toán nhưng chưa bị trừ khỏi tài khoản. Với tiền điện tử, họ không có được khoảng thời gian này.
- *Thứ tư*, việc sử dụng tiền điện tử gặp phải nguy cơ đe dọa tính an toàn do các hoạt động ăn trộm tiền qua mạng máy tính. Đối phó đối với điều này không phải là một công việc dễ dàng và mất khá nhiều thời gian.

3. Chức năng của tiền tệ

Đề cập đến chức năng của tiền tệ, hầu hết các nhà kinh tế học hiện nay đều thống nhất với nhau ở 3 chức năng cơ bản là: *Phương tiện trao đổi, thước đo giá trị và cất trữ giá trị*.

Trong mỗi chức năng cần lưu ý: tại sao tiền tệ lại có chức năng đó, chức năng đó có những đặc điểm gì đáng lưu ý, chức năng đó đã đem lại ích gì cho nền kinh tế và những điều kiện để đảm bảo thực hiện tốt chức năng. Cuối cùng nhưng không kém phần quan trọng là phải trả lời được câu hỏi: việc nhận thức được chức năng đó của tiền tệ có ý nghĩa thực tiễn như thế nào?

3.1. Phương tiện trao đổi (Medium of Exchange)

- Chúng ta thấy rằng *tiền tệ được xã hội sử dụng với tư cách là vật trung gian trong quá trình trao đổi hàng hoá*, các hàng hoá trước tiên sẽ được đổi ra tiền tệ rồi sau đó người ta dùng tiền đó để đổi lấy hàng hoá khác. Do vậy, tiền tệ được xem là *phương tiện để trao đổi hàng hoá trong nền kinh tế*.
- Khi thực hiện chức năng này, *tiền tệ chỉ đóng vai trò môi giới giúp cho việc trao đổi thực hiện được dễ dàng do vậy tiền chỉ xuất hiện thoáng qua trong trao đổi mà thôi* (người ta bán hàng hoá của mình lấy tiền rồi dùng nó để mua những hàng hoá mình cần). Trong trao đổi, người ta đổi lấy tiền không phải vì bản thân nó mà vì những gì mà nó sẽ đổi được. Tiền tệ được xem là phương tiện chứ không phải là mục đích của trao đổi. Vì vậy *tiền tệ thực hiện chức năng phương tiện trao đổi không nhất thiết phải là tiền tệ có đầy đủ giá trị* (ví dụ dưới dạng tiền vàng). Dưới dạng dấu hiệu giá trị đã được xã hội thừa nhận (như tiền giấy), tiền tệ vẫn có thể phát huy được chức năng phương tiện trao đổi.
- Việc dùng tiền tệ làm phương tiện trao đổi đã giúp đẩy mạnh hiệu quả của nền kinh tế qua việc *khắc phục những hạn chế của trao đổi hàng hoá trực tiếp*, đó là những hạn chế về nhu cầu trao đổi (chỉ có thể trao đổi giữa những người có nhu cầu phù hợp), hạn chế về thời gian (việc mua và bán phải diễn ra đồng thời), hạn chế về không gian (việc mua và bán phải diễn ra tại cùng một địa điểm). Bằng việc đưa tiền vào lưu thông, con người đã tránh được những chi phí về thời gian và công sức dành cho việc trao đổi hàng hoá (chúng ta chỉ cần bán hàng hoá của mình lấy tiền rồi sau đó có thể mua những hàng hoá mà mình muốn bất cứ lúc nào và ở đâu mà mình muốn). Nhờ đó, việc lưu thông hàng hoá có thể diễn ra nhanh hơn, sản xuất cũng được thuận lợi, tránh được ách tắc, tạo động lực cho kinh tế phát triển. Với chức năng này, tiền tệ được ví như chất dầu nhờn bôi trơn giúp cho cỗ máy sản xuất và lưu thông hàng hoá hoạt động trơn tru, dễ dàng.

- Tuy nhiên để thực hiện tốt chức năng này, đòi hỏi đồng tiền phải được thừa nhận rộng rãi, số lượng tiền tệ phải được cung cấp đủ lượng để đáp ứng nhu cầu trao đổi trong mọi hoạt động kinh tế, đồng thời hệ thống tiền tệ phải bao gồm nhiều mệnh giá để đáp ứng mọi quy mô giao dịch.
- Rõ ràng, đối với từng chủ thể trong nền kinh tế, tiền tệ có giá trị vì nó mang giá trị trao đổi, nhưng xét trên phương diện toàn bộ nền kinh tế thì tiền tệ không có giá trị gì cả. Sự giàu có của một quốc gia được đo lường bằng tổng số sản phẩm mà nó sản xuất ra chứ không phải là số tiền tệ mà nó nắm giữ. Lý do là vì, xét trên phương diện đó, tiền tệ chỉ xuất hiện trong nền kinh tế để thực hiện chức năng môi giới, giúp cho trao đổi dễ dàng hơn chứ không tạo thêm một giá trị vật chất nào cho xã hội. Nó đóng vai trò bôi trơn cho guồng máy kinh tế chứ không phải là yếu tố đầu vào của guồng máy đó.

3.2. Thước đo giá trị (Standard of Value/ Measure of Value/Unit of Account - Đơn vị kế toán)

- Trong nền kinh tế sử dụng tiền tệ, mọi hàng hoá đều được đổi ra tiền tệ, cho nên để thuận tiện cho việc tính toán hay so sánh giá trị các hàng hoá với nhau người ta qui giá trị của các hàng hoá ra tiền tệ, tức là tính xem một đơn vị hàng hoá đổi được bao nhiêu đơn vị tiền tệ. *Khi đó tiền tệ đã trở thành phương tiện để biểu hiện, đo lường giá trị của các hàng hoá đem ra trao đổi. Biểu hiện bằng tiền của giá trị hàng hoá gọi là giá cả hàng hoá.*
- Để chấp hành được chức năng thước đo giá trị, *tiền tệ bản thân nó phải có giá trị.* Cũng giống như khi dùng quả cân để đo trọng lượng một vật thì bản thân quả cân đó phải có trọng lượng. Như đã giới thiệu ở phần bản chất của tiền tệ, giá trị của tiền tệ được đặc trưng bởi khái niệm sức mua tiền tệ tức là khả năng đổi được nhiều hay ít hàng hoá khác trong trao đổi. Khi tiền tệ còn tồn tại dưới dạng hàng hoá (tiền có đầy đủ giá trị) thì sức mua của tiền tệ phụ thuộc vào giá trị trao đổi của hàng hoá dùng làm tiền tệ với các hàng hoá khác. Đến lượt giá trị trao đổi của hàng hoá tiền tệ lại phụ thuộc vào cung cầu hàng hoá đó trên thị trường với tư cách là một hàng hoá. Khi xã hội chuyển sang sử dụng tiền tệ dưới dạng dấu hiệu giá trị (tiền giấy, tiền tín dụng v.v...) thì giá trị của tiền tệ không còn được đảm bảo bằng giá trị của nguyên liệu dùng để tạo ra nó (vì giá trị đó quá thấp so với giá trị mà nó đại diện) mà phụ thuộc vào tình hình cung cầu tiền tệ trên thị trường, mức độ lạm phát, vào tình trạng hưng thịnh hay suy thoái của nền kinh tế và cả niềm tin của người sử dụng vào đồng tiền đó. Chúng ta sẽ tìm hiểu rõ hơn về các nhân tố này ở những chương sau.

- Để tiện cho việc đo lường giá trị của hàng hoá, cần có một **đơn vị tiền tệ chuẩn** (cũng như để đo độ dài người ta sử dụng đơn vị tiêu chuẩn là mét chẳng hạn¹⁷). Đơn vị tiền tệ lúc đầu do dân chúng lựa chọn một cách tự phát, sau đó do chính quyền lựa chọn và qui định trong luật pháp từng nước. Ví dụ đơn vị tiền tệ chuẩn ở Việt nam là 1 VND, ở Mỹ là 1 USD, ở các nước thuộc EMU (Liên minh tiền tệ châu Âu) là 1EUR v.v... Người ta cũng qui định cả giá trị của đơn vị tiền tệ chuẩn đó. Giá trị của các đơn vị tiền tệ chuẩn được gọi là **tiêu chuẩn giá cả**. Khi tiền vàng đúc hoặc tiền giấy có khả năng đổi ra vàng còn được lưu thông, *hàm lượng vàng chứa trong 1 đơn vị tiền tệ chuẩn đại diện cho tiêu chuẩn giá cả*. Ví dụ: Hàm lượng vàng của Bảng Anh năm 1870 là 124,274 grain, tương đương với 7,32238 gam vàng nguyên chất, hàm lượng vàng của đôla Mỹ công bố tháng 1 năm 1939 là 0,888671. Ngày nay, khi tiền giấy không còn được đổi ra vàng nữa thì tiêu chuẩn giá cả phụ thuộc vào sức mua của đơn vị tiền tệ chuẩn đối với hàng hoá.
- Ngày nay, một đồng tiền muốn được sử dụng rộng rãi trong cả nước làm đơn vị tính toán để đo lường giá trị hàng hoá phải được nhà nước chính thức định nghĩa, theo những tiêu chuẩn nhất định. Nói cách khác đồng tiền đó phải được pháp luật qui định và bảo vệ. Nhưng đây chỉ là điều kiện cần, chưa phải là điều kiện đủ. Điều kiện đủ là phải được dân chúng chấp nhận sử dụng. Song muốn được dân chúng chấp nhận, đơn vị tính toán đó phải có một giá trị ổn định lâu dài. Trong lịch sử tiền tệ của các nước, không thiếu những trường hợp dân chúng lại sử dụng một đơn vị đo lường giá trị khác với đơn vị đo lường giá trị do nhà nước qui định. Chẳng hạn, thời kỳ nội chiến ở Mỹ, chính phủ phát hành tờ dollar xanh là tiền tệ chính thức thay thế cho đồng dollar vàng nhưng các nhà doanh nghiệp vẫn giữ dollar vàng làm đơn vị tính toán. Hay ở trong nước trước đây, mặc dù giấy bạc ngân hàng nhà nước (đồng Việt nam) là đồng tiền chính thức nhưng đại bộ phận dân chúng vẫn dùng vàng hay đô la Mỹ làm đơn vị tính toán giá trị khi mua bán các hàng hoá có giá trị lớn như nhà cửa, xe máy.
- Việc đưa tiền tệ vào để đo giá trị của hàng hoá làm cho việc tính toán giá hàng hoá trong trao đổi trở nên đơn giản hơn nhiều so với khi chưa có tiền. Để thấy rõ được điều này, hãy thử hình dung một nền kinh tế không dùng tiền tệ: Nếu nền kinh tế này chỉ có 3 mặt hàng cần trao đổi, ví dụ gạo, vải và các buổi chiếu phim, thì chúng ta chỉ cần biết 3 giá để trao đổi thứ này lấy thứ khác: giá của gạo tính bằng vải, giá của gạo tính buổi chiếu phim và giá của buổi chiếu phim tính bằng

¹⁷ The meter is the length of the path travelled by light in vacuum during a time interval of 1/299 792 458 of a second.

vải. Song nếu có 10 mặt hàng cần trao đổi thay vì chỉ có 3 như trên thì chúng ta sẽ cần biết 45 giá để trao đổi một thứ hàng này với một thứ hàng khác; với 100 mặt hàng, chúng ta cần tới 4950 giá; và với 1000 mặt hàng cần 499.500 giá (công thức $\frac{N(N-1)}{2}$). Sẽ thật khó khăn cho bạn gái nào khi ra chợ, để quyết định gà hay cá rẻ hơn trong khi 1kg gà được định bằng 0,7 kg chả, 1 kg cá chép được định bằng 8 kg đỗ. Để chắc chắn rằng bạn gái này có thể so sánh giá của tất cả các mặt hàng trong chợ (giả sử chợ có 50 mặt hàng), bảng giá của mỗi mặt hàng sẽ phải kê ra tới 49 giá khác nhau và sẽ rất khó khăn để đọc và nhớ hết chúng. Nhưng khi đưa tiền vào, chúng ta có thể định giá các mặt hàng bằng đơn vị tiền. Giờ thì với 10 mặt hàng chúng ta chỉ cần 10 giá, 100 mặt hàng thì 100 giá, v.v.. và tại siêu thị có 1000 mặt hàng nay chỉ cần 1000 giá để xem chứ không cần 499.500!

- Thêm nữa, nhờ có chức năng này, mọi hình thức giá trị dù tồn tại dưới dạng nào đi nữa cũng có thể dùng tiền tệ để định lượng một cách cụ thể. Chẳng hạn để tính tổng giá trị tài sản của một cá nhân, ta phải cộng giá trị của cái nhà anh ta đang ở, giá trị các trong thiết bị trong nhà, các đồ vật quý v.v... Sẽ không thể có được kết quả nếu không có sự tham gia của tiền tệ vì không có cách nào để cộng giá trị của các tài sản đó (có bản chất tự nhiên khác nhau) với nhau được. Nhưng một khi qui tất cả các giá trị đó ra tiền tệ thì công việc thật đơn giản. Chính vì vậy mà ngày nay việc định lượng và đánh giá, từ GDP, thu nhập, thuế khoá, chi phí sản xuất, vay nợ, trả nợ, giá trị hàng hoá, dịch vụ cho đến sở hữu... đều có thể thực hiện được dễ dàng.
- Chức năng này nhấn mạnh vai trò thước đo giá trị của tiền tệ trong các hợp đồng kinh tế. Chẳng hạn, trong các hợp đồng ngoại thương, khi sử dụng một đồng tiền làm đơn vị tính giá, điều cần quan tâm là phải phòng ngừa nguy cơ do sự mất giá của đồng tiền đó, khiến cho vai trò thước đo giá trị của nó bị giảm sút. Một cách cụ thể hơn, nếu các hợp đồng ngoại thương được định giá bằng đồng ngoại tệ thì sự biến động của tỷ giá hối đoái sẽ tạo rủi ro cho các bên tham gia hợp đồng. Để phòng ngừa chỉ có hai cách: một là định giá bằng đồng nội tệ hoặc cố định tỷ giá (tầm vĩ mô là chính sách tỷ giá cố định, còn tầm vi mô là các hợp đồng mua bán ngoại tệ mang tính chất bảo hiểm (option) hoặc tự bảo hiểm-hedging (forward)).

3.3. Cất trữ giá trị (Store of Value)

- Khi tạm thời *chưa có nhu cầu sử dụng* tiền tệ làm phương tiện trao đổi và thanh

toán, nó được cất trữ lại để dành cho những nhu cầu giao dịch trong tương lai. Khi đó, tiền có tác dụng như một nơi chứa giá trị, nơi chứa sức mua hàng qua thời gian¹⁸.

- Đây là một chức năng rất hữu ích. Bởi sẽ là *bất tiện và tốn kém nếu ta phải bán hàng hoá của mình mỗi khi cần tiền để mua hàng hoá khác*. Mà ngay cả khi đó, chúng ta vẫn *cảm tiền như là phương tiện để cất trữ giá trị trong suốt khoảng thời gian từ lúc bán đến lúc mua cái khác*.
- Khi cất trữ, điều đặc biệt quan trọng là tiền tệ phải giữ nguyên giá trị hay sức mua hàng qua thời gian. Vì vậy, đồng tiền đem cất trữ phải đảm bảo yêu cầu: Giá trị của nó phải ổn định. Sẽ không ai dự trữ tiền khi biết rằng đồng tiền mà mình cầm hôm nay sẽ bị giảm giá trị hoặc mất giá trị trong tương lai, khi cần đến cho các nhu cầu trao đổi, thanh toán. Chính vì vậy mà trước đây để làm phương tiện dự trữ giá trị, tiền phải là vàng hay tiền giấy tự do đổi ra vàng. Còn ngày nay, đó là các đồng tiền có sức mua ổn định.
- Tiền không phải là nơi cất trữ giá trị duy nhất. Một tài sản bất kỳ như cổ phiếu, trái phiếu, đất đai, nhà cửa, kim loại quý cũng đều là phương tiện cất trữ giá trị. Nhiều thứ trong số những tài sản đó lại xét thấy có lợi hơn so với tiền về mặt chứa giá trị, chúng có thể đem lại cho người chủ sở hữu một khoản lãi suất hoặc thu nhập (cổ phiếu, trái phiếu) hoặc một giá trị sử dụng khác (nhà cửa). Trong khi đó, tiền mặt có thể sẽ trở thành nơi cất trữ giá trị tồi nếu giá cả hàng hoá tăng nhanh. Song một câu hỏi đặt ra ở đây là tại sao người ta vẫn giữ tiền nếu nó không phải là nơi cất trữ giá trị tốt nhất. Điều này liên quan đến một khái niệm gọi là tính lỏng (liquidity), tính lỏng phản ánh khả năng chuyển một cách dễ dàng và nhanh chóng của một loại tài sản thành tiền mặt (một phương tiện trao đổi)¹⁹. Khi xét dưới góc độ như vậy thì tiền sẽ là một tài sản lỏng nhất. Khi có nhu cầu trao đổi, các tài sản khác (không phải là tiền tệ) sẽ đòi hỏi chi phí để chuyển thành phương tiện trao đổi. Ví dụ: khi bạn bán nhà, nhiều khi bạn phải trả một khoản phí cho người môi giới, và nếu cần tiền ngay bạn còn phải bán rẻ. Chính vì vậy, với mục đích cất trữ giá trị cho những nhu cầu trong tương lai gần, người ta có xu hướng cất trữ giá trị dưới dạng tiền. Song vì tiền, nhất là tiền giấy ngày nay, không có một sự đảm bảo

¹⁸ Bởi vì tiền có tính chất đặc biệt là có thể đổi lấy một lượng giá trị hàng hoá hay dịch vụ. Do vậy việc cất trữ tiền cũng tương tự như cất trữ một lượng giá trị hàng hoá hay dịch vụ mà nó có thể đổi được.

¹⁹ Tính lỏng được gọi một cách chính xác hơn là tính thanh khoản, tức là khả năng chuyển một tài sản thành phương tiện thanh toán để chi trả cho một khoản nợ hay một khoản chi tiêu. Tính thanh khoản được xét trên hai khía cạnh: kịp thời (hay nhanh) và đủ lượng. Như vậy một tài sản được coi là có tính thanh khoản cao khi người ta có thể bán nó bất cứ lúc nào họ muốn và bán được đúng giá trị của nó. Để có tính thanh khoản cao thì thị trường mua bán tài sản đó phải phát triển.

chắc chắn về sự nguyên vẹn giá trị từ khi nhận cho đến khi đem ra sử dụng nên tiền sẽ không phải là cách lựa chọn tốt nhất khi muốn dự trữ giá trị trong thời gian dài.

4. Khái niệm về tài chính

Mọi quá trình sản xuất trong nền kinh tế đều bao gồm 4 khâu: sản xuất – phân phối – trao đổi – tiêu dùng. Trong khâu phân phối, giá trị sản phẩm sản xuất ra (hàng hoá hoặc dịch vụ) được phân chia cho các chủ thể đóng góp vào quá trình sản xuất ra các sản phẩm đó.

Về cơ bản, giá trị các sản phẩm sản xuất ra được chia thành:

- Phần bù đắp những chi phí đã bỏ ra trong quá trình sản xuất hàng hóa hoặc tiến hành dịch vụ như chi phí khấu hao tài sản cố định, chi phí nguyên vật liệu đầu vào, chi phí cho các dịch vụ mua ngoài...
- Phần trả cho hao phí sức lao động của những người lao động.
- Phần còn lại sau khi đã trang trải cho các chi phí trên là lợi nhuận của doanh nghiệp.

Các sản phẩm sản xuất ra phải được thực hiện giá trị trên thị trường (tức là được đem bán trên thị trường) trước khi có thể đem phân phối. Điều đó cũng có nghĩa là những sản phẩm nào sản xuất ra mà không được thị trường chấp nhận (không bán được) thì giá trị của chúng sẽ không được thực hiện và do đó không thể đem phân phối²⁰. Với sự ra đời của tiền tệ, giá trị của sản phẩm sản xuất ra sau khi được thực hiện sẽ tồn tại dưới hình thái tiền tệ. Quá trình phân phối vì thế được thực hiện dưới dạng phân chia khoản thu bằng tiền sau khi bán sản phẩm. Kết quả của quá trình phân phối này là *sự hình thành các quỹ tiền tệ trong xã hội*, bao gồm *quỹ tiền tệ của các doanh nghiệp* và *quỹ tiền tệ của dân cư*. Quá trình phân phối này được gọi là *phân phối lần đầu*.

Để đáp ứng nhu cầu của mình, các chủ thể trong nền kinh tế lại tiếp tục phân chia các quỹ tiền tệ của mình và sử dụng chúng, dẫn đến việc hình thành các quỹ tiền tệ mới. Các quá trình phân phối này được gọi là *phân phối lại (tái phân phối)*. Chẳng hạn, quỹ tiền tệ của doanh nghiệp được trích một phần để tích lũy phục vụ cho tái sản xuất mở rộng tạo nên quỹ tích lũy của doanh nghiệp, phần còn lại được chia cho những người đóng góp vốn vào doanh nghiệp, tạo nên các quỹ tiền tệ của các chủ thể góp vốn; Quỹ tiền tệ của dân cư được chia thành quỹ tiêu dùng và quỹ tiết kiệm. Phần quỹ tiền tệ nhàn rỗi của các chủ thể kinh tế này (quỹ tiết kiệm của dân cư, quỹ tích lũy chưa dùng của doanh nghiệp) sẽ được chuyển cho các chủ thể kinh tế có nhu cầu chi tiêu hoặc đầu tư vượt quá quỹ tiền tệ của mình dưới hình thức cho vay hoặc góp vốn. Một phần quỹ tiền tệ của các chủ thể

trong nền kinh tế cũng có thể được trích để hình thành những quỹ tập trung cho các mục tiêu nhất định ví dụ quỹ bảo hiểm, quỹ hưu trí v.v...

Đặc biệt, với sự ra đời của nhà nước, một quỹ tiền tệ tập trung khổng lồ đã được hình thành trên cơ sở đóng góp của các chủ thể kinh tế trong xã hội để tài trợ cho các hoạt động của nhà nước. Quá trình hình thành và sử dụng quỹ tiền tệ này làm hình thành nên các quan hệ phân phối diễn ra giữa nhà nước và các chủ thể kinh tế khác trong xã hội. Ví dụ quan hệ nộp thuế của các doanh nghiệp, dân cư cho nhà nước, hoặc quan hệ tài trợ, trợ cấp của nhà nước đối với các doanh nghiệp, dân cư...

Sự vận động của các luồng giá trị dưới hình thái tiền tệ giữa các quỹ tiền tệ do kết quả của việc tạo lập và sử dụng các quỹ này nhằm đáp ứng các nhu cầu chi tiêu hoặc tích lũy của các chủ thể kinh tế là biểu hiện bề ngoài của phạm trù tài chính.

Các quỹ tiền tệ trong nền kinh tế có thể chia thành 5 nhóm chính:

- Quỹ tiền tệ của các doanh nghiệp sản xuất hàng hoá và cung ứng dịch vụ. Đây là quỹ tiền tệ của khâu trực tiếp sản xuất kinh doanh.
- Quỹ tiền tệ của các tổ chức tài chính trung gian.
- Quỹ tiền tệ của nhà nước, trong đó quỹ ngân sách nhà nước là quỹ tiền tệ lớn nhất và quan trọng nhất của nhà nước. Đây là quỹ tiền tệ mà nhà nước sử dụng một cách tập trung để giải quyết các vấn đề phát triển kinh tế xã hội.
- Quỹ tiền tệ của khu vực dân cư.
- Quỹ tiền tệ của các tổ chức chính trị, xã hội.

Các quỹ tiền tệ không chỉ hình thành từ việc thực hiện giá trị các sản phẩm được sản xuất ra mà còn có thể được *tạo ra từ các tài sản dưới dạng hiện vật có khả năng chuyển thành tiền*. Xét trên phạm vi quốc gia, các quỹ tiền tệ có thể hình thành không chỉ từ các luồng tiền tệ trong nước mà còn từ các luồng tiền tệ huy động từ nước ngoài vào. *Tổng hợp tất cả các quỹ tiền tệ và các tài sản hiện vật có khả năng chuyển hóa thành tiền được gọi là các nguồn tài chính (financial resources)*²¹. Các nguồn tài chính là cơ sở và đối tượng của hoạt động phân phối nhằm đáp ứng các nhu cầu của các chủ thể trong nền kinh tế.

Trên cơ sở những phân tích trên, có thể rút ra định nghĩa về tài chính như sau:

Tài chính là quá trình phân phối các nguồn tài chính (hay vốn) nhằm đáp ứng nhu cầu của các chủ thể kinh tế. Hoạt động tài chính luôn gắn liền với sự vận động độc lập tương đối của các luồng giá trị dưới hình thái tiền tệ thông qua việc hình thành và sử dụng các quỹ tiền tệ trong nền kinh tế.

²¹ Hay còn gọi là vốn. Vốn là biểu hiện bằng tiền của giá trị tài sản. Tài sản tồn tại dưới hai hình thức là hiện vật (tài sản hiện vật) và tiền tệ (tài sản tiền tệ), tương ứng có vốn hiện vật và vốn tiền tệ. Bộ phận vốn tiền tệ được dành cho một mục đích nhất định được gọi là quỹ tiền tệ.

²⁰ Các sản phẩm được thực hiện về giá trị được gọi là sản phẩm xã hội.

Để làm rõ hơn khái niệm tài chính, cần so sánh nó với các khái niệm có liên quan hoặc có nhiều điểm tương đồng, đó là tiền tệ và thương mại. Trong thương mại, tiền tệ đóng vai trò là vật trung gian môi giới trong trao đổi hàng hoá, là phương tiện giúp cho quá trình trao đổi được diễn ra dễ dàng và hiệu quả hơn. Sự vận động của tiền tệ ở đây luôn gắn liền với sự vận động của hàng hoá và dịch vụ tham gia vào quá trình trao đổi. Trong tài chính, hoạt động phân phối vốn giữa các chủ thể kinh tế được thực hiện thông qua việc tạo lập và sử dụng quỹ tiền tệ. Biểu hiện bề ngoài của hoạt động tài chính là sự di chuyển của các dòng tiền tệ, tuy nhiên bản chất của tài chính là phân phối các sản phẩm tạo ra trong nền kinh tế dưới hình thức giá trị tức là phải thông qua tiền tệ để phân phối nên trong tài chính tiền tệ cũng chỉ là phương tiện chứ không phải là đối tượng của phân phối, sản phẩm mới là đối tượng của phân phối. Nói cách khác tài chính được *đặc trưng bằng sự vận động độc lập tương đối của tiền tệ với sự vận động của hàng hoá, dịch vụ*²² nhờ chức năng phương tiện trao đổi và phương tiện cất trữ giá trị của tiền tệ²³.

Quá trình phân phối trong tài chính *không chỉ diễn ra giữa các chủ thể kinh tế mà còn diễn ra trong nội bộ chủ thể kinh tế đó*, liên quan đến việc phân chia quỹ tiền tệ của chủ thể kinh tế cho các mục đích sử dụng khác nhau của mình. Việc hình thành các quỹ tiền tệ cho các mục đích nhất định của chủ thể kinh tế cũng không chỉ bắt nguồn từ quỹ tiền tệ mà chủ thể kinh tế sở hữu mà *còn bao gồm cả các nguồn tài chính từ bên ngoài* mà chủ thể có thể huy động được để phục vụ cho các mục đích của mình. Ví dụ: để hình thành một quỹ tiền tệ nhằm tài trợ cho một hoạt động đầu tư của mình, doanh nghiệp không chỉ lấy từ quỹ tiền tệ mà mình sở hữu mà còn từ các hình thức huy động bên ngoài dưới dạng vay mượn hoặc kêu gọi góp vốn.

Có 4 phương pháp phân phối trong tài chính và tương ứng với nó là 4 loại quan hệ tài chính sau:

- **Quan hệ tài chính hoàn trả:** ví dụ quan hệ tín dụng.
- **Quan hệ tài chính hoàn trả có điều kiện và không tương đương:** ví dụ quan hệ bảo hiểm.
- **Quan hệ tài chính không hoàn trả:** ví dụ quan hệ ngân sách nhà nước, cụ thể là quan hệ thu nộp thuế, trợ cấp, hỗ trợ, cung cấp dịch vụ công cộng miễn phí (như dịch vụ an ninh, chiếu sáng đô thị...) hoặc người sử dụng chỉ đóng góp một phần (như giáo dục, y tế...).

²² Trong tài chính, chỉ có sự di chuyển của tiền tệ, không kèm theo sự di chuyển của hàng hoá như trong thương mại, vì vậy ta nói có sự vận động độc lập của tiền tệ (độc lập với hàng hoá). Tuy nhiên sự độc lập này chỉ là tương đối vì tiền tệ chỉ là phương tiện chứ đối tượng phân phối vẫn là hàng hoá.

²³ Do tiền tệ có chức năng phương tiện trao đổi nên thay vì phân phối bằng hàng hoá, ta chỉ cần phân phối bằng tiền tệ rồi khi cần sẽ đổi ra hàng hoá. Chức năng phương tiện cất trữ giá trị của tiền tệ giúp các quỹ tiền tệ có thể tồn tại như là một kho cất trữ giá trị.

- **Quan hệ tài chính nội bộ** trong mỗi chủ thể kinh tế, được xem xét khi cần cân đối giữa các mục đích chi tiêu. Với doanh nghiệp gồm các quan hệ phân phối lợi nhuận cho mục tiêu phát triển kinh doanh, cho khen thưởng người lao động và trả lãi cho người góp vốn; phân phối vốn cho các nhu cầu mua sắm từng loại tài sản để đảm bảo cơ cấu vốn đầu tư hợp lý... Với Nhà nước gồm có phân phối giữa các cấp chính quyền Trung ương và địa phương, cho các ngành kinh tế quốc dân, trích lập các quỹ. Với gia đình quan trọng nhất là phân phối cho mục đích tích lũy và tiêu dùng theo tỉ lệ như thế nào cho hợp lý và thứ tự ưu tiên mua sắm.

Tài chính, với tư cách là một lĩnh vực khoa học, nghiên cứu về cách thức phân bổ các nguồn lực tài chính hạn chế (scarce resources) qua thời gian. Có hai đặc điểm phân biệt các quyết định tài chính với các quyết định phân bổ nguồn lực khác là 1/ diễn ra trong một khoảng thời gian và 2/ luôn không thể biết trước một cách chắc chắn. Ví dụ: Để quyết định đầu tư vào một dự án, chúng ta phải so sánh các chi phí mà mình phải bỏ ra cho dự án đó với các khoản thu dự tính từ dự án đó. Toàn bộ quá trình đầu tư kéo dài trong một khoảng thời gian nhất định và rất khó có thể đảm bảo chắc được chính xác giá trị các khoản thu đó. Ngay cả khoản chi phí phải bỏ ra cũng thường không thể dự đoán chính xác được. Hơn nữa, khi đưa ra một quyết định tài chính, chúng ta phải đánh đổi chi phí cơ hội của việc sử dụng một nguồn lực tài chính cho những ích lợi có thể thu được từ quyết định sử dụng vốn của mình. Chính sự giới hạn về nguồn lực tài chính và sự không chắc chắn về lợi ích của việc sử dụng nguồn lực tài chính đòi hỏi chúng ta luôn phải cân nhắc giữa chi phí cơ hội và lợi ích của việc sử dụng vốn và quản trị những rủi ro có thể nảy sinh trong quá trình sử dụng vốn.

Các quyết định tài chính mà một hộ gia đình sẽ gặp phải:

1. Phân chia giữa tiêu dùng và tiết kiệm
2. Lựa chọn danh mục đầu tư cho khoản tiền tiết kiệm
3. Quyết định cách thức tài trợ cho chi tiêu
4. Quản lý rủi ro gắn liền với các hoạt động tài chính của mình

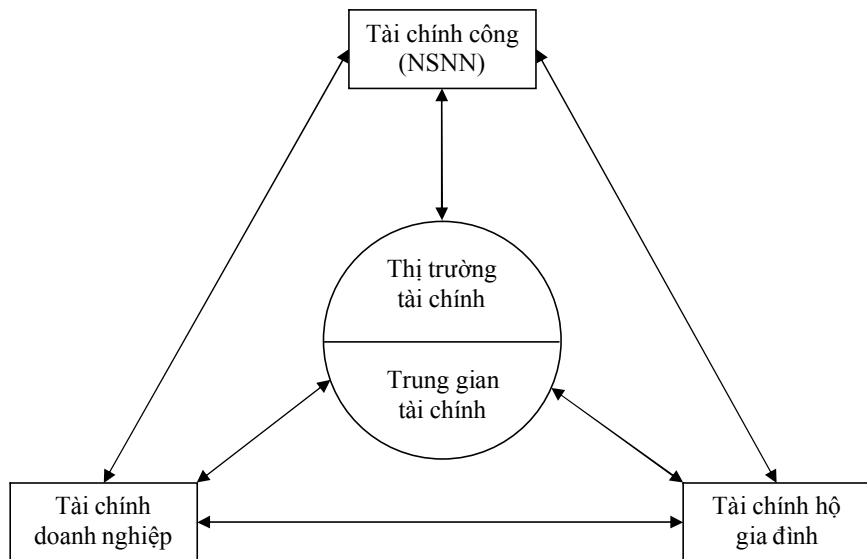
Các quyết định tài chính mà một doanh nghiệp sẽ gặp phải:

1. Xác định chiến lược đầu tư (strategic planning)
2. Lập ngân sách mua sắm (capital budgeting process)
3. Xác định cấu trúc vốn huy động (capital structure)
4. Quản lý vốn lưu động (working capital management)

5. Hệ thống tài chính

Trong nền kinh tế, các quan hệ tài chính xuất hiện đan xen nhau, liên hệ, tác động ràng buộc lẫn nhau trong một thể thống nhất gọi là hệ thống tài chính. Căn cứ vào hoạt động

của ba chủ thể kinh tế chủ yếu trong nền kinh tế là nhà nước, doanh nghiệp và hộ gia đình, có thể xếp các quan hệ tài chính thành ba bộ phận tài chính lớn là tài chính công (mà trọng tâm là Ngân sách nhà nước), tài chính doanh nghiệp và tài chính hộ gia đình. Mỗi liên hệ giữa ba bộ phận tài chính này được biểu thị bằng sơ đồ sau:



Mỗi bộ phận tài chính đều bao gồm các quan hệ tài chính nảy sinh trong nội bộ chủ thể kinh tế và giữa các chủ thể kinh tế với nhau nhằm giúp cho các chủ thể kinh tế đạt được mục tiêu kinh tế cuối cùng của mình.

Tài chính doanh nghiệp: Mục đích kinh tế cuối cùng của các doanh nghiệp là tạo ra lợi nhuận. Chính vì vậy, mọi hoạt động của tài chính doanh nghiệp, từ việc huy động các nguồn vốn để tài trợ cho hoạt động kinh doanh, phân phối các nguồn lực tài chính cho các dự án kinh doanh của doanh nghiệp, cho đến việc quản lý quá trình sử dụng vốn, tất cả đều phải hướng vào việc tối đa hoá khả năng sinh lời của đồng vốn đầu tư. Do tính chất hoạt động như vậy nên tài chính doanh nghiệp đóng vai trò quan trọng trong việc tạo ra các nguồn lực tài chính mới cho nền kinh tế.

Tài chính hộ gia đình: Mục đích cuối cùng của các hộ gia đình là thoả mãn tối đa các nhu cầu tiêu dùng trên cơ sở các nguồn thu nhập hiện tại và tương lai. Tài chính hộ gia đình vì vậy sẽ tập trung vào việc phân bổ các nguồn lực tài chính đang có và sẽ có trong tương lai cho các nhu cầu tiêu dùng hiện tại và tương lai sao cho hiệu quả nhất. Nó bao gồm các hoạt động phân bổ các nguồn thu nhập cho các nhu cầu tiêu dùng và tích lũy²⁴,

²⁴ Tích lũy là việc hy sinh nhu cầu tiêu dùng hiện tại cho nhu cầu tiêu dùng trong tương lai với hy vọng việc lùi lại kế hoạch tiêu dùng sẽ đem lại nhiều ích lợi hơn.

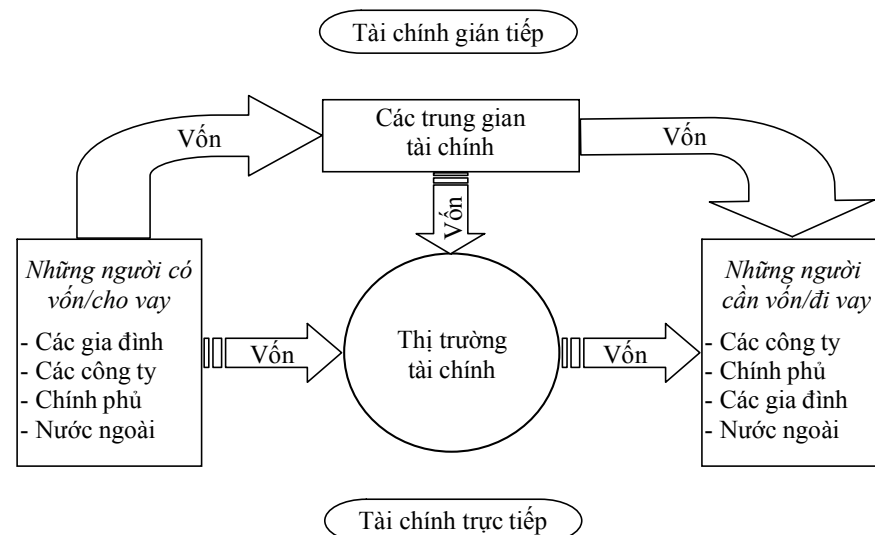
lựa chọn các tài sản nắm giữ nhằm giảm thiểu rủi ro và phù hợp với kế hoạch tiêu dùng của các cá nhân trong gia đình.

Phần lớn nguồn lực tài chính cho hoạt động của các doanh nghiệp là có nguồn gốc từ các hộ gia đình. Hơn nữa, kế hoạch tiêu dùng của các hộ gia đình cũng có ảnh hưởng mạnh mẽ tới hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp vì xét đến cùng các hộ gia đình là đối tượng phục vụ của các doanh nghiệp. Do vậy, tài chính hộ gia đình có mối liên hệ hữu cơ với tài chính doanh nghiệp.

Tài chính công: Hoạt động mang tính chất kinh tế của nhà nước bao gồm cung cấp các dịch vụ công cộng và điều tiết kinh tế vĩ mô. Tài chính công vì vậy sẽ không chỉ tập trung vào việc huy động nguồn lực để tài trợ cho các hoạt động của nhà nước hay phân bổ tối ưu các nguồn lực đó cho các mục đích chỉ tiêu của nhà nước mà còn phải đảm bảo giúp nhà nước thực hiện hiệu quả vai trò điều tiết kinh tế vĩ mô của mình.

Hoạt động của tài chính công có ảnh hưởng to lớn tới hai bộ phận tài chính còn lại. Một mặt, các chính sách huy động vốn và chi tiêu của NSNN có ảnh hưởng rộng khắp tới mọi chủ thể trong nền kinh tế. Mặt khác, tác động điều tiết vĩ mô của tài chính công là hướng tới việc điều chỉnh hành vi của các chủ thể trong nền kinh tế.

Thị trường tài chính và trung gian tài chính: Trong nền kinh tế, vốn được lưu chuyển từ nơi thừa đến nơi thiếu theo hai kênh:



- Kênh dẫn vốn trực tiếp hay còn gọi là **kênh tài chính trực tiếp**: là kênh dẫn vốn trong đó vốn được dẫn thẳng từ người sở hữu vốn sang người sử dụng vốn. Nói

cách khác, những người thiếu vốn trực tiếp huy động vốn từ những người thừa vốn trên thị trường tài chính.

- Kênh dẫn vốn gián tiếp hay còn gọi là **kênh tài chính gián tiếp**: là kênh dẫn vốn trong đó vốn từ người sở hữu vốn sang người sử dụng vốn thông qua các trung gian tài chính²⁵. Các trung gian tài chính thực hiện việc tập hợp các khoản vốn nhàn rỗi lại rồi cho vay, vì thế những người sử dụng vốn và những người cung cấp vốn không liên hệ trực tiếp với nhau trong kênh này.

Những người cung cấp vốn chủ yếu là các cá nhân hay hộ gia đình, ngoài ra các công ty, chính phủ hoặc nước ngoài đôi khi cũng có dư thừa vốn tạm thời và vì vậy có thể đem cho vay. Những người đi vay vốn quan trọng nhất là các công ty và chính phủ, ngoài ra còn có các cá nhân (hay hộ gia đình) và nước ngoài. Nhu cầu vay vốn không chỉ để đầu tư kinh doanh mà còn dùng để thoả mãn nhu cầu chi tiêu trước mắt.

Trong nền kinh tế hiện đại, các thị trường tài chính và trung gian tài chính không giới hạn hoạt động chỉ trong chức năng truyền thống là lưu chuyển vốn từ nơi thừa đến nơi thiếu mà còn cung cấp nhiều phương tiện khác nhằm giúp phân bổ hiệu quả các nguồn lực tài chính của nền kinh tế. Cụ thể các thị trường tài chính và trung gian tài chính:

- Cung cấp phương tiện để lưu chuyển các nguồn lực qua thời gian, giữa các quốc gia và giữa các ngành.
- Cung cấp phương tiện để quản lý rủi ro.
- Cung cấp phương tiện để thực hiện việc thanh toán trong thương mại được thuận lợi hơn.
- Tạo ra cơ chế để tập trung các nguồn lực hoặc chia nhỏ quyền sở hữu các doanh nghiệp.
- Cung cấp thông tin về giá cả nhằm hỗ trợ cho việc phi tập trung quá trình ra quyết định.
- Cung cấp cách thức giải quyết với các vấn đề về “động cơ - incentives” gây ra bởi tình trạng thông tin bất cân xứng.

Để sử dụng nguồn lực tài chính (hay vốn) của mình một cách hiệu quả, các chủ thể kinh tế phải dựa vào các chức năng và dịch vụ mà thị trường tài chính và trung gian tài chính cung cấp. Như vậy, nếu như ba bộ phận tài chính ở trên hoạt động hướng tới mục tiêu của chủ thể kinh tế thì thị trường tài chính và trung gian tài chính hoạt động nhằm hỗ trợ cho hoạt động của ba bộ phận tài chính nói trên. Do vậy hoạt động của chúng có ảnh hưởng to lớn tới hoạt động của ba bộ phận trên.

²⁵ Trung gian tài chính phổ biến nhất là các ngân hàng, rồi đến các công ty tài chính, công ty bảo hiểm, các quỹ hưu trí, các công ty chứng khoán, quỹ đầu tư .v.v...

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Để một vật được chọn làm tiền tệ thì nó phải thoả mãn những điều kiện gì? Hãy sử dụng tiền vàng và tiền giấy để minh họa.
2. Các điều kiện tiền đề cho quá trình quốc tế hóa đồng tiền một quốc gia là gì? Minh họa bằng đồng USD, JPY.
3. Điều kiện tiền đề cho sự ra đời và động lực thúc đẩy sự phát triển của các hình thái tiền tệ là gì?
4. Tại sao nói “Tiền giấy ngày nay thực chất là các giấy nợ (IOU) đặc biệt của NHTW nợ những người nắm giữ chúng”? Có thể hiểu tương tự với tiền tín dụng được không?
5. Tiền tín dụng do các ngân hàng phát hành có như nhau không? Tại sao người ta lại chọn sử dụng tiền tín dụng do ngân hàng này phát hành mà không sử dụng tiền tín dụng do ngân hàng khác phát hành?
6. Tìm hiểu về các phương tiện được sử dụng để chi tiêu tiền tín dụng (ví dụ: ủy nhiệm chi, ủy nhiệm thu, séc, séc du lịch, séc ngân hàng – bank draft...) ở Việt nam và trên thế giới về các khía cạnh: quy trình thanh toán, các văn bản pháp luật điều chỉnh, ưu nhược điểm từng phương tiện trong quá trình sử dụng, tình hình sử dụng các phương tiện này ở Việt nam và trên thế giới. (Gợi ý nơi tìm thông tin: các doanh nghiệp, ngân hàng, mạng internet, CD Luật Việt nam, sách tập hợp các văn bản liên quan đến tài chính – ngân hàng).
7. Phân biệt séc thông thường với séc du lịch và séc ngân hàng (bank draft). Tại sao khi ra nước ngoài người ta lại phải dùng séc du lịch mà không sử dụng séc thông thường?
8. Tìm hiểu về các hình thức thẻ thanh toán tại Việt nam: thủ tục đăng ký sử dụng, chi phí sử dụng, quy trình thanh toán, ưu – nhược điểm và tình hình sử dụng hình thức thanh toán thẻ tại Việt nam.
9. Hãy giả thiết là ngân hàng đảm bảo cho bạn sự an toàn tuyệt đối khi dùng phương thức thanh toán điện tử. Bạn có quyết định chuyển sang dùng tiền điện tử ngay không?
10. Phân tích các chức năng của tiền tệ và mối quan hệ giữa chúng.
11. Trong các chức năng cơ bản của tiền tệ, chức năng nào phản ánh rõ nhất bản chất tiền tệ? Tại sao?
12. Phân tích các điều kiện để tiền tệ thực hiện tốt các chức năng của mình.
13. Để thực hiện tốt chức năng phương tiện trao đổi, có nhất thiết là tiền tệ phải có giá trị đầy đủ như tiền vàng hay không? Tại sao?

14. Tiền tệ không phải là nơi cất trữ giá trị tốt nhất nhưng tại sao người ta vẫn muốn nắm giữ tiền?
15. Vì sao một số nhà kinh tế đã mô tả tiền trong thời kỳ siêu lạm phát như là một “củ khoai tây nóng”, nó được chuyển nhanh từ một người này sang một người khác?
16. Vào những năm 80, để chống lạm phát, NHNN Việt nam đã quyết định nâng lãi suất tiền gửi ngân hàng lên cao hơn tốc độ lạm phát, kết quả là mọi người đổ xô đi gửi tiền vào ngân hàng. Tại sao tiền tín dụng cũng có bản chất giống như tiền giấy là đồng tiền có giá trị danh nghĩa nhưng người dân Việt nam khi đó vẫn thích nắm tiền tín dụng hơn?
17. Sắp xếp những tài sản sau đây theo thứ tự giảm dần về tính lỏng: tiền gửi tài khoản séc, nhà, tiền mặt, tiền gửi tiết kiệm, cổ phiếu, xe máy.

Chương 2. Thị trường tài chính

Chương này giúp cho sinh viên hiểu được thị trường tài chính đã thực hiện việc phân bổ các nguồn vốn như thế nào trong nền kinh tế như thế nào. Cụ thể, sinh viên sẽ nắm được:

- Cách thức tổ chức, hoạt động của thị trường tài chính
- Các công cụ tài chính được sử dụng để lưu thông vốn trên thị trường tài chính

1. Khái niệm

Thị trường tài chính là nơi diễn ra các hoạt động mua bán, chuyển nhượng quyền sử dụng các khoản vốn ngắn hạn hoặc dài hạn thông qua các công cụ tài chính nhất định (financial instruments).

Các công cụ tài chính (financial instruments) này được gọi là các chứng khoán (securities). Chứng khoán là những trái quyền - claims (quyền được hưởng) đối với thu nhập hoặc tài sản tương lai của nhà phát hành.

Chứng khoán bao gồm hai loại: **chứng khoán nợ** – debt securities – là chứng khoán xác nhận quyền được nhận lại khoản vốn đã ứng trước cho nhà phát hành vay khi chứng khoán đáo hạn cũng như quyền được đòi những khoản lãi theo thoả thuận từ việc cho vay²⁶ và **chứng khoán vốn** – equity securities – là chứng khoán xác nhận quyền được sở hữu một phần thu nhập và tài sản của công ty phát hành.

Những người cần vốn (thường là các công ty hay chính phủ) thông qua việc phát hành (bán) các chứng khoán để huy động vốn từ thị trường tài chính. Còn những người có tiền (các nhà đầu tư) bằng cách mua các chứng khoán đã cung cấp các khoản vốn cho các nhà phát hành. Như vậy các chứng khoán là tài sản có đối với người mua chứng nhưng lại là tài sản nợ đối với người phát hành ra chúng. Nói một cách khác, đối với những người cần vốn, chứng khoán là một phương tiện tài chính để huy động vốn đáp ứng nhu cầu vốn ngắn hạn hoặc dài hạn, còn đối với những người dư tiền, chứng khoán là một phương tiện đầu tư để hưởng những thu nhập nhất định.

Cùng với sự phát triển của hoạt động tài chính, ngoài chức năng lưu chuyển vốn từ nơi thừa đến nơi thiếu, thị trường tài chính còn cung cấp các phương tiện để quản lý những rủi ro liên quan đến các hoạt động lưu chuyển vốn này. Chính vì vậy, bên cạnh hai loại cơ bản là chứng khoán nợ và chứng khoán vốn, trên thị trường tài chính còn lưu thông các công cụ tài chính đặc biệt nhằm đáp ứng nhu cầu quản lý các rủi ro liên quan đến không chỉ các tài sản sản tài chính mà cả hàng hoá và tiền tệ. Các công cụ tài chính đặc biệt này được gọi là các công cụ phái sinh hay chứng khoán phái sinh (derivatives). Chứng khoán

²⁶ Chứng khoán nợ được xem là các công cụ tài chính có thu nhập cố định (fixed-income instruments) do nó cam kết trả cho những người sở hữu những khoản tiền cố định trong tương lai.

phái sinh có đặc điểm là giá trị của nó phụ thuộc vào mức độ biến động giá cả của các hàng hoá trên thị trường (bao gồm không chỉ chứng khoán nợ, chứng khoán vốn, mà cả ngoại hối và hàng hoá thông thường).

2. Cấu trúc thị trường tài chính

2.1. Căn cứ vào kỳ hạn của chứng khoán mua bán trên thị trường

Thị trường tài chính được phân thành hai loại thị trường cơ bản sau:

2.1.1. Thị trường tiền tệ (Money market)

Thị trường tiền tệ là thị trường mua bán các chứng khoán nợ ngắn hạn – short-term debt securities (có thời hạn đáo hạn từ một năm trở xuống).

Những người đi vay/phát hành trên thị trường này là những người đang thiếu hụt tạm thời về tiền tệ để đáp ứng cho các nhu cầu thanh toán. Thông qua các giao dịch mua bán quyền sử dụng vốn vay ngắn hạn, thị trường tiền tệ đã cung ứng một lượng tiền tệ cho họ để thoả mãn nhu cầu thanh toán. Cũng vì thế mà nó được gọi là “thị trường tiền tệ”.

Những người mua/cho vay trên thị trường tiền tệ là những người có vốn tạm thời nhàn rỗi, chưa muốn đầu tư hoặc đang tìm kiếm các cơ hội đầu tư, do vậy họ chuyển nhượng quyền sử dụng vốn của mình trong thời hạn ngắn để tranh thủ hưởng lãi. Đối với họ, việc đầu tư vào thị trường tiền tệ chỉ mang tính nhất thời, họ không quan tâm nhiều tới mức sinh lợi mà chủ yếu là vấn đề an toàn và tính thanh khoản để có thể rút vốn ngay khi cần.

Trên thị trường tiền tệ, do khối lượng giao dịch chứng khoán thường có qui mô lớn nên các nhà đầu tư (cho vay) thường là các ngân hàng, ngoài ra còn có các công ty tài chính hoặc phi tài chính, còn những người vay vốn thường là chính phủ, các công ty và ngân hàng.

Tuỳ theo phạm vi các chủ thể được tham gia giao dịch trên thị trường mà thị trường tiền tệ còn được chia thành thị trường liên ngân hàng (Interbank Market) – là thị trường tiền tệ mà các giao dịch về vốn chỉ diễn ra giữa các ngân hàng (kể cả NHTW) và thị trường mở (Open Market) – là thị trường tiền tệ mà ngoài các ngân hàng ra còn có các tổ chức phi ngân hàng tham gia. Ngoài ra trong thị trường tiền tệ còn có một thị trường bộ phận chuyên giao dịch các chứng khoán ngắn hạn được ghi bằng ngoại tệ, thị trường này được gọi là thị trường hối đoái (Foreign Exchange Market). Thị trường hối đoái ngoài các chứng khoán còn mua bán cả ngoại tệ tiền mặt và các phương tiện thanh toán ghi bằng ngoại tệ như séc ngoại tệ. Ở Việt nam, thị trường tiền tệ được tổ chức dưới các hình thức: thị trường nội tệ liên ngân hàng (đi vào hoạt động từ tháng 7 năm 1993) và thị trường ngoại tệ liên ngân hàng (đi vào hoạt động từ tháng 10 năm 1994).

2.1.2. Thị trường vốn (Capital market)

Thị trường vốn là thị trường mua bán các chứng khoán nợ dài hạn – long-term debt securities (có thời hạn đáo hạn trên một năm) và các chứng khoán vốn (equity securities).

Do các chứng khoán mua bán trên thị trường vốn có thời hạn dài nên các nhà phát hành có thể sử dụng vốn thu được để đầu tư vào sản xuất kinh doanh. Vì vậy thị trường vốn được coi là thị trường cung ứng vốn đầu tư cho nền kinh tế.

2.2. Căn cứ vào mục đích hoạt động của thị trường

Thị trường tài chính được chia thành thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp.

2.2.1. Thị trường sơ cấp (Primary market)

Thị trường sơ cấp là thị trường trong đó các chứng khoán mới được các nhà phát hành bán cho các khách hàng đầu tiên, và do vậy còn được gọi là thị trường phát hành.

Thị trường này cho phép các chủ thể kinh tế như các doanh nghiệp, các tổ chức tài chính, chính phủ... huy động vốn từ nền kinh tế bằng việc phát hành các chứng khoán mới.

Hoạt động giao dịch mua bán chứng khoán tại thị trường này chủ yếu diễn ra giữa các nhà phát hành và các nhà đầu tư lớn như các công ty chứng khoán, ngân hàng đầu tư hay công ty bảo hiểm... theo hình thức bán buôn. Các nhà đầu tư này khi đó đóng vai trò như nhà bảo lãnh cho đợt phát hành chứng khoán (underwriting securities), họ sẽ mua lại toàn bộ số chứng khoán phát hành ra theo mức giá thoả thuận (thường là thấp hơn mức giá công bố) để sau này bán lẻ ra thị trường cho các nhà đầu tư khác. Vì các thoả thuận về bảo lãnh chứng khoán thường được tổ chức riêng giữa các nhà bảo lãnh và nhà phát hành nên hoạt động giao dịch cụ thể tại thị trường này không được công khai cho mọi người.

2.2.2. Thị trường thứ cấp (Secondary market)

Thị trường thứ cấp là thị trường trong đó các chứng khoán đã được phát hành trên thị trường sơ cấp được mua đi bán lại, làm thay đổi quyền sở hữu chứng khoán.

Thị trường thứ cấp được xem như thị trường bán lẻ các chứng khoán để phân biệt với thị trường sơ cấp là thị trường bán buôn các chứng khoán.

Thị trường thứ cấp đảm bảo khả năng chuyển đổi chứng khoán thành tiền, cho phép những người giữ chứng khoán có thể rút ra khỏi sự đầu tư tại thời điểm nào mà họ mong muốn hoặc có thể thực hiện việc di chuyển đầu tư từ khu vực này sang khu vực khác.

Sự khác nhau chủ yếu giữa thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp là ở chỗ hoạt động của thị trường sơ cấp làm gia tăng thêm vốn cho nền kinh tế còn hoạt động của thị trường thứ cấp chỉ làm thay đổi quyền sở hữu các chứng khoán đã phát hành, mà không làm tăng thêm lượng vốn đầu tư cho nền kinh tế.

Giữa thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp có mối liên hệ tác động qua lại lẫn nhau. Thị trường sơ cấp đóng vai trò tạo cơ sở cho những hoạt động của thị trường thứ cấp vì nó là

nơi tạo ra hàng hoá để mua bán trên thị trường thứ cấp. Thị trường thứ cấp cũng có tác dụng trở lại đối với thị trường sơ cấp, đóng vai trò tạo động lực cho sự phát triển của thị trường này. Tác dụng của thị trường thứ cấp tới thị trường sơ cấp được thể hiện ở hai chức năng của nó:

- Thứ nhất, thị trường thứ cấp tạo ra tính lỏng cho các chứng khoán được phát hành ra trên thị trường sơ cấp²⁷, nhờ vậy sẽ làm tăng tính hấp dẫn cho các chứng khoán, giúp cho việc phát hành chúng tại thị trường sơ cấp được thuận lợi;
- Thứ hai, thị trường thứ cấp đóng vai trò xác định giá của các chứng khoán sẽ được phát hành trên thị trường sơ cấp. Các nhà đầu tư trên thị trường sơ cấp sẽ không thể mua các chứng khoán phát hành mới tại thị trường này với giá cao hơn giá mà họ nghĩ sẽ có thể bán được tại thị trường thứ cấp. Nếu chứng khoán của một nhà phát hành được mua bán với giá cao tại thị trường thứ cấp thì nhà phát hành càng có cơ hội thu được nhiều vốn nhờ việc phát hành các chứng khoán mới tại thị trường sơ cấp.

Chính vì những đặc điểm này mà các tổ chức phát hành cũng như các nhà đầu tư quan tâm nhiều tới thị trường thứ cấp hơn là thị trường sơ cấp.

2.3. Căn cứ vào phương thức tổ chức và giao dịch của thị trường

Thị trường thứ cấp hoạt động dưới hai hình thức: thị trường tập trung và thị trường phi tập trung.

2.3.1. Thị trường tập trung (Exchanges)

Thị trường tập trung là thị trường mà việc giao dịch mua bán chứng khoán được thực hiện có tổ chức và tập trung tại một nơi nhất định.

Ví dụ về thị trường tập trung là các Sở giao dịch chứng khoán như Sở giao dịch chứng khoán New York, Sở giao dịch chứng khoán Tokyo, Sở giao dịch chứng khoán London, Sở giao dịch chứng khoán Paris...²⁸

Sở giao dịch được tổ chức dưới hình thức một công ty cổ phần²⁹. Sở giao dịch cung cấp cho những người mua bán chứng khoán các phương tiện và dịch vụ cần thiết để tiến hành giao dịch như: dịch vụ thanh toán, lưu ký chứng khoán, hệ thống máy tính nối mạng, hệ thống bảng giá điện tử để yết giá chứng khoán, hệ thống ghép lệnh mua và bán chứng khoán v.v....

Hoạt động mua bán chứng khoán tại Sở giao dịch bắt buộc phải thông qua các trung gian

²⁷ Tức là tạo điều kiện để người nắm giữ chứng khoán có thể bán chứng khoán để thu tiền về. Chứng khoán càng dễ bán thì tính lỏng của nó càng cao.

²⁸ Ở Việt nam, Trung tâm giao dịch chứng khoán là mô hình bậc thấp của Sở giao dịch chứng khoán.

²⁹ Ở Việt nam, Trung tâm giao dịch chứng khoán cũng được tổ chức dưới hình thức một công ty nhưng thuộc sở hữu nhà nước.

môi giới gọi là các nhà môi giới chứng khoán (*brokers*). Các nhà môi giới muốn hoạt động tại Sở giao dịch phải làm thủ tục đăng ký để có chỗ trong Sở.

Những người mua và bán chứng khoán sẽ thông qua những nhà môi giới để đưa ra các lệnh mua và bán chứng khoán. Các nhà môi giới sau khi nhận lệnh sẽ đến gặp nhau tại một nơi ở trung tâm của Sở giao dịch gọi là Sàn giao dịch để tiến hành đàm phán. Ngày nay, do sự phát triển của công nghệ máy tính, nhiều Sở giao dịch đã thay việc đàm phán trực tiếp bằng một *hệ thống ghép lệnh tự động*, tuy vậy hình thức đàm phán trực tiếp vẫn được duy trì tại nhiều Sở giao dịch nổi tiếng trên thế giới.

Không phải tất cả các loại chứng khoán đều được mua bán tại Sở giao dịch, mà chỉ những chứng khoán đã được đăng ký yết giá. Để chứng khoán do một công ty phát hành được đăng ký yết giá, công ty đó phải thoả mãn các điều kiện cần thiết về qui mô vốn, về số lượng chứng khoán đã phát hành, về hiệu quả kinh doanh trong thời gian gần đây v.v.... Sau khi được Sở giao dịch chấp nhận, chứng khoán được đăng ký vào danh bạ của Sở giao dịch chứng khoán và thường xuyên được niêm yết giá trên Sở giao dịch.

2.3.2. Thị trường phi tập trung (OTC markets or Off-exchange markets)

Thị trường phi tập trung là thị trường mà các hoạt động mua bán chứng khoán được thực hiện phân tán ở những địa điểm khác nhau chứ không tập trung tại một nơi nhất định.

Trên thế giới, thị trường phi tập trung được tổ chức dưới hình thức một thị trường giao dịch “qua quầy” – OTC Market (Over-the-counter Market³⁰). Đó là hình thức giao dịch mà những nhà buôn chứng khoán (*dealer*) tại các địa điểm khác nhau công bố một danh mục chứng khoán với giá mua và bán được yết sẵn, và họ sẽ sẵn sàng mua hoặc bán chứng khoán thẳng cho những ai chấp nhận giá của họ³¹. Do hoạt động mua bán chứng khoán tại thị trường OTC đều được thực hiện qua mạng máy tính nên các nhà buôn chứng khoán cũng như khách hàng có điều kiện biết rõ các mức giá mà các nhà buôn chứng khoán khác chào bán, vì vậy tính chất cạnh tranh của thị trường này rất cao, chẳng kém gì Sở giao dịch.

Như vậy thị trường O.T.C không phải là một thị trường hiện hữu, nó không có địa điểm tập trung nhất định mà thay vào đó là một hệ thống thông tin liên lạc hiện đại mà các bên tham gia thị trường sử dụng để thương lượng việc mua bán chứng khoán.

Do hình thức tổ chức như vậy nên các chứng khoán mua bán tại thị trường OTC rất đông đảo và đa dạng, nó bao gồm chứng khoán của cả những công ty chưa đủ điều kiện yết giá tại Sở giao dịch lẫn những công ty chưa muốn yết giá tại Sở giao dịch. Theo các số liệu

³⁰ Thuật ngữ “Giao dịch qua quầy” bắt nguồn từ việc các giao dịch mua bán chứng khoán trước đây hầu hết đều được thực hiện tại các quầy giao dịch của ngân hàng.

³¹ Như vậy khác với trong Sở giao dịch, nơi mà giá cả chứng khoán được hình thành trên cơ sở đàm phán hoặc ghép lệnh, thì ở thị trường OTC giá cả là yết sẵn và việc mua bán sẽ chỉ xảy ra nếu tuân theo những mức giá này.

thống kê thì ở các nước phát triển giá trị các chứng khoán được mua bán qua thị trường O.T.C lớn hơn rất nhiều so với mua bán tại Sở giao dịch³².

Ngoài hai hình thức giao dịch mua bán chứng khoán đã nêu trên: giao dịch tại Sở giao dịch và giao dịch tại thị trường OTC, trên thị trường tài chính thực tế còn tồn tại một bộ phận các giao dịch mua bán trực tiếp giữa những người sở hữu chứng khoán. Thị trường các giao dịch chứng khoán này có thể gọi là thị trường tự do hay thị trường chợ đen. Các thị trường này xuất hiện đầu tiên trong lịch sử phát triển của thị trường tài chính, khi mà những người nắm giữ chứng khoán có nhu cầu bán lại những chứng khoán của mình. Ngay cả ngày nay, mặc dù đã xuất hiện những thị trường tiên tiến hơn như Sở giao dịch hay thị trường OTC, loại thị trường tự do này vẫn còn tồn tại. Tuy nhiên quy mô của chúng không lớn lắm, độ rủi ro lại cao, và chỉ có ý nghĩa tại các nước mới hình thành thị trường tài chính.

3. Các công cụ của thị trường tài chính

Để hiểu rõ hơn cách thức thị trường tài chính lưu chuyển vốn từ người dư thừa vốn sang người cần vốn, trong phần này chúng ta sẽ nghiên cứu các phương tiện giúp thị trường tài chính lưu chuyển các khoản vốn, đó chính là các công cụ tài chính hay các chứng khoán. Các công cụ tài chính được chia thành hai nhóm chính sau:

3.1. Các công cụ lưu thông trên thị trường tiền tệ.

Các công cụ lưu thông trên thị trường tiền tệ có đặc điểm chung là kỳ hạn thanh toán ngắn, tính thanh khoản cao và độ rủi ro thấp. Chúng bao gồm các loại chủ yếu sau:

3.1.1. Tín phiếu kho bạc (Treasury bill)

*Tín phiếu kho bạc là công cụ vay nợ ngắn hạn của chính phủ do Kho bạc phát hành để bù đắp cho những thiếu hụt tạm thời của ngân sách nhà nước*³³.

Tín phiếu kho bạc thuộc loại *chứng khoán chiết khấu*. Đó là loại chứng khoán không được nhà phát hành trả lãi song lại được bán với giá chiết khấu tức là giá thấp hơn mệnh giá. Khi đến hạn, nhà đầu tư được nhận lại đủ mệnh giá, vì vậy phần chênh lệch giữa mệnh giá chứng khoán và giá mua chứng khoán chính là lãi của nhà đầu tư.

Tín phiếu kho bạc có các kỳ hạn 3, 6 và 12 tháng.

Tín phiếu kho bạc được xem là công cụ tài chính có độ *rủi ro thấp nhất* trên thị trường tiền tệ bởi vì hầu như không có khả năng vỡ nợ từ người phát hành, tức là không thể có chuyện chính phủ mất khả năng thanh toán khoản nợ khi đến kỳ hạn thanh toán, chính

phủ lúc nào cũng có thể tăng thuế hoặc in tiền để trả nợ. Tuy nhiên *mức lãi suất của nó thường thấp hơn* các công cụ khác lưu thông trên thị trường tiền tệ.

Tín phiếu kho bạc thường được phát hành theo từng lô bằng *phương pháp đấu giá*. Người mua chủ yếu là các ngân hàng, ngoài ra còn có các công ty và các trung gian tài chính khác.

Tín phiếu kho bạc được xem là công cụ có *tính lỏng cao nhất* trên thị trường tiền tệ do nó được mua bán nhiều nhất.

Tín phiếu kho bạc thường được Ngân hàng trung ương các nước sử dụng như một công cụ để điều hành chính sách tiền tệ thông qua thị trường mở.

3.1.2. Các chứng chỉ tiền gửi có thể chuyển nhượng được (NCDs³⁴)

Chứng chỉ tiền gửi (Certificate of Deposit) là một công cụ nợ (debt instrument) do các ngân hàng phát hành, cam kết trả lãi định kỳ cho khoản tiền gửi và sẽ hoàn trả vốn gốc (được gọi là mệnh giá của chứng chỉ) cho người gửi tiền khi đến ngày đáo hạn.

Lúc đầu, các chứng chỉ tiền gửi không được phép bán lại và nếu người gửi tiền rút vốn trước hạn thì sẽ phải chịu phạt. Nhưng về sau để tăng tính hấp dẫn của các chứng chỉ tiền gửi này, các ngân hàng bắt đầu cho phép các chứng chỉ tiền gửi có mệnh giá lớn (ví dụ ở Mỹ là trên 100.000 USD) được phép bán lại trước hạn (với một mức giá khấu trừ), thậm chí có thể bán cho chính ngân hàng phát hành. Khi đó chúng được gọi là các chứng chỉ tiền gửi có thể chuyển nhượng (NCDs).

NCDs thường được các ngân hàng dùng để huy động các nguồn vốn lớn từ các công ty, các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ, các tổ chức của chính phủ.v.v.. Tại Mỹ, tổng dư nợ từ phát hành các NCDs của các ngân hàng gần đây đã vượt quá tổng số dư nợ của tín phiếu kho bạc Mỹ.

3.1.3. Thương phiếu (Commercial paper)

Thương phiếu là những giấy nhận nợ do các công ty có uy tín phát hành để vay vốn ngắn hạn từ thị trường tài chính.

Thương phiếu được *phát hành theo hình thức chiết khấu*, tức là được bán với giá thấp hơn mệnh giá. Chênh lệch giữa giá mua và mệnh giá thương phiếu chính là thu nhập của người sở hữu thương phiếu.

Những *thương phiếu nguyên thủy (commercial bill)* chỉ xuất hiện trong các hoạt động mua bán chịu hàng giữa các công ty kinh doanh với nhau. Nó có thể do người bán chịu hay người mua chịu hàng hoá phát hành nhưng bản chất vẫn là giấy xác nhận quyền đòi tiền khi đến hạn của người sở hữu thương phiếu. Ngày nay, thương phiếu xuất hiện mang tính đa dạng hơn. Thương phiếu được phát hành không chỉ trong quan hệ mua bán chịu

³² Thị trường mua bán chứng khoán chính phủ, thị trường mua bán thương phiếu hay thị trường hối đoái đều được tổ chức theo hình thức thị trường OTC.

³³ Thiếu hụt tạm thời là tình trạng nhu cầu chi vượt quá thu trong thời gian ngắn, nó xảy ra khi chính phủ có những nhu cầu chi tiêu tức thời, cấp bách trong khi các nguồn thu của ngân sách lại mang tính định kỳ, dẫn đến lúc cần chi nhưng lại chưa thu đủ.

³⁴ Negotiable Bank Certificate of Deposit

hàng hoá mà còn được phát hành để vay vốn trên thị trường tiền tệ. Các công ty danh tiếng khi có nhu cầu vốn có thể phát hành thương phiếu bán trực tiếp cho người mua theo mức giá chiết khấu. Những người đầu tư thương phiếu ngoài các ngân hàng còn có các trung gian tài chính và công ty khác.

Các thương phiếu có mức độ rủi ro cao hơn tín phiếu kho bạc nhưng mức lãi suất chiết khấu cũng cao hơn.

Thị trường thương phiếu ngày nay rất sôi động và phát triển với tốc độ rất nhanh. Việc chuyển nhượng thương phiếu được thực hiện bằng hình thức ký hậu.

3.1.4. Chấp phiếu ngân hàng (Banker's acceptance)

Chấp phiếu ngân hàng là các hối phiếu kỳ hạn do các công ty ký phát và được ngân hàng đảm bảo thanh toán bằng cách đóng dấu “đã chấp nhận” lên tờ hối phiếu.

Trong các giao dịch mua bán chịu, khi người bán không tin vào khả năng thanh toán của người mua, họ sẽ yêu cầu người mua phải có sự bảo đảm thanh toán từ một ngân hàng có uy tín. Khi ngân hàng chấp nhận bảo lãnh cho khoản thanh toán, nó cho phép người bán ký phát hối phiếu đòi tiền thẳng ngân hàng và ngân hàng sẽ đóng dấu chấp nhận trả tiền lên tờ hối phiếu đó. Như vậy, người trả tiền hối phiếu bây giờ không phải là người mua nữa mà là ngân hàng, do vậy người bán được đảm bảo khá chắc chắn về khả năng thanh toán của tờ hối phiếu. Để được ngân hàng ký chấp nhận vào tờ hối phiếu, người mua chịu phải ký quỹ gửi vào ngân hàng một phần hoặc toàn bộ số tiền của tờ hối phiếu hoặc được ngân hàng đồng ý cho vay để thanh toán hối phiếu. Ngân hàng sẽ thu từ người mua chịu một khoản phí bảo đảm thanh toán. Các chấp phiếu ngân hàng này được sử dụng khá phổ biến trong lĩnh vực xuất nhập khẩu.

Do được ngân hàng chấp nhận thanh toán nên các chấp phiếu ngân hàng là một công cụ nợ có độ an toàn khá cao, nhất là khi ngân hàng chấp nhận là các ngân hàng lớn, có uy tín. Những người sở hữu chấp phiếu có thể đem bán chúng trên thị trường tiền tệ với giá chiết khấu để thu tiền mặt ngay khi cần vốn gấp.

3.1.5. Hợp đồng mua lại³⁵ (Repurchase agreement - Repo)

Hợp đồng mua lại là một hợp đồng trong đó ngân hàng bán một số lượng tín phiếu kho bạc mà nó đang nắm giữ, kèm theo điều khoản mua lại số tín phiếu đó sau một vài ngày hay một vài tuần với mức giá cao hơn.

Về thực chất đây là một công cụ để vay nợ ngắn hạn (thường không quá hai tuần) của các ngân hàng trong đó sử dụng tín phiếu kho bạc làm vật thế chấp.

Sau đây là ví dụ về cách sử dụng một “Repo” để vay vốn: Một công ty lớn của Mỹ là General Motors (GM), có một số vốn nhàn rỗi trong tài khoản là 1 triệu USD. Công ty

muốn tranh thủ cho vay ngắn hạn khoản tiền này. Ngân hàng Citibank khi đó đang có nhu cầu vay 1 triệu USD trong 1 tuần. Ngân hàng quyết định sử dụng một “Repo” để vay của GM bằng cách ký hợp đồng bán cho GM 1 triệu USD tín phiếu kho bạc mà ngân hàng đang nắm giữ với cam kết sẽ mua lại số tín phiếu này với giá cao hơn sau đó 1 tuần. Như vậy, thông qua hợp đồng mua lại – “Repo” nói trên, công ty GM đã cung cấp cho Citibank một khoản vay ngắn hạn, lãi trả cho GM chính là khoản chênh lệch giữa giá bán lại tín phiếu cho ngân hàng sau đó 1 tuần và giá mua tín phiếu lúc đầu. Trong trường hợp xảy ra rủi ro Citibank không thanh toán được nợ cho GM khi đến hạn, 1 triệu USD tín phiếu kho bạc vẫn thuộc sở hữu của GM và công ty có thể bán trên thị trường tiền tệ để thu hồi vốn về. Như vậy 1 triệu USD tín phiếu kho bạc (một công cụ có tính lỏng cao nhất và an toàn nhất trên thị trường tiền tệ) đã được sử dụng làm vật thế chấp trong “Repo” để đảm bảo khả năng thanh toán nợ của Citibank và đã làm cho GM yên tâm khi cho vay.

Ngoài các công cụ phổ biến trên, ở các nước có thị trường tiền tệ phát triển (ví dụ như Mỹ) còn có thêm một số công cụ khác như:

3.1.6 Quỹ liên bang (Fed Funds)

Quỹ liên bang là những khoản vay nợ ngắn hạn (thường chỉ qua một đêm) điển hình giữa các ngân hàng Mỹ. Đối tượng vay ở đây là những món tiền gửi của các ngân hàng tại Cục dự trữ liên bang Mỹ³⁶. Khi tiền gửi của một ngân hàng tại Fed không đạt đến tổng số mà Fed qui định phải có, nó sẽ tiến hành vay từ những ngân hàng nào có khoản tiền gửi tại Fed vượt quá qui định để bù đắp cho khoản thiếu hụt của mình.

Thị trường vay quỹ liên bang rất nhạy cảm đối với các nhu cầu tín dụng của ngân hàng khiến cho lãi suất của các khoản vay này (gọi là lãi suất quỹ liên bang) được xem là một phong vũ biểu để đo mức độ căng thẳng của thị trường tín dụng trong hệ thống ngân hàng. Khi lãi suất cao là lúc các ngân hàng đang bị sức ép về vốn, khi lãi suất thấp là nhu cầu tín dụng của các ngân hàng thấp.

3.1.7 Đô la châu Âu (Euro dollars)

Những đồng đô la Mỹ do các ngân hàng ngoại quốc ở bên ngoài nước Mỹ hoặc những chi nhánh của ngân hàng Mỹ ở ngoại quốc nắm giữ được gọi là đô la châu Âu. Các ngân hàng Mỹ có thể vay những món tiền này từ các ngân hàng nước ngoài hoặc từ các chi nhánh của ngân hàng Mỹ ở nước ngoài khi họ cần vốn. Đồng đô la châu Âu ngày nay đã trở thành một nguồn vốn ngắn hạn quan trọng đối với các ngân hàng Mỹ (năm 1998 là trên 100 tỷ USD).

³⁵ Còn gọi là Cam kết (hay thoả thuận) mua lại.

³⁶ Cục dự trữ liên bang Mỹ có vai trò như ngân hàng trung ương Mỹ, gọi tắt là Fed.

3.2. Các công cụ lưu thông trên thị trường vốn

Các công cụ lưu thông trên thị trường vốn có độ rủi ro cao hơn so với các công cụ trên thị trường tiền tệ do giá cả biến động nhiều hơn, tiềm ẩn rủi ro mất khả năng thanh toán nhưng mức sinh lợi cao hơn vì các chứng khoán dài hạn thường đem lại lợi tức lớn hơn. Sau đây là một số công cụ điển hình:

3.2.1. Trái phiếu (Bond)

Trái phiếu là một chứng thư xác nhận nghĩa vụ trả những khoản lãi theo định kỳ và vốn gốc khi đến hạn của tổ chức phát hành.

Như vậy, trái phiếu có bản chất là một công cụ nợ (debt instrument). Nó có những đặc điểm cơ bản sau:

- **Mệnh giá của trái phiếu (Face value):** Là số tiền ghi trên bề mặt của tờ trái phiếu. Mệnh giá của trái phiếu thường chính là giá bán của trái phiếu khi phát hành³⁷, và đây cũng là số tiền mà nhà phát hành phải hoàn trả lại cho người sở hữu trái phiếu khi trái phiếu đáo hạn. Luật các nước có thể qui định mệnh giá tối thiểu của trái phiếu. Ví dụ: Nghị định 144/CP qui định mệnh giá tối thiểu của các trái phiếu phát hành ra công chúng tại Việt nam là 100.000đ và bội số của 100.000đ.
- **Thời hạn của trái phiếu (Maturity):** Là thời hạn vay vốn của tổ chức phát hành, nó được ghi rõ trên tờ trái phiếu. Thời hạn của trái phiếu thường từ 2 năm trở lên, có thể tới hơn 10 năm.
- **Lãi trả cho trái phiếu (Interest):** Lãi trả cho trái phiếu thường được qui định theo tỷ lệ phần trăm trên mệnh giá. Lãi suất trái phiếu có thể được qui định cố định hoặc thả nổi lên xuống theo lãi suất thị trường. Lãi thường được trả định kỳ hàng năm hoặc một năm hai lần. Kỳ hạn trả lãi cũng như lãi suất trái phiếu đều được qui định rất cụ thể trên tờ trái phiếu.
- **Người sở hữu trái phiếu (Bondholder):** Bằng việc mua trái phiếu, người sở hữu trái phiếu đã cung cấp cho nhà phát hành một khoản vay ứng trước. Tên của người sở hữu trái phiếu có thể được ghi trên tờ trái phiếu (nếu là trái phiếu đích danh) hoặc không được ghi (nếu là trái phiếu vô danh). Người sở hữu trái phiếu ngoài quyền được đòi lãi và vốn khi đến hạn còn có quyền chuyển nhượng trái phiếu cho người khác khi trái phiếu chưa hết hạn.

Khả năng thanh toán gốc và lãi của trái phiếu phụ thuộc rất nhiều vào uy tín của tổ chức phát hành, do vậy khi phân loại trái phiếu, người ta thường căn cứ vào ai là nhà phát hành. Với căn cứ phân chia như vậy, trái phiếu có hai loại chủ yếu sau:

‡ Trái phiếu chính phủ (Government bond)

³⁷ Chỉ trừ trường hợp các trái phiếu được phát hành theo giá chiết khấu thì giá trái phiếu lúc phát hành mới thấp hơn mệnh giá, còn các trường hợp khác đều bằng mệnh giá.

Trái phiếu chính phủ thường dưới dạng trái phiếu kho bạc. Đây là các trái phiếu do Kho bạc phát hành để bù đắp thâm hụt ngân sách quốc gia hàng năm. Trái phiếu kho bạc trung hạn (Treasury note) có thời hạn dưới 10 năm, còn trái phiếu kho bạc dài hạn (Treasury bond) có thời hạn trên 10 năm.

Các trái phiếu chính phủ là loại trái phiếu mua bán mạnh nhất trên thị trường vốn các nước nên được xem là công cụ nợ lỏng nhất trên thị trường vốn.

Các nhà đầu tư vào trái phiếu chính phủ bao gồm các ngân hàng (kể cả NHTW), các cá nhân và một số tổ chức tài chính khác.

Ngoài trái phiếu chính phủ, còn có các trái phiếu do các cơ quan trực thuộc chính phủ phát hành (Government agency bonds) và trái phiếu của chính quyền địa phương (Local government bonds hoặc Municipal bonds). Một ví dụ về trái phiếu do các cơ quan trực thuộc chính phủ phát hành là các trái phiếu bảo đảm bằng khoản cho vay thế chấp do GNMA – một tổ chức trực thuộc chính phủ Mỹ – phát hành (sẽ được đề cập chi tiết trong phần tiếp theo). Các chính quyền địa phương cũng có thể phát hành trái phiếu để vay vốn cho chi tiêu ngân sách địa phương hoặc để đầu tư cho từng công trình cụ thể theo kế hoạch, ví dụ để xây dựng những công trình cơ sở hạ tầng và công trình phúc lợi công cộng. Loại trái phiếu này thường có những ưu đãi đặc biệt như tiền lãi không phải chịu thuế. Tính chất của các loại trái phiếu này cũng gần tương tự trái phiếu chính phủ. Những nhà đầu tư chính là các ngân hàng, các công ty bảo hiểm và các cá nhân.

Tại Việt nam, ngoài trái phiếu kho bạc (thường có thời hạn 5 năm), chính phủ còn phát hành công trái quốc gia. Các công trái này thường có mức sinh lời kém, chủ yếu mang tính chất động viên người dân giúp đỡ nhà nước bằng cách cho vay vốn. Ngoài ra, các ngành lớn của Việt nam cũng phát hành trái phiếu công trình để tài trợ cho hoạt động đầu tư của mình, ví dụ: ngành năng lượng phát hành trái phiếu công trình để xây dựng đường dây 500 KV, tổng công ty bưu chính viễn thông phát hành trái phiếu xây dựng hệ thống bưu điện...

‡ Trái phiếu công ty (Corporate bond)

Trái phiếu công ty thường do các công ty có uy tín lớn phát hành. Những người nắm giữ trái phiếu trở thành chủ nợ của công ty và có quyền yêu cầu thanh toán lãi và vốn khi đến hạn³⁸. Khác với các cổ đông, thu nhập của những người nắm giữ trái phiếu công ty không phụ thuộc vào tình hình lợi nhuận của công ty và họ luôn được ưu tiên thanh toán lãi trước các cổ đông, kể cả cổ đông cổ phiếu ưu đãi.

Các trái phiếu công ty nhìn chung có qui mô giao dịch nhỏ hơn so với các trái phiếu chính phủ, do vậy mà chúng kém lỏng hơn. Tại các nước phát triển, thị trường trái phiếu

³⁸ Nhưng không có quyền tham gia quản lý công ty như các cổ đông.

công ty cũng có qui mô nhỏ hơn thị trường cổ phiếu công ty (tại Mỹ thị trường trái phiếu công ty chỉ bằng gần 1/5 thị trường cổ phiếu công ty) tuy nhiên tốc độ phát triển của nó lại nhanh hơn thị trường cổ phiếu công ty nhiều nên trong tương lai trái phiếu công ty có thể sẽ là một nguồn tài chính quan trọng hơn so với các cổ phiếu công ty.

Nắm giữ trái phiếu công ty thường là các công ty bảo hiểm (đặc biệt là công ty bảo hiểm nhân thọ), các quỹ hưu trí, các công ty chứng khoán và cả các cá nhân.

Việc phát hành trái phiếu công ty chưa phổ biến ở Việt nam. Chủ yếu mới chỉ có các ngân hàng phát hành trái phiếu ngân hàng để vay vốn từ dân.

3.2.2. Cổ phiếu (*Stock^{US}/Share^{UK} Certificate*)

Cổ phiếu là một chứng thư hay bút toán ghi sổ xác nhận trái quyền (quyền hưởng lợi) về vốn - equity claim - đối với thu nhập và tài sản ròng của một công ty cổ phần.

Cổ phiếu có bản chất là một công cụ góp vốn (equity instruments) và chỉ do các công ty cổ phần phát hành. Khi cần huy động vốn, công ty cổ phần chia số vốn cần huy động thành nhiều phần nhỏ bằng nhau, gọi là các cổ phần (share/stock). Người mua những cổ phần này được gọi là cổ đông (share/stockholder). Với số cổ phần đã mua, các cổ đông được cấp một giấy chứng nhận sở hữu, giấy này gọi là cổ phiếu.

Vốn mà công ty cổ phần huy động được từ việc phát hành cổ phiếu được xem là vốn thuộc sở hữu của công ty. Những cổ đông khi mua các cổ phần của công ty đã thực hiện việc góp vốn để công ty kinh doanh và do vậy trở thành những người đồng sở hữu công ty. Tỷ lệ sở hữu công ty phụ thuộc vào số cổ phần mà cổ đông nắm giữ. Do *cổ phiếu được xem là giấy xác nhận quyền sở hữu của các cổ đông đối với những cổ phần này nên có thể coi cổ phiếu là chứng chỉ xác nhận sự góp vốn và quyền sở hữu về số vốn mà một cổ đông góp vào công ty cổ phần.*

Là người chủ sở hữu công ty, các cổ đông có những quyền cơ bản sau đây:

- *Quyền tham gia quản lý công ty:* Quyền này được thực hiện bằng cách các cổ đông bầu ra một Hội đồng quản trị để thay mặt mình quản lý, điều hành công ty. Các cổ đông không chỉ có quyền bầu ra Hội đồng quản trị (Board of Directors) mà còn có thể tham gia ứng cử làm thành viên của Hội đồng quản trị. Số lượng phiếu bầu tỷ lệ với số lượng cổ phần mà cổ đông nắm giữ. Do vậy những người nắm giữ càng nhiều cổ phần của công ty thì càng có nhiều khả năng trở thành thành viên của Hội đồng quản trị. Ngoài ra, hàng năm công ty còn tổ chức Đại hội cổ đông (Annual shareholder meetings) để họp các cổ đông lại, bàn về các chiến lược hoặc kế hoạch kinh doanh lớn của công ty.

- *Quyền sở hữu tài sản ròng³⁹ của công ty:* Các cổ đông sở hữu công ty theo tỷ lệ cổ phần nắm giữ. Do vậy, khi tài sản ròng của công ty tăng lên do làm ăn có lãi, giá trị các cổ phần mà cổ đông nắm giữ cũng tăng lên theo. Khi công ty cổ phần ngừng hoạt động, cổ đông được tham gia phân chia tài sản còn lại của công ty. Ví dụ: Tổng tài sản ban đầu của một công ty cổ phần là 10 tỷ VNĐ. Một cổ đông nắm 20% cổ phần của công ty cho nên tổng giá trị tài sản công ty mà anh sở hữu theo cổ phần là 2 tỷ VNĐ. Sau 5 năm làm ăn có lãi, tổng tài sản ròng của công ty tăng lên 15 tỷ VNĐ, khi đó tổng giá trị cổ phần mà anh ta sở hữu lên tới 3 tỷ VNĐ.

- *Quyền tham gia chia lợi nhuận ròng⁴⁰:* Cổ đông được hưởng một phần lợi nhuận ròng của công ty tỷ lệ với số cổ phần anh ta sở hữu. Phần lãi trả cho mỗi cổ phần được gọi là *cổ tức (Dividend)*. Quyền này chỉ được thực hiện khi công ty làm ăn có lãi. Tuy nhiên, không phải lúc nào tất cả lợi nhuận thu được đều được đem chia cho các cổ đông, cũng có trường hợp nhằm tăng vốn kinh doanh cho công ty, Hội đồng quản trị quyết định giữ lại phần lớn lợi nhuận. Điều này nói chung là được các cổ đông chấp nhận vì tuy không nhận được cổ tức nhưng giá trị cổ phần của họ trong công ty lại tăng lên, hơn thế việc tăng vốn có thể đảm bảo cho khả năng tạo thêm nhiều lợi nhuận hơn trong thời gian tới.

Ngoài đặc trưng cơ bản nói trên, cổ phiếu còn có một số đặc điểm đáng chú ý sau:

- *Thời hạn của cổ phiếu:* Bằng cách mua cổ phiếu do công ty cổ phần phát hành, các nhà đầu tư đã cung cấp vốn cho công ty hoạt động. Tuy nhiên các cổ đông lại không được phép rút khoản vốn này về trừ trường hợp công ty ngừng hoạt động hoặc có qui định đặc biệt cho phép được rút vốn. Chính vì lý do như vậy nên có thể coi cổ phiếu có thời hạn thanh toán vốn bằng thời gian hoạt động của công ty. Trên thực tế, trừ trường hợp phá sản hoặc kết quả kinh doanh quá tồi tệ, còn nói chung thì các công ty sẽ vẫn cứ duy trì hoạt động mãi mãi, cho nên có thể nói thời hạn của cổ phiếu là vô hạn. Mặc dù vậy, các cổ đông được phép chuyển nhượng cổ phần mà mình nắm giữ cho người khác và bằng cách đó có thể rút lại khoản vốn mà mình đã đầu tư vào công ty cổ phần.
- *Giá trị của cổ phiếu:* Giá trị của cổ phiếu được thể hiện trên 3 phương diện sau:
 - *Mệnh giá (Face value):* là số tiền ghi trên bề mặt cổ phiếu⁴¹. Mệnh giá thường được ghi bằng nội tệ. Mệnh giá bằng bao nhiêu là do luật chứng

³⁹ Tài sản ròng bằng tổng tài sản có trừ tổng số các khoản nợ của công ty.

⁴⁰ Lợi nhuận ròng là lợi nhuận sau thuế.

⁴¹ Mệnh giá của cổ phiếu chỉ là giá trị danh nghĩa và chỉ có ý nghĩa lúc phát hành. Số tiền mà công ty cổ phần thu được tính trên mỗi cổ phiếu sau khi phát hành không nhất thiết phải bằng mệnh giá.

khoản hoặc điều lệ của công ty cổ phần qui định. Ví dụ: ở Việt nam theo NĐ144/CP, mệnh giá cổ phiếu của các doanh nghiệp Việt nam thống nhất là 10.000 VNĐ.

- o Giá trị ghi sổ (Book value): là giá trị của mỗi cổ phần căn cứ vào giá trị tài sản ròng của công ty trên bảng tổng kết tài sản. Ví dụ: Một công ty có 50.000 cổ phiếu, mệnh giá 10.000 đ/cổ phiếu. Sau 5 năm hoạt động, giá trị tài sản ròng của công ty theo sổ sách kế toán là 1 tỷ đ. Khi đó giá trị của mỗi cổ phần theo sổ sách sẽ là 20.000 đ, ta nói giá trị ghi sổ của cổ phiếu công ty bây giờ là 20.000 đ/cổ phiếu.
- o Giá trị thị trường (Market value): là giá cả của cổ phiếu khi mua bán trên thị trường.

Cổ phiếu có hai loại cơ bản sau:

↳ **Cổ phiếu thường hay cổ phiếu phổ thông (Common stock):** Là loại cổ phiếu có đầy đủ các đặc trưng đã nêu trên của cổ phiếu. Đó là:

- Không qui định trước số cổ tức cổ đông sẽ nhận được. Giá trị cổ tức nhiều hay ít còn tùy vào tình hình lợi nhuận của công ty và kế hoạch chia lợi nhuận của Hội đồng quản trị. Trong trường hợp công ty làm ăn thua lỗ thì chẳng những cổ tức không được chia mà cổ đông còn bị hao hụt về vốn góp. Nguyên tắc của các cổ đông cổ phiếu thường là “lời ăn, lỗ chịu”.
- Chỉ được chia lãi sau khi công ty đã thanh toán lãi trả cho những người nắm trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi⁴².
- Thời hạn cổ phiếu là vô hạn.
- Được hưởng quyền tham gia quản lý công ty cùng các quyền khác nhằm duy trì quyền quản lý công ty, như: quyền bầu cử, quyền ứng cử vào Hội đồng quản trị, quyền ưu tiên mua trước với giá ưu đãi các cổ phiếu mới phát hành.

Những cổ đông có nhiều cổ phần hoặc nhiều uy tín có thể nắm quyền điều hành công ty. Còn nói chung đa số những người đầu tư chỉ mua cổ phiếu thường để hưởng cổ tức hoặc bán đi khi cổ phiếu lên giá nhằm hưởng chênh lệch giá.

↳ **Cổ phiếu ưu đãi (Preferred Stock):** Là loại cổ phiếu cho phép người nắm giữ cổ phiếu được hưởng một số ưu đãi hơn so với cổ đông cổ phiếu thường. Ví dụ như:

- Được hưởng một mức cổ tức riêng biệt có tính cố định hàng năm dù công ty làm ăn có lãi hay không.
- Được ưu tiên chia lãi cổ phần trước cổ phiếu thường.

⁴² Lợi nhuận công ty thu được trước tiên dùng để trả trái tức, tiếp theo là trả cổ tức của cổ phiếu ưu đãi, cuối cùng còn bao nhiêu mới chia cho các cổ đông cổ phiếu thường.

- Được ưu tiên phân chia tài sản còn lại của công ty khi thanh lý, giải thể.

Khác với cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu đãi có thể có mệnh giá hoặc không có mệnh giá. Chẳng hạn một cổ phiếu ưu đãi có mệnh giá 100 USD, tỷ suất cổ tức là 4,5% sẽ được hưởng một khoản cổ tức cố định là 4,5 USD. Còn nếu cổ phiếu ưu đãi không có mệnh giá thì cổ tức sẽ được công ty công bố đơn giản là 5 USD/cổ phiếu chẳng hạn.

Hạn chế của cổ phiếu ưu đãi so với cổ phiếu thường là:

- Cổ đông nắm giữ cổ phiếu ưu đãi không được tham gia bầu cử, ứng cử vào hội đồng quản trị, tức là không được quyền tham gia quản lý công ty.
- Khi lợi nhuận của công ty tăng lên thì cổ tức cổ phiếu ưu đãi không vì thế mà được tăng lên theo.

Vì cổ tức của cổ phiếu ưu đãi không tăng, nên giá cả của cổ phiếu ưu đãi trên thị trường cũng ít biến động. Do vậy, cổ phiếu ưu đãi thường kém hấp dẫn đối với các nhà đầu tư hơn so với cổ phiếu thường⁴³. Những người đầu tư vào cổ phiếu ưu đãi thường là những người muốn có thu nhập ổn định, đều đặn và không thích mạo hiểm.

3.2.3. Các khoản vay thế chấp (Mortgages)

Vay thế chấp là khoản tiền cho các cá nhân hoặc công ty vay đầu tư (mua hoặc xây dựng) vào nhà, đất, hoặc những bất động sản khác, các bất động sản và đất đó sau đó lại trở thành vật thế chấp để đảm bảo cho chính các khoản vay.

Ở các nước phát triển, thị trường các khoản vay thế chấp có qui mô rất lớn, đặc biệt là thị trường các khoản vay thế chấp để mua nhà ở. Tại Mỹ, thị trường các khoản vay thế chấp là thị trường nợ lớn nhất, trong đó các khoản vay thế chấp để mua nhà ở gấp bốn lần các khoản vay thế chấp thương mại và nông trại.

Các ngân hàng thương mại và các công ty bảo hiểm nhân thọ là những tổ chức cung cấp các khoản vay thế chấp thương mại và nông trại chủ yếu. Còn các khoản vay thế chấp nhà ở thì thường do các hiệp hội cho vay và tiết kiệm (Savings and Loan Associations – S&Ls) và các ngân hàng tiết kiệm tương trợ (Mutual savings banks) cung cấp. Ngoài ra, chính phủ các quốc gia cũng hình thành nhiều tổ chức chuyên hỗ trợ cho thị trường các khoản vay thế chấp này. Ví dụ ở Mỹ có 3 cơ quan chính phủ là Hiệp hội vay thế chấp quốc gia thuộc liên bang (Federal National Mortgage Association – FNMA), Hiệp hội vay thế chấp quốc gia thuộc chính phủ (Government National Mortgage Association – GNMA) và Công ty cho vay thế chấp nhà ở thuộc liên bang (Federal Home Loan Mortgage Corporation – FHLMC) đang cung cấp vốn cho thị trường này bằng cách phát hành các trái phiếu để huy động vốn rồi dùng vốn đó để cho vay thế chấp. Ngoài ra, thị trường vay thế chấp nhà ở ngày nay còn được hỗ trợ phát triển hơn nữa nhờ công nghệ

⁴³ Vì các nhà đầu tư vào cổ phiếu quan tâm nhiều hơn tới khả năng ăn chênh lệch giá khi mua bán cổ phiếu.

chứng khoán hoá. Đó là hình thức mà một cơ quan trực thuộc chính phủ như GNMA phát hành các chứng khoán thanh toán vốn và lãi bằng các khoản thu từ hoạt động cho vay thế chấp nhà ở, tức là các khoản thanh toán của các cá nhân vay thế chấp nhà ở sẽ thông qua GNMA chuyển đến cho các nhà đầu tư vào các loại chứng khoán bảo đảm bằng các khoản cho vay thế chấp (Mortgage-Backed Securities). Nhờ sự phát triển của công nghệ này mà đến nay 2/3 các khoản cho vay thế chấp nhà ở của Mỹ đã được chứng khoán hoá, do đó đã tạo được thị trường thứ cấp cho các khoản vay thế chấp nhà ở, giúp cho thị trường này thêm hấp dẫn và sôi động.

3.2.4. Các khoản vay thương mại và tiêu dùng (Consumer and bank commercial loans)

Đây là các món vay dành cho những công ty kinh doanh và người tiêu dùng, chủ yếu là do các ngân hàng cung cấp. Riêng các khoản cho vay tiêu dùng cũng có thể do các công ty tài chính cung cấp.

Các khoản vay này thường không chuyển nhượng được nên chúng kém lỏng nhất trong các công cụ của thị trường vốn.

CÂU HỎI ÔN TẬP

1. Thị trường tài chính là gì? Hãy nêu chức năng và vai trò của thị trường tài chính đối với nền kinh tế.
2. Phân biệt thị trường tiền tệ và thị trường vốn.
3. Khi nào những người đi vay tìm đến thị trường tiền tệ? Hối tương tự với trường hợp thị trường vốn.
4. Khi nào những người cho vay tham gia thị trường tiền tệ? Hối tương tự với trường hợp thị trường vốn.
5. Các chủ thể kinh tế nào thường tham gia vào thị trường tiền tệ? Hối tương tự với thị trường vốn.
6. Kể tên các thị trường bộ phận của thị trường tiền tệ và phân biệt chúng.
7. “Do các công ty không tăng thêm được bất kỳ đồng vốn nào trong các thị trường thứ cấp nên các thị trường này ít quan trọng hơn thị trường sơ cấp”. Hãy bình luận ý kiến này.
8. Trình bày mối liên hệ giữa thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. Có thị trường sơ cấp và thứ cấp trên thị trường tiền tệ không?
9. Xác định những giao dịch nào trong các giao dịch sau đây được tiến hành tại thị trường sơ cấp, tại thị trường thứ cấp:
 - a. Bán 100 cổ phiếu của công ty Ree
 - b. Kho bạc phát hành trái phiếu kho bạc
 - c. Đấu thầu tín phiếu kho bạc
10. Tại sao sau khi bán cổ phiếu hoặc trái phiếu các công ty vẫn quan tâm tới biến động giá cổ phiếu hay trái phiếu của công ty mình?
11. Trình bày những điểm khác biệt giữa thị trường tập trung và phi tập trung.
12. Có tồn tại thị trường tập trung và phi tập trung trên thị trường tiền tệ không?
13. Tìm hiểu về điều kiện đối với các công ty để được gia nhập thị trường chứng khoán tập trung tại Việt nam.
14. Nêu tên và phân biệt các công cụ lưu thông trên thị trường tiền tệ.
15. Sắp xếp các chứng khoán sau đây theo thứ tự giảm dần về tính lỏng: trái phiếu công ty, tín phiếu kho bạc, thương phiếu, trái phiếu kho bạc.
16. Nêu điểm khác biệt giữa cổ phiếu và trái phiếu.
17. Nêu những nhân tố cơ bản ảnh hưởng tới sự biến động của giá cổ phiếu, trái phiếu.
18. So sánh giữa cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi.
19. So sánh quyền hạn giữa trái chủ và cổ đông đối với một công ty.

Chương 3. Trung gian tài chính

Những số liệu thống kê về các nguồn tài trợ từ bên ngoài công ty tại các nước phát triển cho thấy, bất chấp việc các phương tiện truyền thông tại các nước này tập trung đưa tin về tình hình các thị trường chứng khoán, tạo ra một ấn tượng về tầm quan trọng của các nguồn vốn huy động từ phát hành chứng khoán, việc phát hành chứng khoán (bao gồm cổ phiếu và trái phiếu) trên thực tế không phải là cách chủ yếu để huy động vốn từ bên ngoài nhằm tài trợ cho hoạt động kinh doanh của các công ty. Ngay tại Mỹ, một trong những nơi có thị trường chứng khoán phát triển nhất trên thế giới, trong giai đoạn từ 1970 đến 1996, cổ phiếu và trái phiếu cũng chỉ cung cấp được gần 44,7% tổng số vốn hoạt động của các công ty. Tình trạng tương tự cũng xảy ra ở các nước Anh, Pháp, Đức, Nhật. Những phân tích số liệu chi tiết hơn còn cho thấy vai trò của kênh tài chính trực tiếp trong việc lưu chuyển vốn nhân rồi tới những nơi có khả năng đầu tư sinh lời trên thực tế còn thấp hơn nhiều. Lấy ví dụ tại Mỹ, từ năm 1970, chỉ có gần 5% các trái phiếu công ty và thương phiếu và khoảng 50% cổ phiếu được bán trực tiếp cho người dân Mỹ. Phần lớn các chứng khoán này đã được các trung gian tài chính mua lại. Ở hầu hết các nước phát triển khác, tầm quan trọng của kênh tài chính trực tiếp còn thấp hơn nhiều. Những bằng chứng trên cho thấy vai trò của các trung gian tài chính trong nền kinh tế lớn như thế nào. Một bằng chứng khác củng cố thêm cho nhận xét này là chỉ các chính phủ, các công ty lớn hay các tổ chức tài chính hùng hậu mới có thể huy động vốn trực tiếp từ thị trường tài chính qua phát hành các chứng khoán. Các thị trường tài chính không phải là sân chơi cho các cá nhân hay các công ty nhỏ. Thậm chí ngay cả các công ty lớn không phải lúc nào cũng huy động vốn từ kênh tài chính trực tiếp. Các trung gian tài chính do đó đóng vai trò đáp ứng cho những nhu cầu giao dịch vốn của các chủ thể kinh tế mà thị trường tài chính không thể thoả mãn.

Câu hỏi đặt ra là tại sao kênh tài chính trực tiếp lại không thể thực hiện việc lưu chuyển vốn hiệu quả và các trung gian tài chính bằng cách nào đã khắc phục được những hạn chế của kênh tài chính trực tiếp?

Để trả lời cho những câu hỏi này, trước hết chúng ta sẽ tìm hiểu về hai rào cản chủ yếu của các dòng vốn trên thị trường tài chính là chi phí giao dịch và chi phí thông tin. Các phần tiếp theo sẽ chỉ rõ vai trò của trung gian tài chính trong việc giảm thiểu các chi phí này.

1. Những rào cản trong kênh tài chính trực tiếp

1.1. Chi phí giao dịch (Transaction costs)

Chi phí giao dịch là một trong những cản trở chính trong quá trình lưu thông vốn trên thị

trường tài chính. Phần lớn các khoản vốn nhân rồi trong nền kinh tế tồn tại dưới dạng phân tán và nhỏ lẻ. Nếu những người tiết kiệm trực tiếp đầu tư vào thị trường tài chính bằng cách mua các chứng khoán thì khoản chi phí đầu tiên họ phải đối mặt là chi phí hoa hồng cho các nhà môi giới mua bán chứng khoán. Khoản chi phí này có thể tăng lên nếu các nhà đầu tư cá nhân muốn phân tán rủi ro bằng cách đầu tư đa dạng vào các chứng khoán khác nhau. Với những khoản vốn đầu tư nhỏ, những chi phí giao dịch đó có thể làm biến mất nhanh chóng những lợi tức thu được từ hoạt động đầu tư. Đó là chưa kể đến những chi phí về thời gian và công sức cho việc quản lý danh mục đầu tư.

Về phía những người đi vay, khoản chi phí cho phát hành chứng khoán không phải là nhỏ khiến cho việc huy động những khoản vốn vay không lớn lắm trực tiếp từ thị trường tài chính sẽ rất tốn kém và không hiệu quả. Điều này giải thích tại sao ngay cả các công ty lớn cũng không phải lúc nào cũng sử dụng kênh tài chính trực tiếp để tài trợ cho các hoạt động kinh doanh của mình.

1.2. Chi phí thông tin (Information costs)

Chi phí thông tin trên thị trường tài chính phát sinh từ vấn đề thông tin bất cân xứng (asymmetric information) trong nền kinh tế. *Tình trạng thông tin bất cân xứng xuất hiện khi một trong hai bên trong một giao dịch có ít thông tin hơn bên kia về đối tượng của giao dịch, khiến cho việc ra quyết định không thể chính xác.* Ví dụ: trong quan hệ tín dụng, người đi vay luôn biết rõ hơn người cho vay về khả năng sinh lời và những rủi ro của dự án mà anh ta sử dụng vốn vay để đầu tư. Sự tồn tại của vấn đề thông tin bất cân xứng dẫn đến các nguy cơ lựa chọn đối nghịch (adverse selection) và rủi ro đạo đức (moral hazard) gây nên ảnh hưởng xấu tới tính hiệu quả của việc lưu chuyển vốn trên thị trường tài chính.

Nguy cơ lựa chọn đối nghịch xảy ra trước khi giao dịch về vốn được thực hiện. Trên thị trường tài chính, do người cho vay không có đầy đủ thông tin về các dự án đầu tư của người đi vay, nên rất có khả năng là họ sẽ thực hiện một *sự lựa chọn đối nghịch* là cho người đi vay có độ rủi ro cao vay tiền dù rằng đó là điều người cho vay luôn muốn tránh bởi vì những người đi vay có độ rủi ro cao lại thường là những người rất tích cực tìm cách vay được tiền. Vì biết được nguy cơ này nên trong nhiều trường hợp người cho vay sẽ quyết định không cho vay nữa. Hoặc trên thị trường chứng khoán, do thiếu thông tin về các công ty phát hành chứng khoán, nhà đầu tư có xu hướng trả một mức giá tương ứng với các chứng khoán có chất lượng trung bình trên thị trường, kết quả là những công ty hoạt động kém sẽ sẵn sàng bán với mức giá mà nhà đầu tư muốn mua trong khi những công ty hoạt động tốt sẽ đòi hỏi giá chứng khoán của họ phải cao hơn mức giá trung bình đó. Kết quả là nếu mua chứng khoán nhà đầu tư sẽ có thể thực hiện *một lựa chọn đối*

ngịch, tức là mua phải chứng khoán của các công ty hoạt động kém. Do ý thức được khả năng này nên nhà đầu tư có thể quyết định không mua chứng khoán nữa. Như vậy, nguy cơ lựa chọn đối nghịch đã hạn chế các dòng vốn lưu chuyển từ những người dư thừa vốn sang những người cần vốn.

Rủi ro đạo đức xuất hiện sau khi giao dịch về vốn đã được thực hiện. Do người đi vay nắm được nhiều thông tin hơn người cho vay về quá trình sử dụng vốn vay, họ có thể che giấu thông tin và thực hiện những hoạt động gây rủi ro cho khoản vốn vay mà người cho vay không mong muốn. Người cho vay trong nhiều trường hợp do e ngại nguy cơ này mà quyết định tốt nhất là không nên cho vay. Rủi ro đạo đức còn nảy sinh trong các hợp đồng vốn cổ phần (equity contracts) dưới dạng vấn đề người uỷ thác và đại lý (principal – agent problem). Vấn đề người uỷ thác và đại lý xuất hiện khi người quản lý công ty không phải là người sở hữu hay là người chỉ sở hữu phần nhỏ công ty. Chẳng hạn trường hợp Ban giám đốc được thuê. Do người được uỷ thác để quản lý công ty (tức là Ban giám đốc) có nhiều thông tin về công ty hơn những người uỷ thác nên họ có thể có những động cơ làm lợi cho cá nhân chứ không phải là làm lợi cho người uỷ thác, tức là các cổ đông. Vấn đề này là khó tránh khỏi trước hiện thực là ngày nay trên thế giới hầu hết các công ty cổ phần đều có số lượng cổ đông rất đông đảo, ngay cả các thành viên trong Hội đồng quản trị của nhiều công ty lớn cũng không sở hữu quá bán (hơn 50%) số cổ phần, các thành viên của Ban giám đốc, đặc biệt là Tổng giám đốc thường là người được thuê hoặc nếu có nắm giữ cổ phiếu của công ty thì cũng không nhiều. Trong điều kiện kinh tế hoạt động tốt, những người quản lý có thể giấu diếm được các cổ đông những chi phí bất hợp lý mà công ty phải chịu do những chi phí này chủ yếu chỉ phục vụ lợi ích của người quản lý (ví dụ phương tiện đi lại đắt tiền, tiền thưởng cao...). Nhưng khi nền kinh tế rơi vào suy thoái thì những hạn chế đó sẽ lộ rõ. Tình trạng đổ vỡ phá sản của hàng loạt các công ty ở Hàn Quốc vào thời kỳ khủng hoảng tài chính năm 1997 cho thấy chỉ đến lúc đó các cổ đông mới nhận ra họ đã bị những người họ uỷ thác lừa.

Dường như là rủi ro đạo đức sẽ không thể xảy ra với các hợp đồng nợ (debt contracts) do thu nhập của người cho vay từ hợp đồng nợ được đảm bảo là xác định trước, không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của người đi vay. Bất chấp Ban giám đốc có làm gì có lợi cho mình thì khoản tiền lãi mà công ty phải trả vẫn thế. Thực tế thì không phải vậy. Các hợp đồng nợ cũng vẫn phải đối diện với rủi ro đạo đức. Do khoản lãi phải trả cho các trái chủ là cố định nên nếu càng làm ra lãi nhiều thì người đi vay càng lợi. Do đó, họ có thể sẽ tham gia vào các dự án rủi ro hơn nhằm kiếm lãi lớn khiến cho rủi ro những người cho vay không thu hồi được vốn cho vay sẽ cao hơn.

Những vấn đề về thông tin bất cân xứng này có thể giải quyết bằng cách người cho vay tăng cường thu thập thông tin về người đi vay thông qua việc mua thông tin hoặc tổ chức

giám sát quá trình sử dụng vốn của người đi vay. Tuy nhiên do vấn đề “người đi nhờ xe” (free-rider problem) mà những nguy cơ lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức trên thị trường tài chính không thể giải quyết triệt để. Khi một số nhà đầu tư trên thị trường tài chính mua thông tin về một công ty hoặc tổ chức giám sát hoạt động sử dụng vốn của một công ty, những nhà đầu tư khác cũng cung cấp vốn vay cho công ty đó có thể tránh việc phải bỏ chi phí cho việc mua thông tin hay giám sát bằng cách bắt chước các hoạt động mua bán chứng khoán của các nhà đầu tư ở trên. Kết quả là không nhà đầu tư nào muốn mua thông tin hay giám sát khi họ không được lợi thế gì hơn so với các nhà đầu tư không bỏ tiền ra.

2. Vai trò của trung gian tài chính trong việc khắc phục hạn chế của kênh tài chính trực tiếp

Các trung gian tài chính (financial intermediaries) là những tổ chức kinh doanh trong lĩnh vực tài chính – tiền tệ. Hoạt động chủ yếu và thường xuyên của các tổ chức này là tập hợp các khoản vốn nhàn rỗi trong nền kinh tế lại rồi tiến hành cung ứng cho những nơi có nhu cầu về vốn vay. Với các hoạt động như vậy, các trung gian tài chính đóng vai trò là cầu nối giữa những chủ thể cung vốn và cầu vốn trong nền kinh tế.

Với tư cách là tổ chức chuyên hoạt động trong lĩnh vực lưu chuyển vốn, các trung gian tài chính có thể làm gì để giảm bớt những hạn chế nêu trên?

2.1. Vai trò của trung gian tài chính trong việc giảm bớt chi phí giao dịch

Các trung gian tài chính có khả năng giảm được chi phí giao dịch trong quá trình lưu chuyển vốn là nhờ vào tính kinh tế do quy mô hoạt động lớn và tính chuyên nghiệp cao.

Với lợi thế nguồn vốn huy động lớn, các trung gian tài chính có thể giảm chi phí giao dịch tính trên mỗi đồng vốn. Chẳng hạn trên thị trường chứng khoán, chi phí để mua 10,000 cổ phiếu cũng không đắt hơn chi phí để mua 50 cổ phiếu là bao. Do đó, các trung gian tài chính như các quỹ đầu tư khi mua bán chứng khoán với khối lượng lớn trên thị trường sẽ chịu chi phí môi giới tính trên mỗi đồng vốn đầu tư thấp hơn nhiều so với các nhà đầu tư riêng lẻ. Chẳng những thế, nhờ vào quy mô vốn lớn, các trung gian tài chính có thể đa dạng hoá danh mục đầu tư để giảm thiểu rủi ro mà không làm tăng chi phí nhiều như các nhà đầu tư riêng lẻ.

Chi phí quản lý tính trên từng đồng vốn cũng giảm đáng kể khi quy mô vốn đầu tư lớn. Hoạt động với quy mô lớn tạo điều kiện để các trung gian tài chính đầu tư vào các hệ thống máy tính đắt tiền dùng cho quản lý và tiến hành hàng triệu giao dịch mà vẫn đảm bảo chi phí tính trên mỗi giao dịch ở mức thấp.

Tính chuyên nghiệp cũng là một yếu tố làm giảm chi phí giao dịch. Do chuyên hoạt động trong lĩnh vực tiền tệ - tài chính, các trung gian chẳng những sẽ có nhiều kinh nghiệm để

quản lý vốn hiệu quả hơn mà còn có thể đề ra các giải pháp để giảm chi phí giao dịch nhằm nâng cao mức lợi nhuận.

2.2. Vai trò của trung gian tài chính trong việc giảm bớt chi phí thông tin

Các trung gian tài chính chuyên hoạt động trong lĩnh vực tài chính tiền tệ nên họ được trang bị đầy đủ hơn những người cho vay đơn lẻ cả về kiến thức và kinh nghiệm, nhờ đó họ có thể thu thập và xử lý thông tin hiệu quả hơn, giúp đánh giá được chính xác hơn mức độ rủi ro của các dự án xin vay, qua đó giảm thiểu được nguy cơ chọn lựa đối nghịch. Hơn nữa họ cũng sẽ có khả năng kiểm soát tốt hơn quá trình sử dụng vốn của người đi vay, nhờ đó giảm bớt được những thiệt hại do rủi ro đạo đức gây ra.

Không những thế, các trung gian tài chính còn khắc phục được vấn đề “người đi nhờ xe”, do họ chủ yếu cung cấp vốn thông qua các khoản cho vay trực tiếp chứ không thông qua việc mua chứng khoán. Các khoản vay trực tiếp này không được mua bán trên thị trường nên những nhà đầu tư khác không thể lợi dụng. Chi phí các trung gian tài chính bỏ ra để mua thông tin và giám sát hoạt động của người đi vay nhằm giảm tình trạng thông tin bất cân xứng sẽ đem lại cho họ những lợi thế mà các nhà đầu tư khác nếu không bỏ tiền ra thì không thể có được.

Với trường hợp các hợp đồng vốn, các trung gian tài chính có thể khắc phục những vấn đề như “người uỷ thác và đại lý” và “người đi nhờ xe” thông qua các quỹ đầu tư mạo hiểm. Các quỹ này huy động vốn từ các nhà đầu tư riêng lẻ rồi sử dụng để tài trợ cho các doanh nghiệp có triển vọng thực hiện các dự án kinh doanh của mình dưới hình thức góp vốn liên doanh. Để ngăn ngừa khả năng phát sinh các rủi ro đạo đức, các quỹ này sẽ cử người tham gia vào bộ máy điều hành của doanh nghiệp nhận vốn để giám sát chặt chẽ tình hình thu nhập hay lợi nhuận của doanh nghiệp đó. Mặt khác, cổ phần của các doanh nghiệp đó cũng không được phép bán ra cho ai khác ngoài quỹ đầu tư. Do đó, quỹ đầu tư không còn phải lo ngại về tình trạng “người đi nhờ xe” nữa.

Tóm lại, với những ưu thế về quy mô hoạt động, tính chuyên nghiệp và các dịch vụ tài chính đặc thù (như khoản vay trực tiếp, đầu tư mạo hiểm...), các trung gian tài chính có khả năng khắc phục khá hiệu quả những hạn chế của kênh tài chính trực tiếp, và do đó ngày càng đóng vai trò quan trọng trong việc lưu chuyển vốn trong nền kinh tế.

3. Các loại hình trung gian tài chính

3.1. Các tổ chức nhận tiền gửi (Depository Institutions)

Các tổ chức nhận tiền gửi là các trung gian tài chính huy động tiền nhàn rỗi thông qua các dịch vụ nhận tiền gửi rồi cung cấp cho những chủ thể cần vốn chủ yếu dưới hình thức

các khoản vay trực tiếp. Không chỉ có vai trò quan trọng trong kênh tài chính gián tiếp các tổ chức này còn tham gia vào quá trình cung ứng tiền cho nền kinh tế.

Các tổ chức nhận tiền gửi bao gồm các ngân hàng thương mại (commercial banks)⁴⁴ và các tổ chức tiết kiệm (thrift institutions) như các hiệp hội tiết kiệm và cho vay (savings and loan associations), các ngân hàng tiết kiệm (savings banks), các quỹ tín dụng.

3.1.1. Ngân hàng thương mại (Commercial bank)

Ngân hàng thương mại là loại hình ngân hàng xuất hiện đầu tiên và phổ biến nhất hiện nay. Các ngân hàng thương mại huy động vốn chủ yếu dưới dạng: Tiền gửi thanh toán (checkable deposits), tiền gửi tiết kiệm (saving deposits), tiền gửi có kỳ hạn (time deposits). Vốn huy động được dùng để cho vay: cho vay thương mại (commercial loans), cho vay tiêu dùng (consumer loans), cho vay bất động sản (mortgage loans⁴⁵) và để mua chứng khoán chính phủ, trái phiếu của chính quyền địa phương.

Ngân hàng thương mại kinh doanh chủ yếu trong lĩnh vực tín dụng ngắn hạn, tuy nhiên gần đây nhờ nguồn vốn huy động dồi dào nó bắt đầu vươn sang lĩnh vực tín dụng trung và dài hạn. Ngoài ra ngân hàng thương mại còn cung cấp các dịch vụ thanh toán qua ngân hàng và buôn bán ngoại tệ.

Ngân hàng thương mại dù ở quốc gia nào cũng đều là nhóm trung gian tài chính lớn nhất. Đây cũng là các trung gian tài chính mà các chủ thể kinh tế giao dịch thường xuyên nhất.

3.1.2. Các hiệp hội tiết kiệm và cho vay (Savings and Loan Associations - S&Ls)

Các hiệp hội này xuất hiện khá phổ biến ở Mỹ từ những năm 50. Nguồn vốn chủ yếu của các hiệp hội này là các khoản tiền gửi thanh toán, tiền gửi tiết kiệm và tiền gửi có kỳ hạn. Phần còn lại (khoảng 20 - 30%) thì vay từ các nguồn khác và vay của chính quyền địa phương hay trung ương. Tiền vốn thu được chủ yếu để cho vay bất động sản (chủ yếu là nhà ở) với thời hạn dài. Thời kỳ đầu, các hiệp hội này bị giới hạn trong các khoản cho vay bất động sản và không được cung cấp các tài khoản thanh toán. Nhưng từ những năm 80 trở đi các hiệp hội tiết kiệm và cho vay đã được phép cung cấp các tài khoản thanh toán, cho vay tiêu dùng và thực hiện hàng loạt các hoạt động khác mà trước đây chỉ giới hạn ở các ngân hàng thương mại. Ngày nay, sự khác biệt về phạm vi hoạt động giữa các hiệp hội tiết kiệm và cho vay với các ngân hàng thương mại hầu như không đáng kể.

⁴⁴ Các ngân hàng đầu tiên ra đời ở Ý vào thời kỳ Phục hưng. Các ngân hàng có nguồn gốc từ những người đổi tiền (money changers). Từ “ngân hàng – bank” có nguồn gốc từ từ “banca” trong tiếng Ý nghĩa là cái ghế băng là nơi những người đổi tiền thường ngồi để tiến hành các hoạt động kinh doanh. Ngân hàng tại Mỹ thường được hiểu là các ngân hàng thương mại, nhưng ở Đức đó lại là các ngân hàng đa năng (universal banks). Hoạt động của các ngân hàng này bao trùm toàn bộ các lĩnh vực tài chính, tiền tệ chứ không hạn hẹp như ngân hàng thương mại.

⁴⁵ Là hình thức cho vay trong đó ngân hàng cho người đi vay vay để mua bất động sản, người đi vay sẽ hoàn trả cả vốn và lãi cho ngân hàng dưới dạng các khoản thanh toán bằng nhau theo định kỳ trong một khoảng thời gian nhất định (thường là trên 25 năm). Bất động sản sau khi mua được sử dụng làm vật thế chấp để đảm bảo cho khoản vay này.

Chúng đã trở thành những đối thủ cạnh tranh đáng gờm của các ngân hàng thương mại trong nhiều lĩnh vực.

S&Ls có nguồn gốc từ các “Liên hiệp xây dựng” (Building society) ở Anh, một hình thức hiệp hội tiết kiệm với mục đích giúp các thành viên có thể mua được nhà ở. Hàng tháng các thành viên sẽ đóng góp một khoản tiền nhất định và hiệp hội sẽ thu xếp cho vay để mỗi tháng có một thành viên có thể mua nhà được. Thành viên được vay sẽ trả từng phần hàng tháng cho đến khi hết nợ. Hiệp hội sẽ tự động giải tán khi tất cả các thành viên đều mua được nhà. Ngày nay thì các hiệp hội tiết kiệm và cho vay còn chấp nhận cả những thành viên tham gia không với mục đích mua nhà mà chỉ là để hưởng lãi.

3.1.3. Ngân hàng tiết kiệm (Savings bank)

Ngân hàng tiết kiệm được thành lập với mục đích huy động các khoản tiền tiết kiệm của các cá nhân trong xã hội. Chủ nhân của các ngân hàng tiết kiệm cũng chính là những người gửi tiền tiết kiệm. Khởi đầu có một nhóm người đứng ra khởi xướng thành lập ngân hàng. Sau khi tạm đủ số người hưởng ứng, họ họp đại hội cổ đông, soạn thảo ra điều lệ hoạt động và xin giấy phép thành lập. Những cổ đông này hầu hết là người bỏ những khoản tiền tiết kiệm đầu tiên vào để tạo thành vốn hoạt động của ngân hàng. Kể từ đó về sau, mỗi khi có thêm khoản tiền tiết kiệm mới, họ lại tiếp tục gửi vào ngân hàng và khi cần có tiền để kinh doanh hoặc tiêu dùng, họ lại đi vay từ chính ngân hàng đó. Có một điều cần chú ý là ngân hàng không mở rộng thêm cổ đông, do đó những người tham gia gửi tiền tiết kiệm sau này sẽ là khách hàng chứ không phải là chủ nhân. Hàng năm lợi tức của ngân hàng nếu không nhập vào tài sản của ngân hàng thì sẽ được chia cho những người gửi tiền tiết kiệm và sáng lập ra ngân hàng.

Phương thức hoạt động của ngân hàng tiết kiệm mang tính tương trợ là chủ yếu, chứ không như ngân hàng thương mại là nhằm mục đích kinh doanh là chính.

Vốn hoạt động chủ yếu của ngân hàng tiết kiệm là từ tiền gửi tiết kiệm của dân chúng hoặc là vốn đóng góp của các nhà hảo tâm với tính chất hỗ trợ người nghèo là chính hơn là đóng góp để kiếm lời. Loại ngân hàng này không phát hành các công cụ nợ để vay vốn của công chúng và cũng hầu như không vay của các tổ chức nước ngoài hay NHTW, trừ trường hợp đặc biệt thiếu tiền mặt.

Do tính chất đặc biệt của vốn huy động, các ngân hàng tiết kiệm cho vay rất thận trọng. Tiêu chuẩn hàng đầu trong vấn đề cho vay là sự an toàn. Đối tượng cho vay chủ yếu là các khoản vay cầm cố, thế chấp bằng nhà cửa, tài sản hoặc chứng khoán. Tiếp đó là đầu tư vào chứng khoán hoặc cho các ngân hàng thương mại khác vay. Nhìn chung những người được vay tiền tại các ngân hàng này cũng chính là những người đã gửi tiền tiết kiệm vào ngân hàng. Lãi suất cho vay thường rất thấp vì nó mang tính chất tương trợ nhiều hơn là kinh doanh.

Ở Mỹ ngân hàng tiết kiệm tồn tại dưới hình thức các ngân hàng tiết kiệm tương trợ (Mutual savings banks). Các ngân hàng tiết kiệm tương trợ này thu hút tiền vốn bằng cách nhận tiền gửi và dùng chúng trước hết để cho vay thế chấp. Những người gửi tiền đồng thời là người chủ sở hữu các ngân hàng này. Trước năm 1980, các ngân hàng này bị hạn chế ở các khoản cho vay bất động sản, nhưng ngày nay họ đã được phép phát hành các tài khoản tiền gửi có thể phát séc dưới dạng các tài khoản NOW hay Super NOW và thực hiện các khoản cho vay khác ngoài cho vay bất động sản như vay tiêu dùng, vay cho sản xuất nông nghiệp, cũng như cung cấp các dịch vụ như tín thác, phát hành thẻ tín dụng.

Ở Việt nam không có ngân hàng tiết kiệm riêng biệt, hầu như tất cả các ngân hàng thương mại đều có bộ phận quỹ tiết kiệm để huy động vốn nhân rộng trong dân cư nhằm hình thành nguồn vốn chung của ngân hàng thương mại.

3.1.4. Quỹ tín dụng

Quỹ tín dụng được thành lập theo hình thức góp vốn cổ phần và hoạt động theo nguyên tắc tập thể, tự nguyện, hợp tác và bình đẳng. Các thành viên của quỹ góp tiền vào quỹ dưới hình thức mua các thẻ thành viên (tương tự như cổ phiếu) có mệnh giá bằng nhau. Sau đó, họ cùng nhau bầu ra người quản lý. Các thành viên của quỹ sẽ được hưởng quyền vay tiền của quỹ khi cần. Khi cần thêm vốn, quỹ lại phát hành thêm thẻ thành viên và tiếp nhận thêm những thành viên mới. Thông thường quỹ không cho người ngoài vay tiền. Ngoài cho các thành viên vay, quỹ cũng có thể đầu tư vào chứng khoán.

Ở Việt nam, quỹ tín dụng tồn tại dưới dạng các tổ chức tín dụng hợp tác. Đây là tổ chức kinh doanh tiền tệ và làm dịch vụ ngân hàng, do các tổ chức, cá nhân và hộ gia đình tự nguyện thành lập để hoạt động ngân hàng theo Luật Các tổ chức tín dụng và Luật Hợp tác xã nhằm mục tiêu chủ yếu là tương trợ nhau phát triển sản xuất, kinh doanh và đời sống. Tổ chức tín dụng hợp tác gồm ngân hàng hợp tác, quỹ tín dụng nhân dân, hợp tác xã tín dụng và các hình thức khác⁴⁶. Theo Điều 64 Luật Các tổ chức tín dụng: “Tổ chức tín dụng hợp tác được huy động vốn của các thành viên và của các tổ chức cá nhân để cho các thành viên vay. Việc cho các đối tượng không phải là thành viên vay phải được Đại hội thành viên hoặc Đại hội đại biểu chấp thuận và không được vượt quá tỷ lệ tối đa do Ngân hàng Nhà nước quy định”.

Ở Mỹ, các **liên hiệp tín dụng (Credit Unions)** cũng có mô hình tương tự như quỹ tín dụng. Đây là các tổ chức cho vay có quy mô nhỏ, có tính chất hợp tác xã, được tổ chức xung quanh một nhóm xã hội đặc biệt (ví dụ các nhân viên của một công ty). Mục đích của các liên hiệp này là cho các thành viên vay với mức lãi suất thấp nhất có thể. Họ thu

⁴⁶ Điều 20 khoản 5 Luật Các tổ chức tín dụng.

nhận vốn bằng cách bán cổ phần cho các thành viên và các thành viên ngoài việc được quyền vay ưu đãi còn được hưởng cả lãi từ cổ phần mà họ mua. Các khoản vay từ quỹ chủ yếu phục vụ nhu cầu mua hàng hoá tiêu dùng hơn là mua nhà. Từ sau năm 1980, các liên hiệp tín dụng này cũng được phép phát hành các tài khoản tiền gửi thanh toán và có thể thực hiện các khoản cho vay bất động sản ngoài các khoản cho vay tiêu dùng.

3.2. Các công ty tài chính (Finance companies)

Các trung gian tài chính này huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu, trái phiếu, hay thương phiếu. Các công ty tài chính cung ứng chủ yếu các loại tín dụng trung hạn và dài hạn, ví dụ cho người tiêu dùng vay tiền để mua sắm đồ đạc, xe hơi, tu bổ nhà hoặc cho các doanh nghiệp nhỏ vay. Ngoài ra, các công ty tài chính còn thực hiện các dịch vụ cầm, giữ hộ và quản lý các chứng khoán, các kim loại quý .v.v...

Nếu như hoạt động của các ngân hàng thương mại chủ yếu là tập hợp các khoản tiền gửi nhỏ để cho vay các khoản tiền lớn, thì các công ty tài chính lại huy động những khoản tiền lớn rồi chia ra để cho vay những khoản nhỏ. Một điểm khác biệt nữa là công ty tài chính không được huy động các dạng tiền gửi như ngân hàng thương mại cũng như không được thực hiện các dịch vụ thanh toán.

Trên thế giới có ba loại hình công ty tài chính chủ yếu sau:

+ **Công ty tài chính bán hàng** (Sale finance company): Các công ty tài chính này gián tiếp cấp tín dụng cho người tiêu dùng để mua các món hàng từ một nhà bán lẻ hoặc từ một nhà sản xuất nào đó. Tín dụng được cấp dưới hình thức: các doanh nghiệp bán hàng trả góp cho khách hàng theo hợp đồng mẫu do công ty tài chính loại này cung cấp, sau đó hợp đồng được bán lại cho công ty tài chính. Như vậy khoản nợ của khách hàng với nhà sản xuất hoặc nhà bán lẻ đã chuyển thành khoản nợ của khách hàng đối với công ty tài chính. Các công ty tài chính loại này thường do các công ty sản xuất hay các nhà phân phối bán lẻ (retailing or manufacturing company) thành lập nên nhằm hỗ trợ cho hoạt động tiêu thụ hàng hoá của mình. Ví dụ tại Mỹ, General Motors Acceptance Corporation chuyên tài trợ cho khách hàng mua ô tô của hãng GM.

+ **Công ty tài chính tiêu dùng** (Consumer finance company): Công ty tài chính loại này cung ứng phần lớn nguồn vốn của mình cho các gia đình và cá nhân vay vào mục đích mua sắm hàng hoá tiêu dùng như các đồ đạc nội thất (giường, tủ...) và các đồ gia dụng (tủ lạnh, máy giặt...) hoặc sửa chữa nhà cửa. Hầu hết các khoản cho vay đều được trả góp định kỳ. Một cách cho vay khác là cấp thẻ tín dụng cho khách hàng để họ mua sắm ở hệ thống cửa hàng bán lẻ. Do các khoản vay của loại công ty tài chính này khá rủi ro nên công ty thường chỉ cho vay những khoản tiền nhỏ và với lãi suất cao hơn lãi suất thị trường. Khách hàng của các công ty tài chính tiêu dùng vì vậy cũng thường là những người không thể tìm được khoản tín dụng từ những nguồn khác và do vậy họ

thường phải chịu lãi suất cao hơn thông thường. Các công ty tài chính loại này có thể do các ngân hàng thành lập nên hoặc hoạt động độc lập dưới hình thức công ty cổ phần.

+ **Công ty tài chính kinh doanh** (Business finance company): Công ty tài chính loại này cấp tín dụng cho các doanh nghiệp dưới các hình thức như: Bao thanh toán (Nghệp vụ Factoring và Forfating) - Công ty cấp tín dụng dưới hình thức mua lại (chiết khấu) các khoản phải thu của doanh nghiệp; Cho thuê tài chính (Nghệp vụ Leasing)⁴⁷ - Công ty cấp tín dụng dưới hình thức mua các máy móc thiết bị mà khách hàng yêu cầu rồi cho khách hàng thuê; v.v...

Các khoản phải thu thường là tiền bán trả chậm hàng hoá hay dịch vụ. Do cần tiền ngay, các doanh nghiệp ký kết trước với công ty tài chính một hợp đồng trong đó công ty tài chính sẽ mua lại với giá chiết khấu tất cả các khoản thu chưa đến hạn thanh toán của mình phát sinh trong một khoảng thời gian nhất định.

Cho thuê tài chính là hoạt động tín dụng trung, dài hạn trên cơ sở hợp đồng cho thuê tài sản giữa bên cho thuê là công ty tài chính thuê mua với khách hàng thuê. Khi kết thúc thời hạn thuê, khách hàng mua lại hoặc tiếp tục thuê tài sản đó theo các điều kiện đã thoả thuận trong hợp đồng thuê. Trong thời hạn cho thuê, các bên không được đơn phương huỷ bỏ hợp đồng⁴⁸. Trong nghiệp vụ cho thuê tài chính, bên cho thuê sẽ mua tài sản theo yêu cầu của bên thuê. Bên thuê có nghĩa vụ bảo dưỡng, sửa chữa tài sản thuê trong thời hạn thuê và không được dùng tài sản thuê để cầm cố, thế chấp hoặc để bảo đảm cho bất kỳ một nghĩa vụ tài chính nào⁴⁹.

Do nhu cầu chuyên môn hoá, trên thực tế còn xuất hiện các công ty tài chính chuyên hoạt động trong lĩnh vực bao thanh toán (các công ty factor) hay cho thuê tài chính (công ty cho thuê tài chính – leasing company – cung cấp cả dịch vụ thuê mua và thuê vận hành).

3.3. Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng (Contractual Savings Institutions)

Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng là những trung gian tài chính thu nhận vốn theo định kỳ trên cơ sở các hợp đồng đã ký kết với khách hàng. Do số tiền và thời gian phải thanh toán có thể dự đoán được khá chính xác nên các trung gian tài chính này có xu hướng đầu tư số vốn thu nhận được vào các tài sản có tính lỏng thấp, đặc biệt là các chứng khoán dài

⁴⁷ Ngoài hình thức cho thuê tài chính hay cho vay thuê mua, các công ty tài chính ngày nay còn cung cấp cả hình thức cho thuê vận hành, có thời hạn ngắn. Trong hình thức cho thuê này, công ty tài chính có trách nhiệm duy tu, bảo dưỡng và cung cấp mọi vật liệu cần thiết để máy móc hoạt động tốt, khách hàng thuê chỉ phải trả tiền thuê. Phổ biến nhất là cho thuê vận hành các thiết bị văn phòng như máy tính, máy photocopy...

⁴⁸ Điều 20 khoản 11 Luật Các tổ chức tín dụng.

⁴⁹ Điều 63 Luật Các tổ chức tín dụng.

hạn như cổ phiếu, trái phiếu hoặc các khoản vay trả góp mua bất động sản.

Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng bao gồm các công ty bảo hiểm (bảo hiểm nhân thọ, bảo hiểm tài sản và tai nạn) và các quỹ trợ cấp hưu trí.

3.3.1. Các công ty bảo hiểm (Insurances Companies)

Công ty bảo hiểm có chức năng chủ yếu là cung cấp phương tiện để bảo vệ các hộ gia đình hoặc các hãng kinh doanh trước những tổn thất về tài chính do những rủi ro nhất định gây ra thông qua việc cung cấp các hợp đồng bảo hiểm cam kết sẽ bồi thường cho người mua một khoản tiền nhất định trong trường hợp xảy ra rủi ro.

Các rủi ro được bảo hiểm bao gồm các tai nạn, mất trộm, cháy (bảo hiểm tài sản và tai nạn), ốm đau, mất khả năng làm việc (bảo hiểm sức khỏe và thương tật), chết (bảo hiểm nhân thọ).

Các công ty bảo hiểm thu phí bảo hiểm (premiums) để thành lập nên quỹ bảo hiểm phục vụ cho mục đích bồi thường. Do hầu hết các khoản phí bảo hiểm đều được thu hết trước khi bồi thường nên công ty bảo hiểm có một khoảng thời gian từ dưới 1 năm cho tới hàng chục năm để sử dụng quỹ bảo hiểm. Tiền trong quỹ bảo hiểm khi chưa dùng để bồi thường sẽ được đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu, bất động sản hoặc thực hiện các hoạt động đầu tư tài chính khác như góp vốn liên doanh, thành lập công ty chứng khoán, cung cấp các khoản tín dụng trực tiếp...

3.3.2. Các quỹ trợ cấp hưu trí (Pension and retirement funds)

Các quỹ trợ cấp hưu trí được thành lập với mục đích giúp cho người lao động khi về hưu có được những khoản thu nhập ổn định thông qua cung cấp các chương trình lương hưu (pension plans).

Các chương trình lương hưu này quy định những khoản đóng góp định kỳ của những người tham gia vào chương trình trong thời gian những người này còn đang làm việc để khi về hưu họ sẽ được nhận tiền trợ cấp hưu trí (hay lương hưu) được trả một lần khi về hưu hoặc trả định kỳ đều đặn cho đến khi chết.

Các chương trình lương hưu không chỉ được đóng góp bởi những người lao động mà cả các chủ thuê lao động và thậm chí cả chính phủ.

Các khoản tiền quỹ trợ cấp hưu trí thu được dùng để đầu tư nhằm đạt được mức sinh lời nhất định trong khi vẫn đảm bảo an toàn cho khoản vốn. Do số tiền mà các quỹ phải chi trả hàng năm có thể dự đoán với độ chính xác cao nên quỹ thường đầu tư số tiền nhân rủi của mình vào các công cụ đầu tư dài hạn như cổ phiếu, trái phiếu, các khoản vay mua trả góp bất động sản... Ngoài ra, các quỹ này còn đầu tư vào các tài sản tài chính có độ rủi ro thấp như tiền gửi ngân hàng, các loại kỳ phiếu do ngân hàng phát hành. Như vậy hoạt động của các quỹ hưu trí không chỉ đảm bảo khoản thu nhập thường xuyên ổn định cho

những người về hưu mà còn góp phần lưu chuyển vốn nhân rủi đến những nơi có nhu cầu về vốn.

Các chương trình lương hưu được chia làm hai loại:

- Loại căn cứ vào mức độ đóng góp (a defined-contribution plan): là chương trình lương hưu trong đó số tiền nhận được của những người tham gia phụ thuộc vào số tiền đã đóng góp và khoản tiền lời từ việc đầu tư các khoản đóng góp đó.
- Loại căn cứ vào mức độ trợ cấp (a defined-benefit plan): là chương trình lương hưu trong đó số tiền người tham gia được hưởng khi về hưu được xác định không căn cứ vào mức độ đóng góp mà vào thời gian làm việc và mức lương của người đó. Loại chương trình này có hạn chế là có thể xảy ra trường hợp số tiền mà người tham gia đóng góp không đủ để trả cho số tiền mà họ sẽ nhận được sau khi về hưu.

Ngoài ra, các chương trình lương hưu còn quy định thời gian tối thiểu phải tham gia đóng góp hoặc số năm tối thiểu phải làm việc tại một công ty để được nhận lương hưu từ quỹ trợ cấp hưu trí của công ty đó.

Sự phát triển của các quỹ trợ cấp hưu trí nhận được sự hỗ trợ tích cực từ phía chính phủ thông qua các chính sách ưu đãi về thuế. Ví dụ: các khoản đóng góp vào chương trình lương hưu của cả người lao động và chủ thuê lao động đều được miễn trừ thuế thu nhập⁵⁰. Ở nhiều nước như Đức, Nhật, Mỹ, chính phủ còn cam kết tài trợ để số tiền lương hưu tối thiểu lên tới một mức nhất định.

Các quỹ trợ cấp hưu trí hoạt động dưới hai hình thức sau:

Các chương trình trợ cấp hưu trí tư nhân (Private Pension Plans): Các chương trình này do các công ty thành lập nhằm mục đích hỗ trợ cho những người lao động trong công ty. Các chương trình này sẽ do một ban quản lý quỹ chịu trách nhiệm điều hành bao gồm các hoạt động thu tiền đóng góp, chi trả lương hưu và thực hiện việc đầu tư bằng nguồn vốn quỹ. Các chương trình này cũng có thể được uỷ thác cho ngân hàng hoặc công ty bảo hiểm nhân thọ quản lý.

Hoạt động của các chương trình này luôn gặp rủi ro không đủ tiền để trả lương hưu do khoản đóng góp không đủ để tài trợ cho việc chi trả (với trường hợp lương hưu được xác định không căn cứ vào mức độ đóng góp) hoặc do yếu kém trong việc đầu tư gây thất thoát tiền quỹ... Chính vì vậy Luật các nước thường quy định việc báo cáo định kỳ theo những tiêu chuẩn nhất định về hoạt động của các quỹ, đưa ra những quy định về số năm tối thiểu phải tham gia chương trình, những giới hạn về phạm vi được đầu tư của quỹ,

⁵⁰ Ở Mỹ, những người không đi làm công cũng vẫn có thể được hưởng những ưu đãi về thuế như vậy khi tham gia vào các chương trình lương hưu cá nhân hoặc mở các tài khoản hưu trí cá nhân (IRAs – Individual retirement accounts)

cũng như giao trách nhiệm giám sát cho một cơ quan chức năng (ví dụ Bộ Lao động⁵¹). Thậm chí ở nhiều nước còn thành lập các tổ chức trực thuộc chính phủ (ví dụ ở Mỹ là Pension Benefit Guarantee Corporation hay còn gọi là “Penny Benny”) hoạt động như một công ty bảo hiểm cho các quỹ trợ cấp hưu trí. Các tổ chức này thu phí bảo hiểm từ các chương trình trợ cấp hưu trí tư nhân đổi lại cam kết thanh toán mức trợ cấp hưu trí tối thiểu cho một người lao động (ví dụ ở Mỹ là 30.000 USD mỗi năm) trong trường hợp các quỹ trợ cấp nói trên phá sản hoặc không thể thực hiện chi trả đủ tiền vì những lý do khác.

Các chương trình trợ cấp hưu trí công cộng (Public Pension Plans): Các chương trình này còn có tên gọi khác là Bảo hiểm xã hội (Social Security⁵²). Hầu hết tất cả những người lao động và chủ thuê lao động bị bắt buộc phải tham gia chương trình này⁵³. Phần đóng góp được xác định trên cơ sở mức lương của người lao động. Người lao động và chủ thuê lao động sẽ chia nhau đóng góp⁵⁴. Bảo hiểm xã hội không chỉ chi trả lương hưu mà cả chi phí khám chữa bệnh và trợ cấp mất sức lao động. Cũng như các chương trình trợ cấp hưu trí tư, các chương trình trợ cấp hưu trí công đang phải đối mặt với nguy cơ thiếu hụt tiền để chi trả do những khoản chi trả bảo hiểm xã hội không hoàn toàn phụ thuộc vào mức độ đóng góp trước đây của người hưởng lợi cũng như do tỷ lệ người già tăng nhanh trong xã hội. Thực tế này đòi hỏi nhiều nước phải cải cách các chương trình Bảo hiểm xã hội theo hướng tư nhân hoá hoặc đa dạng hoá hình thức đầu tư vào những lĩnh vực rủi ro hơn nhưng mức sinh lời cao hơn như cổ phiếu và trái phiếu công ty.

3.4. Các trung gian đầu tư (Investment intermediaries)

Các trung gian đầu tư là các trung gian tài chính chuyên hoạt động trong lĩnh vực đầu tư. Chức năng chủ yếu của các tổ chức là hỗ trợ cho các chủ thể kinh tế huy động vốn để tài trợ cho các dự án đầu tư của mình cũng như giúp cho các nhà đầu tư nhỏ có thể đầu tư trực tiếp khoản tiền nhàn rỗi vào thị trường vốn. Trên thực tế, các trung gian đầu tư không đồng thời thực hiện tất cả các chức năng này mà thường chuyên môn hoá thực hiện từng chức năng.

3.4.1. Ngân hàng đầu tư (Investment bank)

Chức năng chủ yếu của các ngân hàng đầu tư là giúp đỡ các doanh nghiệp, chính phủ huy động vốn thông qua phát hành chứng khoán. Các ngân hàng đầu tư còn hỗ trợ cho việc hợp nhất giữa các công ty hoặc giúp một công ty này mua lại một công ty khác (M&A – Merger and Acquisition).

⁵¹ Ở Mỹ là Department of Labor.

⁵² Hoặc Old Age and Survivors’ Insurance Fund ở Mỹ.

⁵³ Ví dụ ở một số nước còn gọi khoản tiền phải nộp đó là thuế bảo hiểm xã hội – Social Security Taxes.

⁵⁴ Ví dụ ở Việt nam tỷ lệ đóng góp vào Bảo hiểm xã hội là 20% mức lương của người lao động trong đó người lao động đóng 5% còn chủ thuê lao động đóng 15%.

Các ngân hàng đầu tư hỗ trợ cho việc phát hành chứng khoán thông qua các hoạt động:

- Trước tiên là tư vấn cho các công ty nên phát hành cổ phiếu hay trái phiếu để huy động vốn, nếu phát hành trái phiếu thì nên phát hành với thời hạn bao lâu, lãi suất của trái phiếu ở mức nào?
- Một khi các công ty quyết định xong về loại chứng khoán sẽ phát hành, các ngân hàng đầu tư sẽ đứng ra bảo lãnh đợt phát hành chứng khoán (underwrite the securities), tức là cam kết sẽ mua các chứng khoán với một mức giá xác định, rồi sau đó đem bán ra thị trường thứ cấp.

Các ngân hàng đầu tư ra đời ở Mỹ, khi các ngân hàng thương mại của Mỹ bị cấm⁵⁵ không được tham gia bảo lãnh phát hành chứng khoán. Các ngân hàng đầu tư nổi tiếng của Mỹ hiện nay là Goldman, Sachs & Co., Morgan Stanley, Merrill Lynch, Salomon Brothers... Các ngân hàng này không chỉ nổi tiếng ở Mỹ mà còn là những ngân hàng đầu tư hàng đầu trên thế giới. Ở Đức, các ngân hàng đa năng (universal banks) được thực hiện tất cả các hoạt động của ngân hàng thương mại lẫn ngân hàng đầu tư. Ở Việt nam, các ngân hàng thương mại cũng không được phép trực tiếp tham gia vào hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán nhưng được phép thành lập các công ty chứng khoán (securities company)⁵⁶ hoạt động độc lập để thực hiện các hoạt động như các ngân hàng đầu tư.

3.4.2. Các công ty đầu tư mạo hiểm (Venture Capital Firms)

Nếu như các ngân hàng đầu tư hỗ trợ cho các công ty lớn huy động vốn thì các công ty đầu tư mạo hiểm (còn được gọi là các quỹ đầu tư mạo hiểm) chuyên hỗ trợ cho các doanh nghiệp mới thành lập (startup firms). Các doanh nghiệp này không chỉ thiếu về vốn mà cả kinh nghiệm quản lý. Vì vậy các công ty đầu tư mạo hiểm không chỉ giúp họ huy động vốn mà còn cung cấp các dịch vụ tư vấn. Các công ty đầu tư mạo hiểm sẽ rót vốn của mình vào doanh nghiệp và giúp đỡ ban giám đốc điều hành công ty phát triển đến một mức độ nhất định, có thể phát hành cổ phần trực tiếp ra thị trường. Khi đó công ty đầu tư mạo hiểm sẽ bán số cổ phần mà mình nắm giữ ra công chúng rồi chuyển sang một dự án đầu tư mạo hiểm khác.

3.4.3. Các quỹ đầu tư tương hỗ (Mutual funds)

Các quỹ đầu tư tương hỗ là các trung gian tài chính thực hiện việc huy động vốn từ các nhà đầu tư cá nhân thông qua phát hành các chứng chỉ góp vốn đầu tư⁵⁷ để đầu tư vào chứng khoán nhằm tận dụng những lợi thế về vốn lớn và kinh doanh chuyên nghiệp. Nhờ vào ưu thế vốn đầu tư lớn, các quỹ đầu tư tương hỗ có thể giảm thiểu chi phí giao dịch bằng cách mua bán chứng khoán với số lượng lớn và hạn chế rủi ro bằng cách đa dạng

⁵⁵ Theo luật “Glass Steagall Act of 1933”.

⁵⁶ Các công ty bảo hiểm cũng được thành lập các công ty chứng khoán như các ngân hàng thương mại.

⁵⁷ Có thể coi như cổ phiếu của quỹ đầu tư.

hoá danh mục các chứng khoán nắm giữ. Không chỉ vậy, ưu thế vượt trội của các quỹ đầu tư so với các nhà đầu tư riêng lẻ còn thể hiện ở chỗ chúng được đặt dưới sự quản lý của các chuyên gia về kinh doanh chứng khoán.

Bên cạnh các quỹ đầu tư tương hỗ đầu tư vào cả cổ phiếu và trái phiếu, còn xuất hiện các quỹ chuyên đầu tư vào từng loại chứng khoán, ví dụ các quỹ chuyên đầu tư vào các cổ phiếu thường hoặc các quỹ chuyên đầu tư vào các chứng khoán nợ. Các quỹ đầu tư vào cổ phiếu thường còn được chuyên môn hoá hơn nữa, chẳng hạn chỉ nắm giữ các chứng khoán nước ngoài hoặc chứng khoán của một ngành kinh tế nào đó ví dụ ngành năng lượng hoặc công nghệ cao. Các quỹ đầu tư vào chứng khoán nợ cũng được chuyên môn hoá vào trái phiếu công ty hoặc trái phiếu chính phủ, vào chứng khoán ngắn hạn hoặc dài hạn.

Các quỹ đầu tư tương hỗ được tổ chức theo hai hình thức: các quỹ đầu tư mở (open-end fund) và các quỹ đầu tư đóng (closed-end fund).

- Các quỹ đầu tư mở (open-end fund) liên tục phát hành thêm chứng chỉ đầu tư mới khi có người muốn đầu tư vào quỹ hoặc hoàn lại vốn cho các chứng chỉ cũ theo giá trị tài sản ròng của chúng (NAV – Net asset value). Giá trị tài sản ròng của mỗi chứng chỉ đầu tư của quỹ đầu tư mở bằng tổng giá trị thị trường của các chứng khoán mà quỹ đó nắm giữ chia cho tổng số chứng chỉ đã phát hành của quỹ.
- Các quỹ đầu tư đóng chỉ huy động vốn một lần từ các nhà đầu tư trong lần phát hành chứng chỉ đầu tư ra công chúng lúc thành lập. Quỹ đầu tư đóng không phát hành thêm chứng chỉ đầu tư để huy động thêm vốn và cũng không chấp nhận hoàn vốn cho các chứng chỉ này. Các chứng chỉ đầu tư của quỹ đầu tư đóng được mua bán trên thị trường như các cổ phiếu thường. Khác với chứng chỉ đầu tư của quỹ đầu tư mở, giá của các chứng chỉ của quỹ đầu tư đóng có thể cao hơn hoặc thấp hơn giá trị tài sản ròng của chúng, tùy thuộc vào các yếu tố như tính lông của các chứng chỉ này và trình độ quản lý quỹ.

Trên thế giới, loại hình quỹ đầu tư mở phổ biến hơn so với quỹ đầu tư đóng do cổ phần của quỹ đầu tư mở có tính lỏng cao hơn. Quỹ đầu tư tương hỗ thường đặt dưới sự quản lý của các công ty đầu tư chuyên nghiệp hoặc các tổ chức tài chính khác. Các công ty này thu phí quản lý quỹ xấp xỉ 0,5% giá trị tài sản của quỹ mỗi năm.

3.4.4. Các quỹ đầu tư tương hỗ thị trường tiền tệ (Money market mutual funds)

Các quỹ đầu tư này hoạt động tương tự như các quỹ đầu tư tương hỗ trên thị trường vốn. Điểm khác biệt là đối tượng đầu tư của các quỹ này là các công cụ tài chính có chất

lượng cao trên thị trường tiền tệ⁵⁸ như: Tín phiếu kho bạc, thương phiếu và các chứng chỉ tiền gửi của ngân hàng. Do các chứng khoán mà quỹ đầu tư nắm giữ thường có thời hạn ít hơn 6 tháng và những biến động về giá trị thị trường của các chứng khoán này khá nhỏ nên các quỹ đầu tư này cho phép các chứng chỉ đầu tư được hoàn vốn với giá cố định. Lợi nhuận từ những thay đổi về giá trị thị trường của các chứng khoán được trả cho người đầu tư dưới dạng lãi suất. Do các chứng chỉ đầu tư được hoàn vốn với mức giá cố định nên các quỹ này cho phép các nhà đầu tư được ký phát séc với số tiền phải cao hơn mức tối thiểu do quỹ quy định (ở Mỹ mức tối thiểu đó thường là 500 USD) để thanh toán từ tài khoản của quỹ đầu tư mở tại một ngân hàng thương mại. Với đặc tính này, các chứng chỉ quỹ đầu tư tương hỗ thị trường tiền tệ có chức năng như là tiền gửi thanh toán tại ngân hàng nhưng lại được hưởng mức lãi suất cao hơn.

3.4.5. Các công ty quản lý tài sản (Asset Management Firms)

Các công ty này còn được gọi là các công ty quản lý đầu tư (investment management firms). Hoạt động chủ yếu của các công ty này là quản lý các quỹ tiền tệ tập trung như các quỹ đầu tư, quỹ hưu trí hoặc tài sản của các cá nhân, doanh nghiệp hay chính phủ⁵⁹.

4. Ngân hàng thương mại

4.1. Lịch sử phát triển của ngân hàng

Hoạt động ngân hàng với các nghiệp vụ truyền thống nhận tiền gửi, cho vay và cung ứng dịch vụ thanh toán cho khách hàng ra đời khi quan hệ sản xuất và trao đổi hàng hoá của xã hội đã phát triển ở mức độ cao. Quá trình hoàn thiện các nghiệp vụ ngân hàng và sự ra đời một ngân hàng hoàn chỉnh kéo dài hàng nghìn năm, bắt đầu từ hoạt động ngân hàng sơ khai vào khoảng 3500 năm trước công nguyên cùng với sự khởi đầu của các thiết chế tổ chức xã hội. Có thể chia quá trình phát triển của ngân hàng thành các giai đoạn chủ yếu sau:

Thời kỳ hoạt động của các ngân hàng sơ khai

Từ 3500 tr.CN đến 1800 tr.CN là giai đoạn phát triển của các ngân hàng sơ khai. Nghiệp vụ ban đầu của nghề kinh doanh tiền tệ là nhận giữ tiền vàng và các tài sản có giá trị khác được thực hiện bởi các nhà kim hoàn, các lãnh chúa, nhà thờ. Người gửi tiền được nhận lại một tờ giấy biên lai làm căn cứ để xác định quyền sở hữu và phải trả lệ phí gửi tiền.

Bảng cân đối của ngân hàng sơ khai

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ tiền mặt:	1.000.000	Tiền gửi khách hàng:	1.000.000
Tổng cộng:	1.000.000	Tổng cộng:	1.000.000

⁵⁸ Tức là các chứng khoán nợ ngắn hạn có lợi tức ổn định và mức độ an toàn cao.

⁵⁹ Khi đó chúng còn có tên gọi là các công ty tín thác (trust company).

Dần dần những người gửi tiền nhận thấy rằng thay vì sử dụng tiền vàng vốn khó khăn trong bảo quản và vận chuyển, họ có thể sử dụng các loại giấy chứng nhận quyền sở hữu vàng để thanh toán. Người nhận các chứng thư này không gặp khó khăn gì trong việc chuyển chúng sang tiền vàng. Đây là mầm mống đầu tiên của nghiệp vụ phát hành tiền giấy. Mặt khác những người nhận giữ tiền cũng phát hiện ra là trong cùng một khoảng thời gian có một số người đến đổi chứng thư lấy tiền nhưng cũng có những người khác gửi tiền vào. Sự bổ sung qua lại giữa lưu lượng gửi vào và rút ra làm xuất hiện một lượng tiền nhàn rỗi trong kho. Điều này chứng tỏ những người nhận giữ vàng giờ đây chỉ cần dự trữ tiền vàng với một tỷ lệ nhất định so với tổng số tiền gửi, phần còn lại có thể sử dụng để cho vay. Đến đây các ngân hàng đã bắt đầu tham gia vào quá trình cung ứng tiền.

Bảng cân đối của ngân hàng sau khi duy trì tỷ lệ dự trữ

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ tiền:	200.000	Tiền gửi khách hàng:	1.000.000
Cho vay:	800.000		
Tổng cộng:	1.000.000	Tổng cộng:	1.000.000

Giai đoạn từ thế kỷ thứ V đến thế kỷ XVII

Đây là giai đoạn phát triển và hoàn thiện các nghiệp vụ của một ngân hàng thương mại. Các nghiệp vụ ghi chép sổ sách, hình thành các số hiệu tài khoản, chi tiết đến đối tượng cho vay, mục đích cho vay cũng như nguồn vốn cho vay - tiền thân của kế toán ngân hàng ra đời từ thế kỷ thứ V đến thế kỷ thứ X. Cũng trong thời gian này hoạt động thanh toán bù trừ ở dạng sơ khai trong cùng một ngân hàng đã bắt đầu phát triển và sau đó là hoạt động thanh toán giữa các ngân hàng. Nghiệp vụ chuyển tiền và bảo lãnh hình thành vào khoảng cuối thế kỷ thứ X và sau đó. Vào giai đoạn từ thế kỷ thứ XI - XVII nghiệp vụ chiết khấu thương phiếu bắt đầu phát triển. Cho đến thế kỷ thứ XVII các nghiệp vụ của một ngân hàng kinh doanh đã hoàn thiện, bao gồm:

- Nhận tiền gửi, cho vay
- Phát hành tiền giấy có khả năng đổi ra vàng
- Chiết khấu thương phiếu
- Chuyển tiền, thanh toán bù trừ và bảo lãnh

Động lực chủ yếu của quá trình phát triển nhanh chóng này là sự phát triển không ngừng của các hoạt động thương mại trong từng quốc gia cũng như quốc tế cùng với việc tìm ra châu Mỹ và các vùng đất mới. Một ngân hàng hoàn chỉnh các nghiệp vụ này đã hình thành đầu tiên ở Hà lan vào năm 1609. Sau đó là ngân hàng Thụy điển vào năm 1656, hệ thống ngân hàng Anh vào năm 1694, hệ thống ngân hàng Hoa kỳ vào năm 1791, ngân hàng Pháp vào năm 1800.

Giai đoạn từ thế kỷ XVIII đến cuối XIX

Các ngân hàng thực sự được công nhận như một doanh nghiệp kinh doanh trên lĩnh vực tiền tệ và phát hành tiền dưới dạng các chứng thư hay kỳ phiếu thay cho vàng. Hoạt động này thực sự bắt đầu từ thời kỳ sơ khai trước công nguyên. Khi đó các kỳ phiếu ngân hàng chỉ được phát hành mỗi khi có khoản tiền vàng thực sự được gửi vào ngân hàng. Khả năng chuyển đổi kỳ phiếu ra vàng rất dễ dàng làm cho nó được chấp nhận không hạn chế trong lưu thông như một hình thức tiền tệ. Tuy nhiên đến thế kỷ thứ XVIII, các ngân hàng bắt đầu lợi dụng ưu thế của mình để phát hành một khối lượng lớn các kỳ phiếu tách rời khỏi dự trữ vàng để cho vay, điều này đe dọa khả năng chuyển đổi ra tiền vàng của các kỳ phiếu được phát hành. Vì tất cả các ngân hàng đều có quyền phát hành tiền nên nhà nước không thể kiểm soát được khối lượng tiền trong lưu thông và càng không thể kiểm soát được tính chất đảm bảo của lượng tiền lưu thông đó. Mặt khác mỗi ngân hàng có qui mô hoạt động, uy tín và khả năng ảnh hưởng khác nhau nên công chúng bắt đầu có sự lựa chọn kỳ phiếu được phát hành bởi những ngân hàng khác nhau. Kết quả là, các kỳ phiếu do các ngân hàng lớn có uy tín phát hành dần dần chiếm lĩnh thị trường và đẩy kỳ phiếu của các ngân hàng nhỏ ra khỏi lưu thông. Tình trạng này kéo dài gây sự bất ổn định trong lưu thông tiền tệ và nhà nước buộc phải can thiệp nhằm thiết lập trật tự và thống nhất cho việc phát hành tiền, đảm bảo an toàn cho các giấy chứng nhận nợ của ngân hàng. Kết quả của sự can thiệp là hệ thống ngân hàng bị chia thành hai nhóm:

- Nhóm thứ nhất là các ngân hàng được phép phát hành tiền giấy, được gọi là các Ngân hàng phát hành.
- Nhóm thứ hai bao gồm những ngân hàng còn lại, không được phép phát hành tiền mà chỉ làm trung gian tín dụng và trung gian thanh toán trong nền kinh tế, được gọi là Ngân hàng trung gian.

Ở Anh, quyền phát hành tập trung vào 10 ngân hàng lớn nhất vào năm 1694, sau đó chỉ có duy nhất Ngân hàng Anh (Bank of England) được quyền phát hành tiền vào năm 1844, các ngân hàng khác được phép phát hành nhưng trong giới hạn của đạo luật ngân hàng Anh 1844. Vào năm 1875, tại Đức có 33 ngân hàng tư nhân được thực hiện nghiệp vụ phát hành, sau đó quyền lực này được tập trung vào Ngân hàng Đức vào trước chiến tranh thế giới thứ nhất.

Cho đến cuối thế kỷ XIX, hầu hết các nước châu Âu (trừ Italia và Thụy sĩ), cùng với một vài nước thuộc châu Á và châu Phi như Nhật bản, Java, Angiêri đã hình thành ngân hàng phát hành với quyền lực và sự ưu tiên đặc biệt từ chính phủ. Tất cả các ngân hàng này, với những mức độ khác nhau, từng bước đã thực hiện các chức năng của một Ngân hàng trung ương: phát hành tiền, kiểm soát lưu thông tiền tệ, là ngân hàng của các ngân hàng

trung gian và là ngân hàng của chính phủ. Với ý nghĩa như vậy, khái niệm “ngân hàng trung ương” bắt đầu được nhắc đến từ cuối thế kỷ XIX.

Giai đoạn từ đầu thế kỷ XX đến nay

Cùng với sự hoàn thiện về chức năng của các ngân hàng trung ương, các ngân hàng trung gian cũng phát triển đa dạng về nghiệp vụ kinh doanh. Hoạt động của các ngân hàng không chỉ giới hạn ở các nghiệp vụ của các ngân hàng thương mại truyền thống. Tuy nhiên ngân hàng thương mại vẫn là loại hình ngân hàng phổ biến và quan trọng nhất hiện nay.

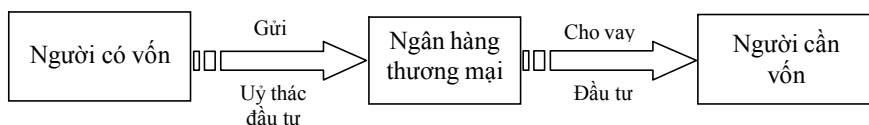
Trong các phần tiếp theo, chúng ta sẽ tập trung nghiên cứu hoạt động của các ngân hàng thương mại vì đây là loại hình ngân hàng đóng vai trò chủ chốt trong hệ thống các ngân hàng trung gian. Hơn nữa, các ngân hàng thương mại hiện nay hầu như có thể tiến hành tất cả các dịch vụ ngân hàng, ngược lại, các loại hình ngân hàng khác cũng mang nhiều tính chất như là ngân hàng thương mại. Ranh giới giữa các loại hình ngân hàng là rất mỏng manh. Do vậy những nguyên lý của ngân hàng thương mại hoàn toàn có thể áp dụng cho những hình thức tổ chức ngân hàng khác.

4.2. Chức năng của ngân hàng thương mại

Ngân hàng thương mại có các chức năng chủ yếu sau:

4.2.1. Chức năng trung gian tín dụng

Khi thực hiện chức năng trung gian tín dụng, ngân hàng thương mại đóng vai trò là “cầu nối” giữa người dư thừa vốn và người có nhu cầu về vốn.



Thông qua việc huy động các khoản vốn tiền tệ tạm thời nhàn rỗi trong nền kinh tế, ngân hàng thương mại hình thành nên quỹ cho vay để cung cấp tín dụng cho nền kinh tế. Với chức năng này, ngân hàng thương mại vừa đóng vai trò là người đi vay vừa đóng vai trò là người cho vay.

Với chức năng trung gian tín dụng, ngân hàng thương mại đã góp phần tạo lợi ích cho tất cả các bên tham gia: người gửi tiền, ngân hàng và người đi vay, đồng thời thúc đẩy sự phát triển của nền kinh tế.

- Đối với người gửi tiền, họ thu được lợi từ khoản vốn tạm thời nhàn rỗi của mình dưới hình thức lãi tiền gửi mà ngân hàng trả cho họ. Hơn nữa, ngân hàng còn đảm bảo cho họ sự an toàn về khoản tiền gửi và cung cấp các dịch vụ thanh toán tiện lợi.

- Đối với người đi vay, họ sẽ thoải mái được nhu cầu vốn để kinh doanh, chi tiêu, thanh toán mà không phải chi phí nhiều về sức lực, thời gian cho việc tìm kiếm nơi cung ứng vốn tiện lợi, chắc chắn và hợp pháp.
- Đối với ngân hàng thương mại, họ sẽ tìm kiếm được lợi nhuận cho bản thân mình từ chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi hoặc hoa hồng môi giới. Lợi nhuận này chính là cơ sở để tồn tại và phát triển của ngân hàng thương mại.
- Đối với nền kinh tế, chức năng này có vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế vì nó đáp ứng nhu cầu vốn để đảm bảo quá trình tái sản xuất được thực hiện liên tục và để mở rộng quy mô sản xuất. Với chức năng này, ngân hàng thương mại đã biến vốn nhàn rỗi không hoạt động thành vốn hoạt động, kích thích quá trình luân chuyển vốn, thúc đẩy sản xuất kinh doanh phát triển.

Chức năng trung gian tín dụng được xem là chức năng quan trọng nhất của ngân hàng thương mại vì nó phản ánh bản chất của ngân hàng thương mại là đi vay để cho vay, nó quyết định sự tồn tại và phát triển của ngân hàng. Đồng thời nó cũng là cơ sở để thực hiện các chức năng khác.

4.2.2. Chức năng trung gian thanh toán

Ngân hàng thương mại làm trung gian thanh toán khi nó thực hiện thanh toán theo yêu cầu của khách hàng như trích tiền từ tài khoản tiền gửi của họ để thanh toán tiền hàng hoá, dịch vụ hoặc nhập vào tài khoản tiền gửi của khách hàng tiền thu bán hàng và các khoản thu khác theo lệnh của họ. Ở đây ngân hàng thương mại đóng vai trò là người “thủ quỹ” cho các doanh nghiệp và cá nhân bởi ngân hàng là người giữ tài khoản của họ.

Ngân hàng thương mại thực hiện chức năng trung gian thanh toán trên cơ sở thực hiện chức năng trung gian tín dụng. Bởi vì thông qua việc nhận tiền gửi, ngân hàng đã mở cho khách hàng tài khoản tiền gửi để theo dõi các khoản thu, chi. Đó chính là tiền đề để khách hàng thực hiện thanh toán qua ngân hàng, đặt ngân hàng vào vị trí làm trung gian thanh toán. Hơn nữa, việc thanh toán trực tiếp bằng tiền mặt giữa các chủ thể kinh tế có nhiều hạn chế như rủi ro do phải vận chuyển tiền, chi phí thanh toán lớn, đặc biệt là với các khách hàng ở cách xa nhau, điều này đã tạo nên nhu cầu khách hàng thực hiện thanh toán qua ngân hàng.

Việc các ngân hàng thương mại thực hiện chức năng trung gian thanh toán có ý nghĩa rất to lớn đối với toàn bộ nền kinh tế. Với chức năng này, các ngân hàng thương mại cung cấp cho khách hàng nhiều phương tiện thanh toán thuận lợi như séc, uỷ nhiệm chi, uỷ nhiệm thu, thẻ rút tiền, thẻ thanh toán, thẻ tín dụng... Tùy theo nhu cầu, khách hàng có thể chọn cho mình phương thức thanh toán phù hợp. Nhờ đó mà các chủ thể kinh tế không phải giữ tiền trong túi, mang theo tiền để gặp chủ nợ, gặp người phải thanh toán dù ở gần hay xa mà họ có thể sử dụng một phương thức nào đó để thực hiện các khoản thanh

toán. Do vậy, các chủ thể kinh tế sẽ tiết kiệm được rất nhiều chi phí, thời gian, lại đảm bảo được thanh toán an toàn. Như vậy, chức năng này thúc đẩy lưu thông hàng hoá, đẩy nhanh tốc độ thanh toán, tốc độ lưu chuyển vốn, từ đó góp phần phát triển kinh tế. Đồng thời, việc thanh toán không dùng tiền mặt qua ngân hàng đã giảm được lượng tiền mặt trong lưu thông, dẫn đến tiết kiệm chi phí lưu thông tiền mặt như chi phí in ấn, đếm nhận, bảo quản tiền...

Đối với ngân hàng thương mại, chức năng này góp phần tăng thêm lợi nhuận cho ngân hàng thông qua việc thu lệ phí thanh toán. Thêm nữa, nó lại làm tăng nguồn vốn cho vay của ngân hàng thể hiện trên số dư có trong tài khoản tiền gửi của khách hàng. Chức năng này cũng chính là cơ sở hình thành chức năng tạo tiền của ngân hàng thương mại.

4.2.3. Chức năng “tạo tiền”

Khi có sự phân hoá trong hệ thống ngân hàng, hình thành nên ngân hàng phát hành và các ngân hàng trung gian thì ngân hàng trung gian không còn thực hiện chức năng phát hành giấy bạc ngân hàng nữa. Nhưng với chức năng trung gian tín dụng và trung gian thanh toán, ngân hàng thương mại có khả năng tạo ra tiền tín dụng (hay tiền ghi sổ) thể hiện trên tài khoản tiền gửi thanh toán của khách hàng tại ngân hàng thương mại. Đây chính là một bộ phận của lượng tiền được sử dụng trong các giao dịch.

Từ khoản dự trữ tăng lên ban đầu, thông qua hành vi cho vay bằng chuyển khoản, hệ thống ngân hàng có khả năng tạo nên số tiền gửi (tức tiền tín dụng) gấp nhiều lần số dự trữ tăng thêm ban đầu. Mức mở rộng tiền gửi phụ thuộc vào hệ số mở rộng tiền gửi. Hệ số này, đến lượt nó chịu tác động bởi các yếu tố: tỷ lệ dự trữ bắt buộc, tỷ lệ dự trữ vượt mức và tỷ lệ giữ tiền mặt so với tiền gửi thanh toán của công chúng. Phân tích quá trình tạo tiền của hệ thống ngân hàng thương mại, chúng ta sẽ thấy rõ sự tác động của các yếu tố này.

Trước hết, hãy xem xét quá trình tạo tiền đơn giản với hai giả thiết:

- Các ngân hàng thương mại cho vay ra hoàn toàn bằng chuyển khoản, không cho vay ra bằng tiền mặt và khách hàng không có nhu cầu rút tiền mặt, tiền sử dụng trong giao dịch chỉ là tiền tín dụng.
- Hệ thống ngân hàng thương mại cho vay hết, chỉ giữ lại dự trữ theo qui định của NHTW, tức là không có dự trữ vượt mức⁶⁰.

Giả sử một khách hàng đem tiền mặt gửi vào tài khoản tiền gửi thanh toán tại ngân hàng A là 100.000 đ. Lúc đó bảng cân đối của ngân hàng A sẽ như sau (ở đây chỉ đề cập đến biến động của khoản tiền gửi mới tăng):

Ngân hàng A

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ:	100.000 đ	Tiền gửi thanh toán:	100.000 đ
	(Dưới hình thức tồn quỹ tiền mặt)		(Của khách hàng)

Nếu ngân hàng A giữ số tiền đó và không cho vay, chỉ để đáp ứng nhu cầu rút tiền mặt của khách hàng thì chưa hề có quá trình tạo tiền. Nhưng các ngân hàng ngày nay không nhận tiền gửi để giữ lại trong quỹ mà họ phải đem cho vay nhằm thu lợi nhuận. Tuy nhiên, để đảm bảo một phần khả năng thanh toán cũng như do phải chịu sự quản lý của NHTW, ngân hàng A không thể cho vay hết số tiền nhận được mà cần phải để lại một lượng dự trữ bắt buộc theo tỷ lệ mà NHTW qui định. Để đơn giản cho việc tính toán, giả sử rằng tỷ lệ này là 10%. Như vậy ngân hàng thương mại A có thể cho vay tối đa 90% số vốn tiền gửi. Nếu ngân hàng A cho vay hết số tiền đó thì bảng cân đối của ngân hàng này sẽ là:

Ngân hàng A

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ:	10.000 đ	Tiền gửi thanh toán:	100.000 đ
Cho vay:	90.000 đ		
Cộng:	100.000 đ	Cộng:	100.000 đ

Giả sử số tiền cho vay ra (90.000 đ) sẽ được người đi vay sử dụng để thanh toán tiền mua hàng cho bạn hàng của họ có tài khoản tiền gửi tại ngân hàng B. Khi đó, số tiền này sẽ hình thành một khoản tiền gửi mới ở ngân hàng B là 90.000 đ.

Ngân hàng B

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ:	9.000 đ	Tiền gửi thanh toán:	90.000 đ
Cho vay:	81.000 đ		
Cộng:	90.000 đ	Cộng:	90.000 đ

Ngân hàng này cũng phải dự trữ theo qui định là 10%, phần còn lại được sử dụng để cho vay và số tiền đó lại hình thành nên khoản tiền gửi mới ở ngân hàng C.

Theo cùng một lập luận, nếu tất cả các ngân hàng đều đem cho vay tất cả các khoản tiền gửi nhận được sau khi đã dự trữ theo đúng qui định thì các khoản tiền gửi sẽ tiếp tục được tạo ra (ở các ngân hàng D, E, F...) như sau:

⁶⁰ Dự trữ vượt mức được hiểu là phần dự trữ tiền giấy mà các ngân hàng giữ lại ngoài phần dự trữ tiền giấy theo qui định của NHTW. Nó bằng tổng dự trữ tiền mặt của ngân hàng trừ đi dự trữ bắt buộc.

Ngân hàng	Sự gia tăng tiền gửi	Sự gia tăng các khoản cho vay	Sự gia tăng số tiền dự trữ bắt buộc
A	+ 100.000 đ	+ 90.000 đ	+ 10.000 đ
B	+ 90.000 đ	+ 81.000 đ	+ 9.000 đ
C	+ 81.000 đ	+ 72.900 đ	+ 8.100 đ
D	+ 72.900 đ	+ 65.610 đ	+ 7.290 đ
E	+ 65.610 đ	+ 59.050 đ	+ 6.560 đ
F	+ 59.050 đ	+ 53.140 đ	+ 5.910 đ
.	.	.	.
.	.	.	.
.	.	.	.
Tổng cộng	+ 1.000.000 đ	+ 900.000 đ	+ 100.000 đ

Quá trình tạo tiền gửi sẽ diễn ra cho đến khi tổng số tiền dự trữ bắt buộc của hệ thống ngân hàng thương mại bằng đúng số tiền gửi đầu tiên (100.000 đ). Và tổng số tiền gửi được tạo ra sẽ bằng $100.000 (= \Delta R \times 1) + 90.000 [= \Delta R \times (1 - r_d)] + 81.000 [= \Delta R \times (1 - r_d)^2] + \dots$ (với ΔR là số dự trữ tăng thêm ban đầu, r_d là tỷ lệ dự trữ bắt buộc do NHTW qui định), hay có thể viết dưới dạng công thức tổng quát như sau:

$$\Delta D = \Delta R \times [1 + (1 - r_d) + (1 - r_d)^2 + (1 - r_d)^3 + \dots] = \Delta R \times \frac{1}{1 - (1 - r_d)} = \Delta R \times \frac{1}{r_d}^{61}$$

Kết quả tổng số tiền gửi được tạo ra là 1.000.000 đ như trên bảng, gấp 10 lần số tiền gửi ban đầu. Bảng cân đối của toàn hệ thống ngân hàng thương mại có thể viết gọn lại như sau:

Hệ thống ngân hàng thương mại

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ:	100.000 đ	Tiền gửi thanh toán:	1.000.000 đ
Cho vay:	900.000 đ		
Cộng:	1000.000 đ	Cộng:	1.000.000 đ

Hệ số mở rộng tiền gửi của hệ thống ngân hàng thương mại theo mô hình tạo tiền đơn giản do đó sẽ là: $m_M = \frac{1}{r_d}$.

Cũng cần lưu ý là quá trình tạo tiền trên chỉ có thể thực hiện được khi có sự tham gia của cả hệ thống ngân hàng thương mại chứ bản thân một ngân hàng thương mại không thể tạo ra được. Một ngân hàng riêng lẻ không thể cho vay nhiều hơn số tiền dự trữ vượt mức của nó, bởi vì ngân hàng này sẽ mất đi khoản tiền dự trữ đó khi các khoản tiền gửi được tạo ra bởi việc cho vay khoản dự trữ đó được chuyển đến ngân hàng khác do kết quả của

hoạt động thanh toán. Tuy nhiên, nếu xét trên phương diện toàn thể hệ thống ngân hàng thì số tiền dự trữ đó không rời khỏi hệ thống mà trở thành khoản dự trữ của một ngân hàng khác để ngân hàng này tạo ra các khoản cho vay mới và nhờ vậy quá trình tạo tiền lại tiếp tục.

Trên đây là mô hình tạo tiền đơn giản với hai điều kiện đã nêu ban đầu. Trong thực tế, khả năng tạo tiền của hệ thống ngân hàng thương mại còn bị giới hạn bởi tỷ lệ dự trữ vượt mức và tỷ lệ giữ tiền mặt so với tiền gửi thanh toán của công chúng. Giả sử một khách hàng nào đó vay bằng tiền mặt để chi tiêu thì quá trình tạo tiền sẽ chấm dứt hoặc khách hàng rút một phần tiền mặt để thanh toán thì khả năng tạo tiền sẽ giảm đi vì chỉ có phần cho vay hoặc thanh toán bằng chuyển khoản mới có khả năng tạo ra tiền gửi mới. Cũng tương tự như vậy nếu ngân hàng không cho vay hết số vốn có thể cho vay (nghĩa là có phần dự trữ vượt mức) thì khả năng mở rộng tiền gửi sẽ giảm. Trong ví dụ trên, ngân hàng A nếu chỉ cho vay 80.000 đ, trong đó cho vay bằng tiền mặt là 10.000 đ, cho vay bằng chuyển khoản là 70.000 đ thì tiền gửi mới tạo ra ở ngân hàng B tối đa chỉ là 70.000 đ. Một khi tình trạng đó cũng xảy ra ở tất cả các ngân hàng thì hệ số mở rộng tiền gửi sẽ giảm đáng kể. Hệ số mở rộng tiền gửi đầy đủ khi đó sẽ là: $m_M = \frac{1}{c + r_d + r_e}$ với r_d là tỷ lệ

dự trữ bắt buộc, r_e là tỷ lệ dự trữ vượt mức và c là tỷ lệ giữ tiền mặt so với tiền gửi thanh toán của công chúng. Suy ra: $\Delta D = \Delta R \times m_M$. Như vậy, hệ số mở rộng tiền cho biết khi dự trữ của hệ thống ngân hàng tăng thêm một lượng thì cả hệ thống ngân hàng sẽ tạo ra một lượng tiền gửi gấp bao nhiêu lần lượng tiền tăng thêm đó.

Tóm lại, sự kết hợp giữa chức năng trung gian tín dụng và chức năng trung gian thanh toán là cơ sở để ngân hàng thương mại thực hiện chức năng tạo tiền gửi thanh toán. Thông qua chức năng làm trung gian tín dụng, ngân hàng sử dụng số vốn huy động được để cho vay, số tiền cho vay ra lại được khách hàng sử dụng để mua hàng hoá, thanh toán dịch vụ trong khi số dư trên tài khoản tiền gửi thanh toán của khách hàng vẫn được coi là một bộ phận của tiền giao dịch, được họ sử dụng để mua hàng hoá, thanh toán dịch vụ... Khi ngân hàng chỉ thực hiện chức năng nhận tiền gửi mà chưa cho vay, ngân hàng chưa hề tạo tiền, chỉ khi thực hiện cho vay, ngân hàng mới bắt đầu tạo tiền. Đó là một phát minh lớn trong hoạt động ngân hàng. Ở đây, chính việc cho vay đã tạo ra tiền gửi. Tuy vậy, để tạo ra tiền gửi thanh toán, ngân hàng thương mại phải làm được chức năng trung gian thanh toán, mở tài khoản tiền gửi thanh toán cho khách hàng thì số tiền trên tài khoản này mới là một bộ phận của lượng tiền giao dịch.

Với chức năng này, hệ thống ngân hàng thương mại đã làm tăng phương tiện thanh toán trong nền kinh tế, đáp ứng nhu cầu thanh toán, chi trả của xã hội. Rõ ràng khái niệm về

⁶¹ Đây là tổng của dãy số tăng theo cấp số nhân lùi vô hạn có công bội nhỏ hơn 1.

tiền hay tiền giao dịch không chỉ là tiền giấy do NHTW phát hành ra mà còn bao gồm một bộ phận quan trọng là lượng tiền ghi sổ do các ngân hàng thương mại tạo ra.

Chức năng này cũng chỉ ra mối quan hệ giữa tín dụng ngân hàng và lưu thông tiền tệ. Một khối lượng tín dụng mà ngân hàng thương mại cho vay ra làm tăng khả năng tạo tiền của ngân hàng thương mại, từ đó làm tăng lượng tiền cung ứng.

Các chức năng của ngân hàng thương mại có mối quan hệ chặt chẽ, bổ sung, hỗ trợ cho nhau, trong đó chức năng trung gian tín dụng là chức năng cơ bản nhất, tạo cơ sở cho việc thực hiện các chức năng sau. Đồng thời khi ngân hàng thực hiện tốt chức năng trung gian thanh toán và chức năng tạo tiền lại góp phần làm tăng nguồn vốn tín dụng, mở rộng hoạt động tín dụng.

4.3. Các nghiệp vụ cơ bản của ngân hàng thương mại

4.3.1. Nghiệp vụ tài sản Nợ - Huy động vốn

Đây là nghiệp vụ huy động, tạo nguồn vốn kinh doanh cho Ngân hàng thương mại. Hoạt động huy động vốn được phản ánh thông qua cơ cấu nguồn vốn của ngân hàng thương mại. Nguồn vốn của Ngân hàng thương mại bao gồm:

4.3.1.1. Vốn của ngân hàng

Vốn của ngân hàng là khoản vốn thuộc sở hữu của ngân hàng. Nó bao gồm vốn tự có và vốn coi như tự có.

a. Vốn tự có⁶² gồm:

+ *Vốn điều lệ* (Charter capital): là khoản vốn thuộc sở hữu của ngân hàng, ghi trong bản điều lệ của ngân hàng, được hình thành ngay từ khi ngân hàng thương mại được thành lập⁶³. Vốn điều lệ có thể được điều chỉnh tăng lên trong quá trình hoạt động của ngân hàng.

Vốn điều lệ có thể do nhà nước cấp nếu đó là ngân hàng thương mại quốc doanh, có thể là vốn đóng góp của cổ đông nếu là ngân hàng thương mại cổ phần. Trên thế giới, vốn của hầu hết các ngân hàng thương mại dưới dạng vốn cổ phần do các cổ đông đóng góp. Đứng về mặt hạch toán, ngân hàng thương mại cổ phần coi số vốn cổ phần là phần vay nợ từ các cổ đông. Do vậy, việc huy động vốn để thành lập ngân hàng cổ phần cũng được coi là nghiệp vụ vay nợ.

Quy mô vốn điều lệ của Ngân hàng thương mại lớn hay nhỏ là tùy vào quy mô của ngân hàng với số lượng chi nhánh nhiều hay ít và địa bàn hoạt động là thành thị hay

nông thôn, và không được nhỏ hơn vốn pháp định (legal capital)⁶⁴ qui định cho ngân hàng đó⁶⁵.

Vốn điều lệ được sử dụng vào mục đích mua sắm tài sản, trang thiết bị ban đầu cần thiết cho hoạt động của ngân hàng; góp vốn liên doanh; cho các thành phần kinh tế vay và thực hiện các dịch vụ khác của ngân hàng⁶⁶.

+ *Quỹ dự trữ*: Quỹ dự trữ của ngân hàng được hình thành từ 2 quỹ: Quỹ dự trữ để bổ sung vốn điều lệ⁶⁷ và quỹ dự trữ đặc biệt để bù đắp rủi ro (Loan loss reserves). Các quỹ này được trích từ lợi nhuận ròng⁶⁸ hàng năm của ngân hàng. Việc hình thành các quỹ này nhằm làm tăng vốn tự có của Ngân hàng, đồng thời đảm bảo an toàn trong kinh doanh.

b. Vốn coi như tự có

Vốn coi như tự có bao gồm các khoản vốn tạm thời nhàn rỗi của ngân hàng. Đây là những khoản vốn đã được phân bổ cho những mục đích chi tiêu nhất định nhưng tạm thời chưa được sử dụng, ví dụ: lợi nhuận chờ phân bổ, tiền lương chưa đến hạn thanh toán hoặc các quỹ chuyên dùng chưa sử dụng đến như quỹ phát triển kỹ thuật nghiệp vụ ngân hàng, quỹ khen thưởng, quỹ phúc lợi, quỹ khấu hao tài sản cố định...

Vốn của ngân hàng thường chiếm tỉ trọng nhỏ (không quá 10%) trong tổng nguồn vốn mà ngân hàng nắm giữ nhưng lại là nguồn vốn có ý nghĩa đặc biệt vì nó phản ánh thực lực tài chính của ngân hàng, do vậy nó quyết định qui mô hoạt động của ngân hàng, là cơ sở để ngân hàng tiến hành kinh doanh, thu hút những nguồn vốn khác và cho vay. Nó được ví như một cái đệm để chống đỡ sự giảm giá trị của những tài sản có của ngân hàng, sự giảm giá trị có thể đẩy ngân hàng đến tình trạng mất khả năng chi trả và phá sản.

4.3.1.2. Vốn tiền gửi

Đây là nguồn vốn quan trọng nhất trong số vốn thu hút từ bên ngoài của các ngân hàng thương mại, bao gồm:

a. Tiền gửi không kỳ hạn (demand deposit)

⁶⁴ Đây là số vốn tối thiểu theo luật định mà ngân hàng phải có để đi vào hoạt động. Số vốn pháp định phụ thuộc vào các nghiệp vụ mà ngân hàng thực hiện, địa bàn hoạt động, số chi nhánh mà nó có v.v...

⁶⁵ Vốn pháp định chỉ áp dụng trong một số lĩnh vực kinh doanh nhất định (ví dụ: tài chính, ngân hàng...). Với trường hợp doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài tại Việt nam, khái niệm vốn pháp định lại được hiểu hơi khác một chút. Khi đầu tư vào Việt nam, bên nước ngoài phải đăng ký tổng số vốn sẽ đầu tư, luật Đầu tư Việt nam qui định vốn ban đầu (tức là vốn điều lệ) phải tối thiểu bằng 30% tổng số vốn đầu tư (vốn pháp định). Vì bên nước ngoài thường có xu hướng chỉ đưa vào ban đầu đúng bằng mức tối thiểu này nên đối với trường hợp doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài, vốn điều lệ thường bằng vốn pháp định.

⁶⁶ Các ngân hàng không được phép sử dụng nguồn vốn nào khác ngoài vốn điều lệ để đầu tư vào tài sản cố định của ngân hàng và hùn vốn liên doanh. Điều 88 Luật Các tổ chức tín dụng cho phép "Tổ chức tín dụng được mua, đầu tư vào tài sản cố định của mình không quá 50% vốn tự có".

⁶⁷ Điều 87 Luật Các tổ chức tín dụng quy định các tổ chức tín dụng hàng năm phải trích 5% lợi nhuận sau thuế để lập và duy trì Quỹ dự trữ bổ sung vốn điều lệ.

⁶⁸ Là lợi nhuận sau khi đã trừ thuế.

⁶² Điều 20 khoản 13 Luật Các tổ chức tín dụng: "Vốn tự có gồm giá trị thực có của vốn điều lệ, các quỹ dự trữ, một số tài sản "Nợ" khác của tổ chức tín dụng theo quy định của Ngân hàng Nhà nước..."

⁶³ Gọi là vốn điều lệ là vì số vốn này được ghi rõ trong bản điều lệ hoạt động của ngân hàng.

Là loại tiền gửi mà người gửi tiền có thể rút ra bất cứ lúc nào (vì vậy còn được gọi là “tiền gửi có thể rút ra theo yêu cầu”).

Tiền gửi không kỳ hạn được để trong các tài khoản gọi là *tài khoản vãng lai* (current account). Người gửi tiền có thể gửi thêm tiền vào hoặc rút tiền ra khỏi tài khoản bất cứ lúc nào.

Do tính chất có thể rút ra bất cứ lúc nào nên dạng tiền gửi này thường chỉ được hưởng lãi suất rất thấp hoặc không được ngân hàng trả lãi⁶⁹ nhưng đổi lại người gửi tiền được sử dụng các dịch vụ thanh toán qua ngân hàng⁷⁰.

Với loại tiền gửi này, người gửi không nhằm mục đích hưởng lãi mà chủ yếu là nhằm đảm bảo an toàn cho khoản tiền và thực hiện các hoạt động thanh toán qua ngân hàng. Chính vì vậy mà loại tiền gửi này còn được gọi là *tiền gửi thanh toán*.

Hầu hết các tài khoản vãng lai đều ở dạng *tài khoản có khả năng phát séc* (checkable deposit)⁷¹, tức là ngân hàng cho phép người chủ tài khoản được phép phát hành séc để thanh toán. Chúng thường tồn tại dưới các dạng sau:

- *Tài khoản séc* (checking account): Đây là dạng tài khoản tiền gửi có khả năng phát séc phổ biến nhất. Ban đầu (từ những năm 70 trở về trước) luật các nước không cho phép trả lãi cho tiền gửi loại này⁷², nhưng về sau thì được trả lãi nhưng rất thấp. Có hai loại tài khoản séc: tài khoản séc của các doanh nghiệp và tài khoản séc cá nhân.
- *Tài khoản NOW* (Negotiable order of Withdrawal account - Lệnh rút tiền có thể chuyển nhượng): Ra đời ở Mỹ năm 1972. Về bản chất đây là một dạng tài khoản tiền gửi cho phép phát hành séc nhưng vẫn được hưởng lãi. Nó ra đời trong thời kỳ Luật các nước không cho phép trả lãi cho tài khoản séc.
- *Tài khoản NOW cao cấp* (Super - NOW account).
- *Tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ* (MMDAs - Money market deposit account): Dạng tài khoản này ra đời ở Mỹ năm 1982 nhằm giúp cho các ngân hàng cạnh

tranh với các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ⁷³. Tiền gửi loại này được dùng để đầu tư vào thị trường tiền tệ và cho phép những người chủ tài khoản được phép ký phát séc⁷⁴.

- *Tài khoản ATS* (ATS account - Automatic transfer system account): Ra đời ở Mỹ tháng 11/1978, nó cho phép chủ tài khoản phát hành séc đồng thời có khả năng tự động chuyển tiền đến tài khoản này từ một tài khoản đang hưởng lãi như tài khoản tiền gửi tiết kiệm.

Ở Việt nam, tài khoản séc thường được gọi là *tài khoản tiền gửi thanh toán*, bao gồm tài khoản thanh toán dùng cho các doanh nghiệp và tài khoản thanh toán cho cá nhân⁷⁵.

Tiền gửi không kỳ hạn là một nguồn vốn quan trọng của ngân hàng. Nó chiếm tới 17% tổng số tài sản Nợ của các ngân hàng (thống kê của Mỹ), trước đây tỷ lệ này ở Mỹ đã từng lên tới 60% - năm 1960⁷⁶. Tuy nhiên do người gửi tiền có thể rút ra bất cứ lúc nào nên nguồn vốn này thường xuyên biến động, vì vậy ngân hàng chủ yếu dùng nó để cho vay ngắn hạn.

b. Tiền gửi có kỳ hạn (Time deposit)

Là loại tiền gửi mà người gửi chỉ được rút ra sau một thời hạn nhất định từ một vài tháng đến vài năm.

Mức lãi suất của tiền gửi có kỳ hạn thường cao hơn tiền gửi không kỳ hạn nhưng những người gửi tiền loại này không được hưởng dịch vụ thanh toán qua ngân hàng (ví dụ như không được ký phát séc). Mục đích chủ yếu của những người gửi tiền có kỳ hạn là để lấy lãi.

Về nguyên tắc, tiền gửi có kỳ hạn không được rút ra trước thời hạn, song để cạnh tranh lôi kéo khách hàng, các ngân hàng vẫn cho phép được rút. Tuy nhiên người gửi tiền rút trước hạn sẽ phải chịu một khoản phạt, chẳng hạn chỉ được hưởng lãi suất bằng lãi suất của tiền gửi không kỳ hạn hoặc không được hưởng lãi, tùy theo qui định của từng ngân

⁶⁹ Các ngân hàng thậm chí còn yêu cầu duy trì một số dư tối thiểu trên tài khoản. Trong trường hợp trong thời gian dài trên tài khoản không có tiền hoặc có số dư thấp hơn mức tối thiểu qui định thì người chủ tài khoản còn phải trả phí duy trì tài khoản cho ngân hàng.

⁷⁰ Phải trả phí dịch vụ thanh toán hay không phải trả phí là tùy vào qui định của ngân hàng đối với từng loại hình dịch vụ thanh toán.

⁷¹ Vẫn có những tài khoản tiền gửi không kỳ hạn mà người gửi không được phép phát séc, tuy nhiên chúng không phổ biến bằng các tài khoản tiền gửi không kỳ hạn có tính năng phát séc. Ví dụ ở chi nhánh ngân hàng Tokyo-Mitsubishi Bank tại Hà nội có một dạng tài khoản tiền gửi không kỳ hạn gọi là Ordinary deposit, chỉ cho phép chuyển tiền đến hoặc đi từ tài khoản này bằng các lệnh chuyển khoản mà không cho phép phát hành séc để thanh toán.

⁷² Lý do cấm việc trả lãi làm nhằm hạn chế việc ngân hàng thương mại dùng tiền gửi dạng này đầu tư hoặc cho vay vào những thương vụ có thời hạn cố định, dễ gây rủi ro về thanh khoản cho hệ thống ngân hàng vì đặc tính của loại tiền gửi này là không kỳ hạn. Mặt khác, điều này giúp tránh được sự cạnh tranh để thu hút tiền gửi giữa các ngân hàng sẽ dẫn đến việc nâng cao lãi suất.

⁷³ Do có điều luật cho phép các cổ đông của các quỹ này được phép ký phát séc dựa trên thu nhập của mình từ quỹ.

⁷⁴ Tiền gửi tài khoản này không phải dự trữ bắt buộc. Nó hơn các quỹ tương hỗ tại thị trường tiền tệ ở chỗ là được bảo hiểm bởi các chính quyền bang.

⁷⁵ Các ngân hàng như ANZ bank, Vietcombank, VID Public bank, Indovina bank... có cung cấp dịch vụ mở tài khoản cá nhân bằng ngoại tệ hoặc nội tệ. Ở Vietcombank thường tối thiểu 500.000 VND hoặc 50 USD, còn VID Public bank thì 1.000.000 VND hoặc 100 USD. Các ngân hàng như Citi bank, Fuji bank... chỉ mở tài khoản cho các công ty.

⁷⁶ Mặc dù trong những năm này tài khoản séc không được hưởng lãi nhưng do sự tiện lợi của phương thức thanh toán séc nên tỷ trọng của tiền gửi không kỳ hạn vẫn lớn nhất trong tài sản Nợ của các ngân hàng thương mại. Tuy nhiên từ năm 1980 trở đi, mặc dù điều khoản cấm trả lãi cho tài khoản séc đã bị bãi bỏ, tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn trong tài sản Nợ vẫn giảm mạnh. Lý do là vì lãi suất tiền gửi có kỳ hạn và tiết kiệm tăng quá cao so với tiền gửi không kỳ hạn khiến cho sự tiện lợi của tài khoản séc không còn đủ hấp dẫn nữa. Thêm vào đó, việc xuất hiện các dạng tài khoản có thể phát séc mà vẫn hưởng lãi như ATS, NOW... cũng khiến tài khoản séc giảm mạnh.

hàng trong từng thời kỳ.

Ở các nước phát triển, tiền gửi có kỳ hạn thường dưới dạng các chứng chỉ tiền gửi (Certificate of deposit - CD), còn ở Việt nam tiền gửi có kỳ hạn thường dưới hai dạng:

- *Tiền gửi có kỳ hạn theo tài khoản.*
- Tiền gửi có kỳ hạn dưới hình thức phát hành *kỳ phiếu ngân hàng*. Trong hình thức này, ngân hàng chủ động phát hành phiếu nợ để huy động vốn thường nhằm các mục đích đã định, ví dụ để đầu tư cho một dự án... Kỳ phiếu được phát hành theo hai phương thức:
 - Phát hành theo mệnh giá: trong hình thức này người mua trả tiền mua kỳ phiếu theo mệnh giá đã được ghi trên kỳ phiếu. Khi đến hạn ngân hàng sẽ hoàn trả vốn gốc và thanh toán lãi cho người mua kỳ phiếu.
 - Phát hành dưới hình thức chiết khấu: trong hình thức này người mua sẽ trả số tiền mua kỳ phiếu bằng mệnh giá trừ đi khoản lãi mà họ được hưởng. Khi đến hạn, ngân hàng sẽ hoàn trả cho khách hàng theo mệnh giá của kỳ phiếu. Như vậy, trong trường hợp này, khách hàng đã được trả lãi trước.

c. Tiền gửi tiết kiệm (Savings deposit)

Là khoản tiền để dành của cá nhân được gửi vào ngân hàng nhằm mục đích hưởng lãi theo định kỳ.

Các mức lãi suất tương ứng với từng kỳ hạn gửi được ngân hàng công bố sẵn. Các kỳ hạn thường là 1, 3, 6, 9, 12 tháng hoặc trên 1 năm (18, 24 tháng v.v.).

Hình thức phổ biến và cổ điển nhất của tiền gửi tiết kiệm là loại tiền gửi tiết kiệm có sổ. Khi gửi tiền, ngân hàng cấp cho người gửi một cuốn sổ dùng để ghi nhận các khoản tiền gửi vào và tiền rút ra. Quyển sổ này đồng thời có giá trị như một chứng thư xác nhận về khoản tiền đã gửi. Ngoài ra, còn có những hình thức khác như chứng chỉ tiết kiệm (Savings certificates), trái phiếu tiết kiệm (Savings bonds).

Ở Việt nam, tiền gửi tiết kiệm bao gồm ba loại sau:

- *Tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn*⁷⁷: Đây là loại tiền gửi tiết kiệm mà người gửi tiền có thể gửi vào và rút ra theo nhu cầu sử dụng mà không cần báo trước cho ngân hàng⁷⁸. Ngân hàng trả lãi cho loại tiền gửi này nhưng rất thấp⁷⁹.
- *Tiền gửi tiết kiệm có kỳ hạn*: Là loại tiền gửi tiết kiệm có thời hạn gửi cố định

⁷⁷ Ở Anh các ngân hàng cung cấp dạng tiền gửi vào ‘instant savings account’ cũng có tính chất tương tự. Lãi suất được hưởng cao hơn tiền gửi trong ‘checking account’.

⁷⁸ Loại tiền gửi này gần giống với tiền gửi không kỳ hạn, chỉ khác là nó luôn được hưởng lãi, nhưng đôi lại không được hưởng các dịch vụ thanh toán qua ngân hàng. Người gửi tiền dạng này là nhằm đảm bảo an toàn cho khoản tiền và dự phòng cho các nhu cầu chi tiêu trong thời gian ngắn đồng thời lại muốn hưởng một chút lãi dù thấp.

⁷⁹ Lãi suất được công bố theo tháng, nhưng được tính lãi theo ngày.

trước. Loại tiền gửi này cũng tương tự như tiền gửi có kỳ hạn ở các điểm: không được phép rút trước hạn⁸⁰, được hưởng lãi cao hơn các dạng tiền gửi không kỳ hạn và không được hưởng các dịch vụ thanh toán qua ngân hàng. Với dạng tiền gửi này, người gửi chỉ được gửi tiền vào một lần và rút ra một lần cả vốn lẫn lãi khi đến hạn. Không cho phép bổ sung thêm vào số tiền đã gửi khi chưa hết hạn. Mỗi lần gửi được coi là một khoản tiền gửi riêng biệt. Mức tối thiểu của mỗi lần gửi tiền do từng ngân hàng qui định⁸¹.

- *Tiền gửi tiết kiệm có mục đích*: là hình thức tiết kiệm trung và dài hạn nhằm mục đích xây dựng nhà ở. Những người gửi tiền ngoài hưởng lãi còn được ngân hàng cho vay nhằm bổ sung thêm vốn cho mục đích xây dựng nhà ở. Mức cho vay tối đa bằng số dư tiền gửi tiết kiệm.

Lý do phải tách riêng tiền gửi tiết kiệm ra mà không xếp vào hai dạng tiền gửi trên (tiền gửi không kỳ hạn và tiền gửi có kỳ hạn) mặc dù tính chất của chúng rất giống nhau là vì đây là tiền tiết kiệm của các tầng lớp dân cư, là tài sản tích lũy của quốc gia, được xem là nguồn vốn nội lực của đất nước, cho nên cần có chính sách ưu tiên bảo vệ⁸².

Tiền gửi có kỳ hạn và tiền gửi tiết kiệm có kỳ hạn là nguồn vốn quan trọng nhất của ngân hàng, chiếm hơn 50% số tài sản nợ của ngân hàng (thống kê của Mỹ). Đây là nguồn vốn tương đối ổn định vì ngân hàng nắm được những kỳ luân chuyển của vốn, và vì vậy ngân hàng có thể dùng để cho vay ngắn hạn, trung hạn hoặc dài hạn đều được.

Vốn tiền gửi là nguồn vốn chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng số nguồn vốn của ngân hàng thương mại, là nguồn vốn chủ yếu để ngân hàng kinh doanh. Nó phản ánh bản chất của ngân hàng là đi vay để cho vay. Chính vì vậy người ta gọi ngân hàng thương mại là ngân hàng tiền gửi.

4.3.1.3. Vốn đi vay

Trong quá trình hoạt động, ngân hàng còn có thể vay vốn từ Ngân hàng Trung ương⁸³ hay

⁸⁰ Nếu rút trước sẽ phải chịu phạt như chỉ được hưởng lãi suất không kỳ hạn hoặc thậm chí không được hưởng lãi.

⁸¹ Ví dụ: Ngân hàng Công thương qui định mức tối thiểu của các khoản tiền gửi tiết kiệm kỳ hạn 3, 6, 12 tháng là 100.000 đ hoặc 10 USD. Tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn thì mỗi lần gửi tối thiểu 1000đ.

⁸² Ví dụ: Các NHTW thường buộc các ngân hàng thương mại khi huy động dạng tiền gửi này thì phải mua bảo hiểm cho chúng; Hoặc các công ty tài chính không được huy động dạng tiền gửi này; Hay luật Việt nam không cho phép các chi nhánh ngân hàng nước ngoài được phép huy động dạng tiền gửi này.

⁸³ Điều 48 Luật Các tổ chức tín dụng: “Tổ chức tín dụng là ngân hàng được vay vốn ngắn hạn của Ngân hàng Nhà nước...”; điều 57 khoản 4: “Tổ chức tín dụng là ngân hàng có thể được Ngân hàng Nhà nước tái chiết khấu và cho vay trên cơ sở cầm cố thương phiếu và các giấy tờ có giá ngắn hạn khác đã được chiết khấu”.

các tổ chức tín dụng khác⁸⁴, hoặc từ thị trường tài chính trong và ngoài nước.

a. Vay từ NHTW

Bất kỳ ngân hàng thương mại nào khi được ngân hàng trung ương cho phép thành lập hoạt động đều hưởng quyền vay tiền tại NHTW trong trường hợp thiếu hụt dự trữ hay quá thiếu tiền mặt.

Ngân hàng trung ương cấp tín dụng cho các ngân hàng thương mại chủ yếu dưới hai hình thức, đó là:

- Chiết khấu hay tái chiết khấu các chứng từ có giá
- Cho vay thế chấp hay ứng trước

Do vậy loại vay này được gọi là tiền chiết khấu hay tiền ứng trước.

Ở Việt nam hiện nay, Ngân hàng Nhà nước Việt nam áp dụng ba hình thức cấp tín dụng, đó là:

- Chiết khấu, tái chiết khấu thương phiếu và các giấy tờ có giá ngắn hạn khác⁸⁵.
- Cho vay có đảm bảo bằng cầm cố thương phiếu và các giấy tờ có giá ngắn hạn khác.
- Cho vay lại theo hồ sơ tín dụng. Thường là các hồ sơ cung cấp tín dụng hỗ trợ theo yêu cầu của nền kinh tế như: thu mua lương thực, nông sản; dự trữ vật tư, nguyên liệu; sản xuất hàng hoá xuất khẩu thuộc diện ưu tiên....

b. Vay ngắn hạn các khoản dự trữ của các tổ chức tín dụng khác

Mục đích chính của loại vay này là nhằm đảm bảo dự trữ bắt buộc theo qui định của NHTW.

Trong quá trình hoạt động, một số ngân hàng thương mại có những ngày cho vay quá nhiều dẫn đến sự thiếu hụt dự trữ bắt buộc tại NHTW. Trong khi đó lại có một vài ngân hàng thương mại khác thừa dự trữ. Để đảm bảo dự trữ theo qui định của NHTW, ngân hàng thương mại thiếu hụt dự trữ sẽ vay của ngân hàng thương mại có dự trữ dư thừa. Thời hạn của loại cho vay này rất ngắn, thường không quá một tuần.

c. Vay từ các công ty

Ở các nước phát triển, ngân hàng thương mại còn có thể vay trực tiếp từ các công ty:

- *Vay ngắn hạn bằng các Hợp đồng mua lại:* Hợp đồng mua lại (Repurchase agreement) là hợp đồng trong đó ngân hàng bán các tín phiếu kho bạc mà mình đang nắm giữ cho các tổ chức kinh tế đang tạm thời thừa tiền mặt, có kèm theo điều khoản mua lại số tín phiếu đó sau một vài ngày hay một vài tuần với mức giá cao hơn. Về thực chất đây là một công cụ để vay nợ ngắn hạn (thường không quá

hai tuần) của các ngân hàng trong đó sử dụng tín phiếu kho bạc làm vật thế chấp. Hợp đồng mua lại là một hình thức giải quyết vấn đề kẹt tiền mặt cấp thời cho ngân hàng thương mại. Lượng tiền mặt thu được từ hợp đồng mua lại được xem như một khoản vay nợ ngắn hạn. Ở các nước phát triển hiện nay, thời gian bán tối đa của hợp đồng này thường không quá hai tuần.

- *Vay từ công ty mẹ:* Ở các nước phát triển, một công ty hoặc tập đoàn kinh doanh có thể là chủ của một hoặc nhiều ngân hàng thương mại. Khi ngân hàng thương mại phát hành trái phiếu hay giấy nợ để vay tiền từ thị trường, nó sẽ chịu sự quản lý và ràng buộc của NHTW về dự trữ, lãi suất và thủ tục. Trong khi đó, nếu công ty mẹ thực hiện điều này, nó không phải bị ràng buộc về dự trữ, lãi suất, số lượng do NHTW qui định, vì bản thân nó không phải là một ngân hàng. Do vậy, các công ty mẹ của ngân hàng thường thay thế nó phát hành trái phiếu, cổ phiếu công ty hay các loại thương phiếu để huy động vốn, sau đó chuyển vốn huy động được về cho ngân hàng hoạt động dưới hình thức cho vay lại.

d. Vay từ thị trường tài chính trong nước

Các ngân hàng thương mại có thể vay từ thị trường tài chính thông qua phát hành các chứng từ có giá như:

- *Chứng chỉ tiền gửi có khả năng chuyển nhượng* (Negotiable certificate of deposit): Đây thực chất là các chứng chỉ tiền gửi có mệnh giá lớn⁸⁶, có thể mua đi bán lại trên thị trường khi chưa đáo hạn. Thời gian đáo hạn của loại chứng chỉ này thường không quá 6 tháng kể từ ngày phát hành.
- *Trái phiếu ngân hàng:* Đây là một công cụ vay nợ dài hạn của ngân hàng từ thị trường chứng khoán. Thời hạn vay thường từ 2 năm trở lên. Loại này có thể mua đi bán lại trên thị trường chứng khoán khi chưa đáo hạn.

e. Vay nước ngoài

Các ngân hàng thương mại cũng có thể tìm kiếm nguồn vốn hoạt động từ việc phát hành phiếu nợ để vay tiền ở nước ngoài. Do loại tiền sử dụng trong thanh toán quốc tế hiện nay là USD cho nên vay tiền ở nước ngoài thường vay bằng USD.

Các ngân hàng thương mại ở Mỹ là những ngân hàng đi đầu trong việc vay tiền ngoài nước để hoạt động (từ những năm 1940). Đó là những khoản vay mượn đô la châu Âu (Euro Dollars), tức là những khoản tiền gửi bằng USD thuộc các ngân hàng nước ngoài hoặc những chi nhánh ở nước ngoài của các ngân hàng Mỹ. Do khi đó, thị trường vay chủ yếu của các ngân hàng Mỹ là châu Âu nên đã phát sinh thuật ngữ đô la châu Âu (Euro Dollars) để chỉ các khoản vay USD từ châu Âu của các ngân hàng thương mại Mỹ. Đến những năm 1960, các ngân hàng thương mại ở các nước Nhật bản, Pháp, Đức, Anh cũng

⁸⁴ Điều 57 khoản 3 Luật Các tổ chức tín dụng: “Các tổ chức tín dụng được tái chiết khấu, cầm cố thương phiếu và các giấy tờ có giá ngắn hạn khác cho nhau”; điều 47: “Các tổ chức tín dụng được vay vốn của nhau và của tổ chức tín dụng nước ngoài”.

⁸⁵ Ví dụ tín phiếu kho bạc.

⁸⁶ Mệnh giá tối thiểu của loại chứng chỉ này ở Mỹ là 100.000 USD.

phát hành phiếu nợ để vay USD từ nước ngoài không chỉ ở châu Âu mà còn lan sang các thị trường giàu có USD khác như các nước xuất khẩu dầu lửa Trung Đông, Nam Mỹ, Đông Á... Tuy nhiên thuật ngữ đô la châu Âu vẫn tiếp tục được sử dụng khá phổ biến ở phần lớn các ngân hàng trên thế giới để chỉ khoản tài sản nợ này.

Loại trái phiếu đô la châu Âu chỉ dùng để vay USD và khi đến hạn cũng trả vốn và lãi bằng USD. Thời gian đến hạn của loại trái phiếu này thường rất ngắn, dưới 3 tháng. Trong những thị trường tài chính lớn như New York, London, Paris, Frankfurt, Tokyo... loại trái phiếu này được xem không khác gì USD.

Ở nhiều nước (Hàn quốc, Việt nam, Thái lan...) việc phát hành loại trái phiếu Euro Dollars chỉ được giới hạn vào một số ngân hàng đặc biệt như Ngân hàng ngoại thương, Ngân hàng xuất nhập khẩu.

Vốn vay đã trở thành một nguồn vốn quan trọng hơn của ngân hàng trong thời gian qua. Ở Mỹ, năm 1960 chúng chỉ chiếm 2% tài sản nợ của ngân hàng, trong những năm 90 chúng đã vượt 20%.

4.3.1.4. Các nguồn vốn khác

- Vốn tài trợ, vốn đầu tư phát triển, vốn uỷ thác đầu tư để cho vay theo các chương trình, dự án xây dựng v.v...
- Vốn hình thành trong quá trình hoạt động của Ngân hàng, ví dụ như trong nghiệp vụ qua lại đồng nghiệp (tiền gửi của các ngân hàng khác để nhờ thanh toán hộ), trong nghiệp vụ trung gian của ngân hàng (tiền gửi của khách hàng để đảm bảo thanh toán trong phương thức thanh toán tín dụng chứng từ - L/C).

4.3.2. Nghiệp vụ tài sản Có – Sử dụng vốn

Nghiệp vụ tài sản có⁸⁷ của Ngân hàng thương mại bao gồm các nghiệp vụ liên quan đến việc sử dụng các khoản vốn huy động được từ Nghiệp vụ tài sản nợ.

4.3.2.1. Nghiệp vụ ngân quỹ

Với mục đích đảm bảo khả năng thanh toán thường xuyên, ngân hàng luôn giữ một lượng tiền mặt dưới các dạng sau:

+ *Tiền mặt tại quỹ của ngân hàng* (vault cash): tùy theo qui mô hoạt động, tính thời vụ⁸⁸, các ngân hàng phải duy trì mức tồn quỹ tiền mặt để thực hiện chi trả trong ngày.

⁸⁷ Phần lớn các khoản mục bên tài sản nợ của ngân hàng thương mại đều là vốn vay từ bên ngoài, nghĩa là ngân hàng phải trả lãi cho nó. Do vậy, để không bị thiệt hại, ngân hàng phải luôn tiến hành cho vay hay đầu tư ngay số tài sản ấy vào các hoạt động sinh lãi. Tiền lãi thu được, ngân hàng dùng nó để trả lãi cho vốn đã vay, trang trải các chi phí trong hoạt động ngân hàng. Phần còn lại sẽ là lợi nhuận của ngân hàng. Khi ngân hàng đầu tư vào một thương vụ hoặc cho vay sản xuất kinh doanh hay tiêu dùng, các khoản đầu tư hoặc cho vay trở thành tài sản có của ngân hàng.

⁸⁸ Ví dụ các dịp lễ tết khách hàng sẽ có nhu cầu rút tiền mặt nhiều.

+ *Tiền gửi tại các Ngân hàng thương mại khác*: để thực hiện các nghiệp vụ thanh toán, chuyển tiền cho khách hàng.

+ *Tiền gửi tại Ngân hàng Trung ương*: bao gồm tiền gửi dự trữ bắt buộc theo qui định của NHTW và tiền gửi thanh toán để phục vụ các hoạt động thanh toán giữa các ngân hàng thông qua vai trò trung gian thanh toán của NHTW.

+ *Tiền mặt trong quá trình thu*: là khoản phát sinh do quan hệ thanh toán vãng lai giữa các ngân hàng, khi ngân hàng đã ghi vào bên nợ nhưng thực chất lại chưa nhận được tiền. Ví dụ một tờ séc được phát ra từ một tài khoản ở ngân hàng A, được gửi vào ngân hàng B và số tiền ở séc này còn chưa đến ngân hàng B. Tờ séc này được coi như là tiền mặt trong quá trình thu, nó là một tài sản Có đối với ngân hàng B vì ngân hàng B có quyền đòi ở ngân hàng A số tiền đó và số tiền này sẽ được thanh toán sau một ít ngày (ngân hàng B đã ghi có cho tài khoản tiền gửi của khách hàng, ghi nợ ngân hàng nhưng số tiền đó chưa đến ngân hàng nên phải ghi nợ vào tài khoản để đối ứng).

Ngoài tiền mặt, ngân hàng còn giữ các chứng khoán ngắn hạn, có tính lỏng cao để có thể chuyển thành tiền mặt nhanh chóng khi cần như tín phiếu, thương phiếu v.v...

Lượng tiền mặt trong nghiệp vụ ngân quỹ này chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ và tỷ trọng này đang bị giảm dần (ở Mỹ năm 1960 nó chiếm 20% tổng tài sản có, năm 1990 tỷ lệ này chỉ còn 7%).

4.3.2.2. Nghiệp vụ cho vay

Hoạt động cho vay⁸⁹ được xem là hoạt động sinh lợi chủ yếu của các ngân hàng trung gian nói chung và ngân hàng thương mại nói riêng. Hoạt động cho vay rất đa dạng và phong phú. Có thể nêu một số loại hình chủ yếu sau:

+ *Cho vay ứng trước*: là hình thức cho vay trong đó ngân hàng cung cấp cho người đi vay một khoản tiền vay nhất định để sử dụng trước. Người đi vay chỉ phải trả lãi vào lúc hoàn trả vốn gốc. Cho vay ứng trước có hai loại:

- *Cho vay ứng trước có bảo đảm*⁹⁰:
 - *Bảo đảm bằng các động sản* như hàng hoá, tài sản hay chứng từ - *Cho vay cầm cố*: là cho vay trên cơ sở cầm cố tại ngân hàng các tài sản, có thể là hiện vật như vật tư hàng hoá, hoặc là giấy tờ như các giấy sở hữu hàng hoá (B/L, giấy lưu kho, lưu

⁸⁹ Điều 79 Luật Các tổ chức tín dụng quy định về giới hạn cho vay đối với một khách hàng như sau: “Khoản 1, phần a: Tổng dư nợ cho vay đối với một khách hàng không được vượt quá 15% vốn tự có của tổ chức tín dụng, trừ trường hợp đối với những khoản cho vay từ các nguồn vốn uỷ thác của Chính phủ, của các tổ chức, cá nhân hoặc trường hợp khách hàng vay là tổ chức tín dụng khác”. Cũng theo điều này, các ngân hàng được phép cho vay hợp vốn.

⁹⁰ Điều 52 Khoản 2 Luật Các tổ chức tín dụng: “Tổ chức tín dụng cho vay trên cơ sở có bảo đảm bằng tài sản cầm cố, thế chấp của khách hàng vay, bảo lãnh của bên thứ ba; không được cho vay trên cơ sở cầm cố bằng cổ phiếu của chính tổ chức tín dụng cho vay”.

bãi container), các chứng từ thanh toán (bộ chứng từ đòi tiền người nhập khẩu gồm B/E, chứng từ gửi hàng), chứng từ có giá (thương phiếu, chứng khoán,...), thậm chí cả vàng, bạc, đá quý, ngoại tệ... Số tiền cho vay bằng một tỷ lệ phần trăm của giá trị tài sản cầm cố, tỷ lệ này cao hay thấp là tùy vào quan hệ của ngân hàng và khách hàng, vào uy tín của khách hàng. Ngân hàng sẽ quản lý tài sản cầm cố trong suốt thời hạn vay và chỉ hoàn lại khi thu đủ nợ (gốc và lãi). Trong trường hợp người đi vay không có khả năng trả nợ khi đến hạn, ngân hàng có quyền bán tài sản cầm cố để thu nợ.

o *Bảo đảm bằng bất động sản* như đất đai, nhà cửa - *Cho vay thế chấp*: là cho vay trên cơ sở nắm giữ các giấy tờ chứng thực quyền sở hữu hợp pháp về bất động sản đem thế chấp. Cho vay thế chấp khác với cho vay cầm cố ở chỗ trong thời hạn vay người đi vay vẫn được phép sử dụng tài sản thế chấp, ngân hàng chỉ nắm giữ hồ sơ gốc.

o *Bảo đảm bằng sự bảo lãnh* của bên thứ ba - *Cho vay có bảo lãnh*: Bên bảo lãnh sẽ lập hồ sơ bảo lãnh tại ngân hàng và cam kết hoàn trả nợ nếu bên đi vay không có khả năng thanh toán. Ngân hàng cũng có thể đề nghị bên bảo lãnh phải có tài sản cầm cố hoặc thế chấp tại ngân hàng.

• *Cho vay ứng trước không có bảo đảm*: là cho vay chỉ dựa vào uy tín của khách hàng đối với Ngân hàng mà không cần có tài sản cầm cố, thế chấp hoặc sự bảo lãnh. Do vậy còn gọi là *cho vay tín chấp*. Trong trường hợp này, ngân hàng quyết định cho vay thông qua việc đánh giá các chỉ tiêu như mức vốn tự có, lợi nhuận hàng năm của doanh nghiệp, triển vọng của doanh nghiệp cũng như năng lực, phẩm chất của những người quản lý công ty... Trên thực tế đó là các khách hàng uy tín, có quan hệ thường xuyên với ngân hàng hoặc những doanh nghiệp lớn.

+ *Cho vay thấu chi*: là hình thức cấp tín dụng ứng trước đặc biệt trong đó Ngân hàng cho phép khách hàng chi vượt quá số tiền dư trên tài khoản vãng lai trong một hạn mức và thời hạn nhất định trên cơ sở hợp đồng tín dụng giữa ngân hàng với khách hàng.

Khác với cho vay ứng trước, mức tín dụng thoả thuận trong cho vay thấu chi chưa phải là khoản tiền ngân hàng cho vay mà chỉ khi nào khách hàng sử dụng (thấu chi) thì mới được coi là tín dụng được cấp phát và bắt đầu tính tiền lãi.

Hình thức cho vay này thường chỉ được áp dụng cho những khách hàng có khả năng tài chính mạnh và có uy tín.

+ *Cho vay chiết khấu*: Là cho vay dưới hình thức Ngân hàng thương mại mua lại các thương phiếu chưa đến hạn trả tiền với giá thấp hơn số tiền ghi trên thương phiếu. Khi đến hạn trả tiền thì Ngân hàng sẽ đòi toàn bộ số tiền ghi trên thương phiếu ở người trả tiền thương phiếu. Phần lãi của ngân hàng chính là khoản chênh lệch giữa giá mua và số tiền ghi trên thương phiếu.

Ví dụ: Một tờ lệnh phiếu có mệnh giá là 10.000 USD

Thời hạn của lệnh phiếu là 3 tháng

Lãi suất chiết khấu là 4%/năm

Vậy Ngân hàng phải bỏ ra một số tiền để mua tờ lệnh phiếu đó là:

$$10.000USD - \frac{10.000 \times 4 \times 3}{100 \times 12} = 9.900USD$$

Lãi suất chiết khấu được tính toán căn cứ vào mức lãi suất trên thị trường (interest rate), chi phí thu tiền thương phiếu (collection fee), mức độ trượt giá (lạm phát dự tính - expected inflation), rủi ro không đòi được tiền thương phiếu (Commercial risk - rủi ro thương mại).

Cần lưu ý là tiền lãi trong cho vay chiết khấu không được tính trên số vốn mà người đi vay được sử dụng như cho vay ứng trước mà trên thực tế lại được tính trên tổng lãi và vốn gốc. Trong ví dụ trên, số vốn người đi vay được sử dụng là 9.900 USD nhưng tiền lãi lại được tính trên tổng lãi và vốn vay, tức là 10.000 USD.

+ *Tín dụng uỷ thác thu hay bao thanh toán* (Factoring): là nghiệp vụ trong đó công ty “factor” - công ty con của ngân hàng - cam kết mua lại các khoản thanh toán chưa tới hạn phát sinh từ những hoạt động xuất khẩu, cung ứng hàng hoá và dịch vụ với giá chiết khấu. Các khoản nợ này thường là ngắn hạn (từ 30 đến 120 ngày)⁹¹.

+ *Cho vay thuê mua* (Leasing): còn được gọi là tín dụng thuê mua, là hình thức tín dụng trung, dài hạn được thực hiện thông qua việc cho thuê tài sản như máy móc, thiết bị, các động sản và bất động sản khác. Ngân hàng sẽ dùng vốn của mình để mua tài sản theo yêu cầu của người thuê và nắm giữ quyền sở hữu đối với tài sản cho thuê. Bên thuê sử dụng tài sản thuê và thanh toán tiền thuê trong suốt thời hạn thuê đã được hai bên thoả thuận và không được huỷ bỏ hợp đồng trước hạn. Khi hết thời hạn thuê, bên thuê được chuyển quyền sở hữu, mua lại hoặc tiếp tục thuê tài sản đó tùy theo các điều kiện đã thoả

⁹¹ Bao thanh toán được không xếp chung với cho vay chiết khấu mặc dù cùng là nghiệp vụ mua lại các khoản nợ vì: i/ đối với chiết khấu thương phiếu có sự khống chế về hạn mức còn với bao thanh toán thì không; ii/ ngân hàng sẽ qui định danh mục các giấy tờ có giá được chiết khấu nhưng với bao thanh toán thì không.

thuận trong hợp đồng. Đây chính là một nghiệp vụ cho vay, bởi vì thay cho việc cho vay bằng tiền để khách hàng mua tài sản, ngân hàng đã đứng ra mua và cho thuê lại. Số tiền thuê phải bù đắp được chi phí khấu hao, chi phí tài chính (ứng với lãi của số vốn ngân hàng bỏ ra mua tài sản), chi phí quản lý, lãi của người cho thuê (ngân hàng).

Trong thực tế, các ngân hàng thường thành lập một công ty con chuyên trách nghiệp vụ này gọi là công ty tài chính thuê mua.

+ *Cho vay bằng chữ ký*: là hình thức tín dụng trong đó ngân hàng không trực tiếp cho khách hàng vay bằng tiền nhưng bằng uy tín (chữ ký) của mình, ngân hàng tạo điều kiện để khách hàng sử dụng vốn vay của người khác và đảm bảo thanh toán hộ khách hàng. Chính vì vậy, mặc dù là một hình thức tín dụng nhưng trong hạch toán, nó không làm thay đổi bảng quyết toán tài sản của ngân hàng mà được hạch toán ngoại bảng. Có hai hình thức:

- *Nghiệp vụ chấp nhận*: Hiện nay, trong thương mại quốc tế, thương phiếu được sử dụng rất phổ biến. Song trong một số trường hợp độ tin cậy và khả năng thanh toán của người mua chưa được đảm bảo, vì vậy các thương phiếu cần có sự chấp nhận trả tiền hoặc bảo đảm trả tiền của các ngân hàng lớn, có uy tín thì nó mới được lưu thông một cách dễ dàng. Nghiệp vụ chấp nhận chia ra làm hai loại: chấp nhận trả tiền và đảm bảo trả tiền:
 - *Chấp nhận trả tiền* là nghiệp vụ mà ngân hàng thương mại cho phép người bán có quyền ký phát hối phiếu đòi tiền ngân hàng chấp nhận. Thông thường, muốn được hưởng lợi chấp nhận này, người mua phải đem tiền mặt nộp vào ngân hàng trước ngày hối phiếu đến hạn thanh toán. Nghiệp vụ này được áp dụng phổ biến trong phương thức thanh toán tín dụng chứng từ.
 - *Bảo đảm trả tiền* là nghiệp vụ mà ngân hàng thương mại chỉ đảm bảo khả năng thanh toán của người vay nợ, còn người có nghĩa vụ trả tiền ghi trong hối phiếu phải trực tiếp trả tiền cho người hưởng lợi hối phiếu. Chỉ trừ khi người vay nợ không có khả năng thanh toán thực sự thì ngân hàng chấp nhận mới đứng ra thanh toán cho người hưởng lợi mà thôi.

Trong thời đại ngày nay, nghiệp vụ chấp nhận của Ngân hàng thương mại đã tạo điều kiện cho thương phiếu lưu thông thuận lợi và sức chi trả của thương phiếu cũng được đảm bảo hơn. Nghiệp vụ chấp nhận thương phiếu trong mậu dịch quốc tế rất phát triển. Ở những nước có nền ngoại thương phát triển mạnh như Anh, Mỹ đã

xuất hiện những loại Ngân hàng chuyên kinh doanh nghiệp vụ này và được gọi là “Acceptance house” hay “Acceptance banker”.

- *Nghiệp vụ bảo lãnh*⁹²: Là nghiệp vụ trong đó ngân hàng đứng ra cam kết bằng văn bản (gọi là thư bảo lãnh) rằng sẽ thực hiện một nghĩa vụ thay cho người được bảo lãnh nếu người này không thực hiện được nghĩa vụ đó. Có nhiều hình thức bảo lãnh như bảo lãnh để tham gia dự thầu, bảo lãnh thực hiện hợp đồng, bảo lãnh hoàn trả tiền ứng trước, bảo lãnh thanh toán, bảo lãnh chất lượng sản phẩm theo hợp đồng, bảo lãnh hoàn trả vốn vay...

+ *Cho vay tiêu dùng*: là hình thức tín dụng trong đó ngân hàng tài trợ cho nhu cầu tiêu dùng của cá nhân. Tín dụng tiêu dùng thường dưới hình thức cho vay để mua trả góp (tín dụng trả góp) hoặc cho vay qua việc phát hành thẻ tín dụng.

Nghiệp vụ cho vay được xem là hoạt động sinh lời chủ yếu của ngân hàng thương mại⁹³. Nó thường chiếm tỷ trọng lớn trong các khoản mục thuộc tài sản Có của ngân hàng (khoảng 70%).

4.3.2.3. Nghiệp vụ đầu tư

Là nghiệp vụ mà Ngân hàng thương mại dùng vốn của mình mua các chứng khoán (các chứng khoán chính phủ và một số chứng khoán công ty lớn - luật của Mỹ không cho phép ngân hàng được phép nắm giữ cổ phiếu) hoặc đầu tư theo dự án.

Ở Việt nam, Luật các Tổ chức tín dụng còn cho phép các ngân hàng được dùng vốn điều lệ và quỹ dự trữ để góp vốn, mua cổ phần của doanh nghiệp hay của các tổ chức tín dụng khác.

4.3.2.4. Những tài sản có khác

Đó là những vốn hiện vật như trụ sở làm việc, máy móc, trang thiết bị dùng cho hoạt động do ngân hàng sở hữu.

4.3.3. Nghiệp vụ trung gian

Nghiệp vụ trung gian là nghiệp vụ mà Ngân hàng thương mại thay mặt khách hàng thực hiện việc thanh toán hay các uỷ thác khác để thu lệ phí. Nghiệp vụ trung gian chủ yếu gồm:

4.3.3.1. Nghiệp vụ chuyển tiền – Thanh toán hộ

⁹² Điều 58 Luật Các tổ chức tín dụng: “Khoản 2: Tổ chức tín dụng được bảo lãnh vay, bảo lãnh thanh toán, bảo lãnh thực hiện hợp đồng, bảo lãnh dự thầu và các hình thức bảo lãnh ngân hàng khác cho các tổ chức, cá nhân. Khoản 3: Chỉ các ngân hàng được phép thực hiện thanh toán quốc tế mới được thực hiện bảo lãnh vay, bảo lãnh thanh toán và các hình thức bảo lãnh ngân hàng khác mà người nhận bảo lãnh là tổ chức, cá nhân nước ngoài”.

⁹³ Nghiệp vụ cho vay của các ngân hàng thương mại Mỹ năm 1990 đã tạo ra 60% thu nhập của ngân hàng.

Là nghiệp vụ mà Ngân hàng nhận sự uỷ thác của khách hàng, dùng phương tiện mà khách hàng yêu cầu để chuyển một số tiền nhất định cho một người khác ở một địa điểm quy định trong hay ngoài nước. Về mặt kỹ thuật, nghiệp vụ này được thực hiện thông qua các phương tiện lưu thông tín dụng như séc, thư chuyển tiền (M/T - mail transfer), điện chuyển tiền (T/T - telegraph transfer) v.v...

4.3.3.2. Nghiệp vụ thu hộ

Là nghiệp vụ mà Ngân hàng thương mại nhận sự uỷ thác của khách hàng để thu hộ các khoản tiền căn cứ vào các chứng từ của khách hàng giao như séc, thương phiếu, các chứng khoán.

Khi tiến hành nghiệp vụ này, ngoài việc thu thủ tục phí của khách hàng, ngân hàng còn có thể tranh thủ sử dụng số tiền của khách hàng.

4.3.3.3. Nghiệp vụ tín thác

Là nghiệp vụ mà Ngân hàng thương mại nhận sự uỷ thác của khách hàng, đứng ra mua bán hộ khách hàng các loại chứng khoán, kim loại quý, ngoại hối hoặc quản lý tài sản, vốn đầu tư của tổ chức hay cá nhân theo hợp đồng (ví dụ tài sản đang tranh chấp, tài sản thanh lý trong quá trình phá sản, tài sản của cô nhi, quả phụ v.v...).

4.3.3.4. Nghiệp vụ qua lại đồng nghiệp

Là nghiệp vụ mà các ngân hàng thương mại thu chi hộ lẫn nhau trên cơ sở ngân hàng này mở một tài khoản vãng lai tại ngân hàng kia và việc thanh toán giữa hai ngân hàng được tiến hành theo định kỳ sau khi đã bù trừ những khoản tiền mà hai bên đã thu chi hộ cho nhau trong thời gian của định kỳ đó.

Trong nghiệp vụ qua lại đồng nghiệp, các ngân hàng không thu thủ tục phí. Khi tiến hành thu chi hộ, nếu trên tài khoản vãng lai không còn tiền thì ngân hàng này sẽ cung cấp tín dụng cho ngân hàng kia theo phương thức tín dụng cho vay vượt chi.

Chương 4. Ngân hàng trung ương và chính sách tiền tệ

1. Khái niệm

Ngân hàng trung ương là một định chế công cộng, có thể độc lập hoặc trực thuộc chính phủ; thực hiện chức năng độc quyền phát hành tiền, là ngân hàng của các ngân hàng, ngân hàng của chính phủ và chịu trách nhiệm trong việc quản lý nhà nước về các hoạt động tiền tệ, tín dụng, ngân hàng.

NHTW có nguồn gốc từ các ngân hàng phát hành. Cho đến đầu thế kỷ 20, các ngân hàng phát hành vẫn thuộc sở hữu tư nhân. Từ sau Chiến tranh thế giới thứ hai, do ảnh hưởng của những bài học kinh nghiệm từ cuộc Đại suy thoái năm 1929 - 1933 cũng như sự phát triển của các học thuyết kinh tế của Keynes (vào cuối những năm 1930) và Milton Friedman (năm 1960) về sự cần thiết của vai trò quản lý vĩ mô của nhà nước đối với nền kinh tế và ảnh hưởng của khối lượng tiền cung ứng đối với các biến số kinh tế vĩ mô, các nước đã nhận thức được tầm quan trọng phải thành lập một NHTW đóng vai trò quản lý lưu thông tiền tệ, tín dụng và hoạt động của hệ thống ngân hàng trong một quốc gia⁹⁴.

Các NHTW được thành lập hoặc bằng cách quốc hữu hoá các ngân hàng phát hành hiện có hoặc thành lập mới thuộc quyền sở hữu nhà nước. Các nước tư bản phát triển có hệ thống ngân hàng phát triển lâu đời như Pháp, Anh... thì thành lập NHTW bằng cách quốc hữu hoá ngân hàng phát hành thông qua mua lại cổ phần của các ngân hàng này rồi bổ nhiệm người điều hành⁹⁵. Một số nước tư bản khác thì Nhà nước chỉ nắm cổ phần không chế hoặc vẫn để thuộc sở hữu tư nhân nhưng Nhà nước bổ nhiệm người điều hành. Ví dụ: Ngân hàng trung ương ở Nhật bản (tên chính thức là Ngân hàng Nhật bản) có 55% cổ phần thuộc quyền sở hữu của Nhà nước, 45% còn lại thuộc sở hữu tư nhân⁹⁶ nhưng bộ máy quản lý ngân hàng là Hội đồng chính sách có 7 thành viên lại do Chính phủ bổ nhiệm. Ở Mỹ, Ngân hàng trung ương được gọi là Hệ thống dự trữ liên bang (Fed), là ngân hàng cổ phần tư nhân nhưng cơ quan lãnh đạo cao nhất của Ngân hàng này là Hội đồng Thống đốc có 7 thành viên do Tổng thống đề cử và Thượng nghị viện bổ nhiệm⁹⁷.

⁹⁴ Hầu hết các quốc gia chỉ thành lập duy nhất một NHTW, riêng Mỹ thành lập tới 12 NHTW - gọi là các Ngân hàng dự trữ liên bang - hợp thành Hệ thống dự trữ liên bang. Ngoài ra, Ngân hàng trung ương châu Âu (ECB) cũng được thành lập bao gồm nhiều NHTW thành viên vốn là NHTW trước đây của các quốc gia tham gia vào EMU (Liên minh tiền tệ châu Âu).

⁹⁵ Anh quốc hữu hoá ngân hàng phát hành năm 1946, Pháp quốc hữu hoá năm 1945, Đức và Canada lần lượt vào các năm 1939 và 1938.

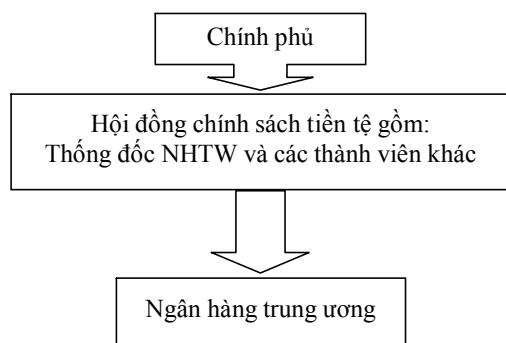
⁹⁶ Chính xác ra là thuộc sở hữu của các ngân hàng tư nhân.

⁹⁷ Hệ thống dự trữ liên bang của Mỹ (Fed) bao gồm 12 ngân hàng dự trữ liên bang, trong đó lớn nhất là New York, rồi đến Chicago, San Francisco. Cổ phần các ngân hàng này do các ngân hàng thương mại tư nhân là thành viên nắm giữ. Ban giám đốc của các ngân hàng dự trữ gồm 9 người trong đó 6 người do các ngân hàng thương mại thành viên bầu ra, 3 giám đốc còn lại do Hội đồng thống đốc bổ nhiệm. Chín giám đốc này cùng bầu ra chủ tịch ngân hàng và phải được Hội đồng thống đốc phê chuẩn.

Còn lại hầu hết các nước khác thì thành lập NHTW mới thuộc sở hữu nhà nước. Ở Việt nam, NHTW được thành lập thuộc sở hữu của nhà nước, gọi là Ngân hàng nhà nước Việt nam.

Là một định chế công cộng của Nhà nước, nhưng mối quan hệ của NHTW với chính phủ không hoàn toàn giống với các định chế công cộng khác của Nhà nước. Mối quan hệ này ở các nước khác nhau cũng không giống nhau. Tùy thuộc vào đặc điểm ra đời của NHTW, thể chế chính trị, nhu cầu của nền kinh tế cũng như truyền thống văn hoá của từng quốc gia mà NHTW có thể được tổ chức theo mô hình trực thuộc hay độc lập với chính phủ.

Mô hình NHTW trực thuộc chính phủ là mô hình trong đó NHTW nằm trong nội các chính phủ và chịu sự chi phối trực tiếp của chính phủ về nhân sự, về tài chính và đặc biệt về các quyết định liên quan đến việc xây dựng và thực hiện chính sách tiền tệ. Các nước áp dụng mô hình này phần lớn là các nước Đông Á (Hàn quốc, Đài loan, Singapore, Indonesia, Việt nam ...) hoặc các nước thuộc khối XHCN trước đây.

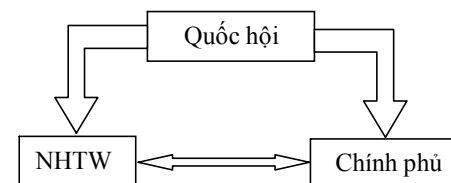


Theo mô hình này, chính phủ có thể dễ dàng phối hợp chính sách tiền tệ của NHTW đồng bộ với các chính sách kinh tế vĩ mô khác nhằm đảm bảo mức độ và liều lượng tác động hiệu quả của tổng thể các chính sách đối với các mục tiêu vĩ mô trong thời kỳ. Mô hình này được xem là phù hợp với yêu cầu cần tập trung quyền lực để khai thác tiềm năng xây dựng kinh tế trong thời kỳ tiền phát triển.

Điểm hạn chế chủ yếu của mô hình là NHTW sẽ mất đi sự chủ động trong việc thực hiện chính sách tiền tệ. Sự phụ thuộc vào chính phủ có thể làm cho NHTW xa rời mục tiêu dài hạn của mình là ổn định giá trị tiền tệ, góp phần tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, sự lớn mạnh nhanh chóng của các nước thuộc nhóm NIEs như Singapore, Hàn quốc, Đài loan... nơi NHTW là một bộ phận trong guồng máy chính phủ là một bằng chứng có sức thuyết phục về sự phù hợp của mô hình tổ chức này đối với truyền thống văn hoá Á đông.

Mô hình NHTW độc lập với chính phủ là mô hình trong đó NHTW không chịu sự chi đạo của chính phủ mà là quốc hội. Quan hệ giữa NHTW và chính phủ là quan hệ hợp tác.

Các NHTW theo mô hình này là Ngân hàng dự trữ liên bang Mỹ, NHTW Thụy sĩ, Anh, Pháp, Đức, Nhật bản⁹⁸ và gần đây là NHTW châu Âu (ECB). Xu hướng tổ chức ngân hàng trung ương theo mô hình này đang càng ngày càng tăng lên ở các nước phát triển.



Theo mô hình này, NHTW có toàn quyền quyết định việc xây dựng và thực hiện chính sách tiền tệ mà không bị ảnh hưởng bởi các áp lực chi tiêu của ngân sách⁹⁹ hoặc các áp lực chính trị khác¹⁰⁰. Mặt khác, theo quan điểm dân chủ cổ truyền của châu Âu thì mọi chính sách phải được phục vụ cho quyền lợi của công chúng và phải được quyết định bởi quốc hội - cơ quan đại diện cho quyền lực của toàn dân - chứ không phải một nhóm các nhà chính trị - chính phủ. Chính vì vậy, NHTW do có vai trò hết sức quan trọng tới đời sống kinh tế nên không thể đặt dưới quyền chính phủ được mà phải do quốc hội kiểm soát.

Tuy nhiên, không phải tất cả các NHTW được tổ chức theo mô hình này đều đảm bảo được sự độc lập hoàn toàn khỏi áp lực của chính phủ khi điều hành chính sách tiền tệ. Mức độ độc lập của mỗi NHTW phụ thuộc vào sự chi phối của người đứng đầu nhà nước vào cơ chế lập pháp và nhân sự của NHTW¹⁰¹.

Điểm bất lợi chủ yếu của mô hình này là khó có sự kết hợp hài hoà giữa chính sách tiền tệ - do NHTW thực hiện và chính sách tài khoá - do chính phủ chi phối để quản lý vĩ mô một cách hiệu quả.

Không có một mô hình nào có thể được coi là thích hợp cho mọi quốc gia. Việc lựa chọn mối quan hệ thích hợp giữa NHTW và chính phủ phải tùy thuộc vào chế độ chính trị, yêu cầu phát triển kinh tế, đặc điểm lịch sử và sự phát triển của hệ thống ngân hàng của từng nước. Tuy nhiên, trong một chừng mực nhất định nó cũng bị ảnh hưởng bởi trào lưu của

⁹⁸ NHTW Nhật bản trước đây trực thuộc bộ Tài chính, tức là thuộc chính phủ. Nhưng từ tháng 6/1998 với sự cải cách tài chính, NHTW Nhật mới tách ra độc lập hoàn toàn với chính phủ.

⁹⁹ Thâm hụt ngân sách là căn bệnh kinh niên của các chính phủ. Do vậy, nếu NHTW đặt dưới quyền của chính phủ, khi thâm hụt ngân sách xảy ra, chính phủ có thể buộc NHTW in tiền để tài trợ. Điều này dễ dẫn đến nguy cơ lạm phát, gây tổn hại lớn cho xã hội.

¹⁰⁰ Khi NHTW trực thuộc Chính phủ, chính phủ có thể vì những mục tiêu chính trị trước mắt, chẳng hạn nhằm gây ấn tượng trước kỳ bầu cử, khiến NHTW theo đuổi các mục tiêu ngắn hạn thay vì các mục tiêu chính sách dài hạn.

¹⁰¹ Tính độc lập của NHTW đối với chính phủ thể hiện ở 3 yếu tố: nhân sự, tài chính, nghiệp vụ. Thực tế cho thấy, sự độc lập của NHTW đối với chính phủ càng cao thì các biến số vĩ mô (lạm phát, tăng trưởng kinh tế) sẽ càng hoạt động tích cực. Chính vì vậy, các quốc gia đang cố gắng thực hiện mô hình NHTW độc lập với chính phủ.

thế giới.

2. Chức năng của ngân hàng trung ương

Ngân hàng trung ương thực hiện hai chức năng cơ bản: là *ngân hàng của quốc gia* và thực hiện chức năng *quản lý vĩ mô các hoạt động tiền tệ, tín dụng và ngân hàng* nhằm đảm bảo sự ổn định tiền tệ và an toàn cho cả hệ thống ngân hàng, qua đó mà thực hiện các mục tiêu kinh tế vĩ mô của nền kinh tế¹⁰². NHTW thực hiện các chức năng này thông qua các nghiệp vụ mang tính kinh doanh song tính chất kinh doanh chỉ là phương tiện nâng cao hiệu quả của hoạt động quản lý chứ không phải là mục đích của NHTW. Nói cách khác, mục đích hoạt động của NHTW không phải là mưu tìm doanh lợi mà là ổn định lưu thông tiền tệ, tín dụng và hoạt động ngân hàng từ đó tạo điều kiện thúc đẩy sự phát triển kinh tế.

2.1. Chức năng ngân hàng của quốc gia

Được thể hiện ở các nhiệm vụ sau đây:

2.1.1. Ngân hàng phát hành tiền

Ngân hàng Trung ương được giao trọng trách độc quyền phát hành tiền theo các qui định trong luật hoặc được chính phủ phê duyệt (về mệnh giá, loại tiền, mức phát hành...) nhằm đảm bảo thống nhất và an toàn cho hệ thống lưu thông tiền tệ của quốc gia¹⁰³. Đồng tiền do NHTW phát hành là đồng tiền lưu thông hợp pháp duy nhất, nó mang tính chất cưỡng chế lưu hành, vì vậy mọi người không có quyền từ chối nó trong thanh toán. Nhiệm vụ phát hành tiền còn bao gồm trách nhiệm của NHTW trong việc xác định số lượng tiền cần phát hành, thời điểm phát hành cũng như phương thức phát hành để đảm bảo sự ổn định tiền tệ và phát triển kinh tế.

Dưới chế độ lưu thông tiền vàng, các NHTW được yêu cầu phát hành tiền giấy trên cơ sở có vàng đảm bảo¹⁰⁴. Tuy nhiên, yêu cầu phải có vàng đảm bảo khi phát hành tiền giấy dẫn đến sự thiếu linh hoạt trong phát hành tiền do khối lượng tiền phát hành không gắn với nhu cầu lưu thông trao đổi hàng hoá mà phụ thuộc vào số lượng vàng dự trữ của NHTW. Khi nhu cầu tiền tệ của nền kinh tế vượt quá khả năng đảm bảo của lượng vàng

¹⁰² Tham khảo điều 5 Luật Ngân hàng nhà nước về nhiệm vụ, quyền hạn của ngân hàng Nhà nước Việt nam.

¹⁰³ Tiền do NHTW phát hành ở đây được hiểu là tiền giấy. Ngoài tiền giấy, NHTW còn có thể phát hành một số loại tiền kim khí với tư cách là tiền phụ, hỗ trợ cho tiền giấy thực hiện chức năng tiền tệ (chẳng hạn để dùng trong các giao dịch trị giá nhỏ, để gọi điện thoại, để mua hàng tại các máy bán hàng tự động). Tiền kim khí chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ trong tổng số tiền phát hành. Một số quốc gia như Mỹ, tiền kim khí lại do Kho bạc phát hành. Dù là tiền giấy hay tiền kim khí thì chúng đều có một đặc điểm chung là chỉ có giá trị danh nghĩa, tức là giá trị thực của nó (hay chi phí sản xuất ra nó) nhỏ hơn giá trị tiền tệ mà nó đại diện rất nhiều.

¹⁰⁴ Dưới chế độ lưu thông tiền vàng, tiền giấy được tự do đổi ra vàng theo hàm lượng vàng qui định trong luật. Chính vì vậy, khi phát hành một lượng tiền giấy NHTW bị đòi hỏi phải dự trữ một lượng vàng tương ứng để có thể đáp ứng nhu cầu đổi từ tiền giấy ra vàng khi bị yêu cầu.

dự trữ, các NHTW không thể đáp ứng được. Do vậy yêu cầu đảm bảo bằng vàng dần dần bị nói lỏng tiến tới bãi bỏ¹⁰⁵. Ngày nay, lượng tiền phát hành được quyết định dựa trên cơ sở nghiên cứu về nhu cầu tiền tệ của nền kinh tế.

2.1.2. Ngân hàng của các ngân hàng

Ngân hàng trung ương không tham gia kinh doanh tiền tệ, tín dụng trực tiếp với các chủ thể trong nền kinh tế mà chỉ thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng với các ngân hàng trung gian. Bao gồm:

Mở tài khoản và nhận tiền gửi của các ngân hàng trung gian

NHTW nhận tiền gửi từ các ngân hàng trung gian dưới hai dạng sau:

- *Tiền gửi dự trữ bắt buộc*: Là khoản tiền dự trữ mà các ngân hàng trung gian bắt buộc phải gửi tại NHTW để nhằm đảm bảo khả năng chi trả của các ngân hàng này trước nhu cầu rút tiền mặt của khách hàng. Tiền dự trữ bắt buộc được tính toán trên cơ sở số dư tiền gửi huy động bình quân trong kỳ¹⁰⁶ tại ngân hàng trung gian nhân với tỷ lệ dự trữ bắt buộc được NHTW quy định trong từng thời kỳ. Khoản tiền gửi này không được NHTW trả lãi¹⁰⁷. (Chi tiết tham khảo trong Quyết định của thống đốc ngân hàng nhà nước số 51/1999/QĐ-NHNN1 ngày 10 tháng 02 năm 1999 về việc ban hành "Quy chế dự trữ bắt buộc đối với các tổ chức tín dụng"). Chức năng ban đầu của khoản dự trữ bắt buộc này là nhằm hạn chế khả năng xảy ra rủi ro mất khả năng thanh toán của hệ thống ngân hàng. Nhưng theo thời gian ý nghĩa của chức năng này giảm dần. Cùng với sự phát triển của thị trường tài chính và xu hướng chứng khoán hoá trong hoạt động ngân hàng, khả năng thanh khoản của các tài sản có do ngân hàng nắm giữ và do đó khả năng đáp ứng nhanh chóng nhu cầu tiền mặt của các ngân hàng tăng lên. Bên cạnh đó, các hình thức bảo hiểm tiền gửi ra đời đã làm yên lòng những người gửi tiền và nhờ vậy làm giảm bớt khả năng xảy ra nhu cầu rút tiền bất thường. Vì những lý do đó, tỷ lệ dự trữ bắt buộc ngày càng giảm ở hầu hết các quốc gia, tới mức nó không còn ý nghĩa đảm bảo an toàn nữa. Hiện nay, dự trữ bắt buộc được nói đến với tư cách là một công cụ của NHTW trong điều hành chính sách tiền tệ nhiều hơn. Trên thực tế, các ngân hàng có thể duy trì mức dự trữ lớn hơn yêu cầu của NHTW, do điều kiện kinh doanh cụ thể của ngân hàng, do không cho vay hết hoặc không tìm kiếm được cơ hội đầu tư an toàn. Phần dự trữ này gọi là dự trữ

¹⁰⁵ Ban đầu, các NHTW bị yêu cầu phải dự trữ 100% dự trữ vàng bảo đảm cho số tiền giấy phát hành. Về sau, do nhu cầu phát hành tiền tăng, hơn nữa không phải tất cả tiền giấy đều bị yêu cầu đổi ra vàng đồng thời nên tỷ lệ vàng dự trữ để đảm bảo được giảm xuống. Cuối cùng thì yêu cầu dự trữ bị xoá bỏ và NHTW chỉ bị khống chế về số lượng tiền giấy được phép phát hành.

¹⁰⁶ Thường là 1 tháng.

¹⁰⁷ NHTW chỉ trả lãi cho phần tiền gửi vượt quá so với qui định.

vượt mức và có thể gửi tại NHTW hoặc để ở két sắt của ngân hàng trung gian. Sự tăng lên hay giảm xuống của lượng dự trữ vượt mức này phản ánh tình trạng thừa hay thiếu vốn khả dụng của hệ thống ngân hàng và là chỉ tiêu định hướng điều hành chính sách tiền tệ của NHTW.

- *Tiền gửi thanh toán:* Ngoài khoản dự trữ bắt buộc, các ngân hàng trung gian còn phải duy trì thường xuyên một lượng tiền gửi trên tài khoản tại NHTW cho các nhu cầu chi trả trong thanh toán với các ngân hàng khác trong cùng hệ thống hoặc đáp ứng các nhu cầu giao dịch với NHTW, chẳng hạn các khoản chi trả liên quan đến các khoản vay từ NHTW.

➤ **Cấp tín dụng cho các ngân hàng trung gian**

NHTW *cấp tín dụng cho các ngân hàng trung gian dưới hình thức chiết khấu lại* (tái chiết khấu) các chứng từ có giá ngắn hạn do các ngân hàng trung gian nắm giữ. Thông qua hành vi mua lại này, NHTW đã làm tăng lượng vốn khả dụng cho hoạt động của ngân hàng trung gian, tạo điều kiện cho các ngân hàng này mở rộng các hoạt động tín dụng. Việc cấp tín dụng của NHTW cho các ngân hàng trung gian không chỉ giới hạn ở nghiệp vụ tái chiết khấu các chứng từ có giá mà còn bao gồm cả các khoản cho vay ứng trước có đảm bảo bằng các chứng khoán đủ tiêu chuẩn, các khoản tiền gửi bằng ngoại tệ tại NHTW.

Do việc cấp tín dụng của NHTW gắn trực tiếp với việc phát hành ra một lượng tiền giấy mới nên các điều kiện tín dụng thường là chặt chẽ, được giới hạn bởi hạn mức tái chiết khấu, thời hạn và chủng loại chứng từ có giá được chấp nhận chiết khấu.

Ngoài ra, NHTW còn góp phần quan trọng trong việc đảm bảo cho sự an toàn của hệ thống ngân hàng thông qua hoạt động cấp tín dụng khi *đóng vai trò “Người cho vay cuối cùng” của các ngân hàng*. Trong trường hợp một ngân hàng có nguy cơ phá sản, NHTW có thể sẽ cung cấp những khoản tín dụng không hạn chế nhằm giúp cho ngân hàng đó tránh khỏi sự đổ vỡ. Tuy nhiên không phải mọi ngân hàng đều nhận được sự hỗ trợ của NHTW để thoát khỏi nguy cơ phá sản. Chỉ khi sự sụp đổ của ngân hàng đó có ảnh hưởng lớn tới sự tồn tại và an toàn của cả hệ thống ngân hàng thì NHTW mới can thiệp. Mức lãi suất cho vay của NHTW khi đó cũng thường là lãi suất phạt và ngân hàng nhận hỗ trợ phải chịu nhiều qui định ngặt nghèo của NHTW.

➤ **Là trung tâm thanh toán bù trừ cho hệ thống ngân hàng trung gian**

Vì các ngân hàng trung gian đều mở tài khoản và ký gửi các khoản dự trữ bắt buộc và dự trữ vượt mức tại NHTW nên chúng có thể thực hiện thanh toán không dùng tiền mặt qua NHTW thay vì thanh toán trực tiếp với nhau. Khi đó, NHTW đóng vai trò là trung tâm thanh toán bù trừ giữa các ngân hàng trung gian.

Thông qua dịch vụ thanh toán bù trừ, NHTW góp phần tiết kiệm được chi phí thanh toán

cho các ngân hàng trung gian và toàn xã hội, đảm bảo vốn luân chuyển nhanh chóng trong hệ thống ngân hàng và phản ánh chính xác quan hệ thanh toán giữa các chủ thể kinh tế trong xã hội. Mặt khác, thông qua hoạt động này NHTW có thể kiểm tra sự biến động vốn khả dụng của từng ngân hàng trung gian, là cơ sở để có những kiến nghị kịp thời.

2.1.3. **Ngân hàng của chính phủ**

Là một định chế tài chính công cộng, NHTW đã được xác định ngay từ khi ra đời là ngân hàng của chính phủ. Với chức năng này, NHTW có nghĩa vụ cung cấp các dịch vụ ngân hàng cho chính phủ, đồng thời làm đại lý, đại diện và tư vấn chính sách cho chính phủ.

➤ **Làm thủ quỹ cho kho bạc nhà nước thông qua quản lý tài khoản của kho bạc**

Tuỳ theo đặc điểm tổ chức của từng nước, chính phủ có thể uỷ quyền cho Bộ tài chính hoặc Kho bạc đứng tên chủ tài khoản tại NHTW. Hàng ngày, các khoản thu của nhà nước dưới dạng thuế, lợi nhuận hoặc khoản thu khác được gửi vào tài khoản này. NHTW có trách nhiệm theo dõi, chi trả, thực hiện thanh toán và cấp vốn theo yêu cầu của kho bạc và sử dụng số dư đó khi nhân rồi tương tự như tài khoản của khách hàng tại một ngân hàng trung gian.

Các khoản tiền gửi của chính phủ có thể dưới dạng vàng, ngoại tệ, các chứng khoán của các tổ chức phát hành khác cả trong nước và nước ngoài. Nó chiếm tỷ trọng đáng kể trong tổng tài sản nợ của NHTW và thông thường là các khoản nợ không kỳ hạn¹⁰⁸. Vì thế khoản ký gửi của chính phủ trở thành một nguồn vốn cho các hoạt động cho vay và đầu tư của NHTW.

Tuy nhiên NHTW không phải là nơi duy nhất thực hiện vai trò thủ quỹ cho chính phủ. Ở một số nước, đặc biệt là các nước áp dụng mô hình NHTW độc lập với chính phủ thì một bộ phận lớn vốn của kho bạc được gửi ở các ngân hàng tư nhân bởi sự hấp dẫn của lãi suất tiền gửi. Mặc dù vậy, ở phần lớn các nước NHTW tỏ ra thích hợp với vai trò này hơn cả bởi bên cạnh việc giữ và quản lý tài khoản cho chính phủ, NHTW còn thực hiện chức năng đại lý và cấp tín dụng cho chính phủ khi cần thiết. Hơn nữa để đảm bảo nguyên tắc quản lý nguồn dự trữ quốc gia, kho bạc buộc phải gửi vàng, ngoại tệ và chứng chỉ có giá bằng ngoại tệ tại NHTW.

➤ **Quản lý dự trữ quốc gia**

Dự trữ quốc gia bao gồm các loại tài sản chiến lược mà bất kỳ quốc gia nào cũng phải dự trữ cho nhu cầu chi tiêu trong những trường hợp khẩn cấp: vàng, ngoại tệ, chứng từ có giá của nước ngoài. NHTW là tổ chức được giao nhiệm vụ quản lý khoản dự trữ này. Dự trữ quốc gia không phải là loại tài sản tĩnh. Về nguyên tắc, NHTW chỉ cần giữ cho dự trữ

¹⁰⁸ Bộ phận này biến động mạnh từ 4 - 18% trong tổng tài sản nợ của NHNN Việt nam.

không rơi xuống dưới mức tối thiểu mà luật qui định. Còn trong quá trình hoạt động của mình, NHTW hoàn toàn có thể sử dụng dự trữ quốc gia để phục vụ cho thao tác trong chính sách tiền tệ.

➤ **Cấp tín dụng cho chính phủ**

NHTW có thể cấp cho chính phủ các khoản tín dụng nhằm bù đắp thiếu hụt tạm thời trong năm tài chính hoặc bội chi ngân sách vào cuối năm tài chính. Tuy nhiên do việc cho ngân sách vay trực tiếp sẽ làm tăng lượng tiền cung ứng, có thể dẫn đến nguy cơ lạm phát nên ngày nay các NHTW rất hạn chế các khoản tín dụng trực tiếp cho chính phủ. Phần lớn các khoản tín dụng được cấp gián tiếp thông qua việc tái chiết khấu các trái phiếu kho bạc do các ngân hàng trung gian nắm giữ¹⁰⁹.

➤ **Làm đại lý, đại diện và tư vấn cho chính phủ**

Dịch vụ đại lý mà NHTW cung cấp thường xuyên và có hiệu quả cho chính phủ là đại lý trong việc phát hành chứng khoán chính phủ khi chính phủ có nhu cầu bù đắp thiếu hụt ngân sách. NHTW thực hiện một dịch vụ đại lý toàn phần cho các hoạt động phát hành chứng khoán chính phủ, gồm:

1. Thông báo việc phát hành chứng khoán mới về loại chứng khoán, mệnh giá, số lượng, thời hạn, lãi suất, phương thức phát hành....
2. Nhận đơn và tổ chức đấu thầu.
3. Thông báo kết quả đấu thầu.
4. Phân phối chứng khoán trúng thầu và nhận tiền cho kho bạc.
5. Tổ chức thanh toán chứng khoán khi đến hạn thông qua các ngân hàng trung gian.

NHTW tổ chức đấu thầu chứng khoán chính phủ thường xuyên, có thể hàng ngày như Cục dự trữ liên bang Mỹ, 3 ngày một lần như NHTW Pháp và Ngân hàng dự trữ liên bang Đức hoặc 10 ngày một lần như của Việt nam¹¹⁰.

Ngoài ra, NHTW còn đại diện cho chính phủ tại các tổ chức tài chính tiền tệ quốc tế, ký kết các điều ước quốc tế về tiền tệ và hoạt động ngân hàng theo sự uỷ quyền của chính phủ. Ở hầu hết các nước, chính phủ giao cho bộ Tài chính làm đại diện tại các tổ chức như IMF, WB, ADB bởi các khoản vốn được cung ứng từ các tổ chức này là giành cho các chương trình của chính phủ, nó có liên quan chặt chẽ đến các chính sách tài chính như thuế, trợ cấp, trợ giá và là nguồn thu của ngân sách. Do vậy bộ Tài chính là cơ quan chịu trách nhiệm chủ yếu trong việc theo dõi, tổng hợp và thống nhất quản lý các khoản

¹⁰⁹ Luật Ngân hàng nhà nước Việt nam không qui định việc cho ngân sách nhà nước vay để bù đắp bội chi và thực tế điều này cũng đã chấm dứt từ năm 1992. Nhưng tại điều 32, mục 3 qui định NHTW có thể tạm ứng cho ngân sách chi tiêu theo quyết định của chính phủ để bù đắp thiếu hụt tạm thời, khoản vay này phải được hoàn trả trong năm tài chính.

¹¹⁰ Ở Việt nam, hình thức đấu thầu chứng khoán chính phủ mới bắt đầu từ năm 1995, còn trước đó kho bạc phát hành trực tiếp cho dân cư.

vay và trả nợ của chính phủ, quản lý tài chính các nguồn viện trợ và vay quốc tế. Và vì thế nó đại diện cho chính phủ tại các tổ chức này. Tuy nhiên, một số nước trong đó có Việt nam, vai trò này được giao cho NHTW. Vai trò này được qui định cụ thể tại điều 3, khoản 10 Pháp lệnh ngân hàng nhà nước năm 1990 và được khẳng định lại tại điều 5 luật Ngân hàng nhà nước.

Với chức năng và vị trí của mình, NHTW có khả năng tham gia vào quá trình hoạch định chính sách phát triển kinh tế xã hội, ban hành các thể chế hoạt động ngân hàng đồng thời tư vấn cho chính phủ về các vấn đề tài chính tiền tệ. Điều 5 luật Ngân hàng nhà nước của Việt nam qui định rõ ngân hàng nhà nước được:

- a. Tham gia xây dựng chiến lược và kế hoạch phát triển kinh tế xã hội của nhà nước.
- b. Xây dựng dự án chính sách tiền tệ quốc gia để chính phủ xem xét trình quốc hội quyết định và tổ chức thực hiện chính sách này. Xây dựng chiến lược phát triển hệ thống ngân hàng và các tổ chức tín dụng Việt nam.
- c. Xây dựng các dự án luật, pháp lệnh và các dự án khác về tiền tệ và hoạt động ngân hàng. Ban hành các văn bản quy phạm pháp luật về tiền tệ và hoạt động ngân hàng theo thẩm quyền.

NHTW hoạt động với tư cách là ngân hàng của chính phủ không chỉ bởi nó có lợi thế kinh tế để hoàn thành tốt chức năng này mà còn bởi mối liên hệ giữa các vấn đề về tài chính công cộng với các vấn đề tiền tệ. Nhà nước ở bất cứ quốc gia nào cũng là chủ thể có khoản thu nhập lớn nhất và đồng thời cũng là chủ thể có nhu cầu vay lớn nhất. Các khoản chi của nó đóng một vai trò quan trọng trong đời sống kinh tế của đất nước. NHTW thì có trách nhiệm trong việc kiểm soát khối lượng tiền cung ứng và thực hiện chính sách tiền tệ. Trong nhiều trường hợp, các chính sách tài khoá có ảnh hưởng rất mạnh đến khả năng kiểm soát lượng tiền cung ứng của NHTW. Vì thế, việc tập trung các hoạt động ngân hàng cho chính phủ vào NHTW sẽ tạo cơ hội tốt cho NHTW để điều chỉnh tình trạng tài chính chung và tư vấn cho chính phủ khi cần thiết.

2.2. Chức năng quản lý vĩ mô về tiền tệ, tín dụng và hoạt động ngân hàng

Đây là chức năng quyết định bản chất ngân hàng trung ương của một ngân hàng phát hành. Việc thực hiện chức năng này không thể tách rời khỏi các nghiệp vụ ngân hàng của NHTW. Nói cách khác, NHTW quản lý vĩ mô các hoạt động tiền tệ và tín dụng thông qua khả năng kinh doanh của mình.

2.2.1. Xây dựng và thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia

Chính sách tiền tệ là chính sách kinh tế vĩ mô trong đó NHTW sử dụng các công cụ của mình để điều tiết và kiểm soát khối lượng tiền trong lưu thông nhằm đảm bảo sự ổn định giá trị tiền tệ đồng thời thúc đẩy sự tăng trưởng kinh tế và đảm bảo công ăn việc làm.

Mối liên hệ giữa khối lượng tiền cung ứng và các biến số kinh tế vĩ mô như sản lượng, giá cả, công ăn việc làm đã được Milton Friedman tìm hiểu và chứng minh qua thực tế của gần 100 năm phát triển kinh tế Mỹ (1870 - 1954). Theo đó, mỗi sự tăng lên hay giảm xuống của khối lượng tiền cung ứng có tác động sâu sắc và toàn diện đến hoạt động kinh tế vĩ mô thông qua các kênh truyền dẫn: tín dụng, tỷ giá, lãi suất, giá tài sản... Nghiên cứu này đã chỉ ra khả năng có thể thông qua việc chủ động kiểm soát và điều tiết khối lượng tiền tệ cung ứng để đạt được các mục tiêu phát triển kinh tế.

NHTW với chức năng phát hành tiền và khả năng tác động mạnh tới hoạt động của hệ thống ngân hàng được xem là có khả năng lớn trong việc kiểm soát và điều tiết khối lượng tiền cung ứng vào lưu thông nên đã được giao trọng trách xây dựng và thực thi chính sách tiền tệ của quốc gia. Có thể nói, chính sách tiền tệ là trọng tâm hoạt động của một NHTW. Điều này có nghĩa là mọi hoạt động của NHTW (kể cả phát hành tiền) đều nhằm thực hiện các mục tiêu của chính sách tiền tệ và bị chi phối bởi các mục tiêu đó.

Chính sách tiền tệ có thể được hoạch định theo một trong hai hướng sau:

- *Chính sách tiền tệ mở rộng*: nhằm tăng lượng tiền cung ứng để khuyến khích đầu tư, mở rộng sản xuất kinh doanh, tạo việc làm. Mục đích của chính sách lúc này là chống suy thoái kinh tế và thất nghiệp.
- *Chính sách tiền tệ thắt chặt*: nhằm giảm lượng tiền cung ứng để hạn chế đầu tư, kìm hãm sự phát triển quá đà của nền kinh tế. Mục đích của chính sách lúc này là chống lạm phát.

2.2.2. Thanh tra, giám sát hoạt động của hệ thống ngân hàng

Với tư cách là ngân hàng của các ngân hàng, NHTW không chỉ cung ứng các dịch vụ ngân hàng thuần túy cho các ngân hàng trung gian, mà thông qua các hoạt động đó, NHTW còn thực hiện vai trò điều tiết, giám sát thường xuyên hoạt động của các ngân hàng trung gian nhằm: Đảm bảo sự ổn định trong hoạt động ngân hàng và bảo vệ lợi ích của các chủ thể trong nền kinh tế, đặc biệt là của những người gửi tiền, trong quan hệ với ngân hàng.

✦ **Đảm bảo sự ổn định của hệ thống ngân hàng**

Khác với các tổ chức kinh doanh khác, kinh doanh trong lĩnh vực tài chính tiền tệ cần thiết phải được kiểm soát và điều tiết chặt chẽ bởi vì:

- Các ngân hàng đảm nhiệm vai trò đặc biệt trên thị trường tài chính nói riêng và trong toàn bộ nền kinh tế nói chung: nó là kênh chuyên giao vốn từ tiết kiệm đến đầu tư, là công cụ của chính phủ trong việc tài trợ vốn cho các mục tiêu chiến lược; hoạt động của các trung gian tài chính, đặc biệt là các tổ chức nhận tiền gửi, có ảnh hưởng quyết định đến việc điều hành chính sách tiền tệ.
- Hoạt động của các ngân hàng liên quan đến hầu hết các chủ thể kinh tế trong xã

hội nên sự sụp đổ của một ngân hàng sẽ làm ảnh hưởng đến quyền lợi của người gửi tiền đồng thời đến toàn hệ thống ngân hàng. Các ngân hàng có mối liên hệ và phụ thuộc với nhau chặt chẽ thông qua các luồng vốn tín dụng luân chuyển và thông qua hoạt động của hệ thống thanh toán. Chỉ một trục trặc nhỏ trong quá trình thanh toán của một ngân hàng cũng sẽ gây nên vấn đề về tính thanh khoản của cả hệ thống. Mặt khác, sự sụp đổ của ngân hàng sẽ gây khó khăn về vốn cho các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp vừa và nhỏ, đồng thời ảnh hưởng tới quyền lợi của người gửi tiền.

- Bản chất hoạt động của các ngân hàng là chứa đựng rủi ro. Mức độ rủi ro sẽ tăng lên khi các ngân hàng có xu hướng chạy theo lợi nhuận làm phương hại đến quyền lợi của người gửi tiền. Nguyên tắc hoạt động của các ngân hàng là đi vay ngắn và cho vay dài. Bảng tổng kết tài sản của nó luôn chứa đựng mức rủi ro tiềm năng do chênh lệch về thời hạn giữa nguồn vốn và sử dụng vốn, giữa yêu cầu thanh khoản và mong muốn sinh lời tối đa. Vì thế sự điều tiết chặt chẽ và giám sát thường xuyên của NHTW sẽ ngăn cản xu hướng chạy theo lợi nhuận quá mức, đẩy ngân hàng vào tình trạng rủi ro và phá sản.
- Sự tồn tại và phát triển của các trung gian tài chính nói chung và ngân hàng nói riêng phụ thuộc vào lòng tin của công chúng với tư cách là người gửi tiền. Một sai sót nhỏ trong quá trình kinh doanh và cung ứng dịch vụ ngân hàng cũng có thể gây nên sự nghi ngờ có tính chất lan truyền. Điều này thật sự đe dọa sự tồn tại của các ngân hàng.

Để thực hiện mục đích này, NHTW sử dụng một hệ thống chỉ tiêu điều tiết được phân bổ theo các tiêu thức sau¹¹¹:

- Chỉ tiêu phản ánh hiệu quả sử dụng vốn
- Chỉ tiêu phản ánh tính chất đầy đủ của vốn
- Chỉ tiêu phản ánh khả năng thanh toán
- Chỉ tiêu phản ánh chất lượng tài sản có
- Các chỉ tiêu khác
 - Giới hạn cho vay và bảo lãnh
 - Các phương pháp tự bảo hiểm
- Hệ thống chỉ tiêu liên quan đến việc thực hiện chính sách tiền tệ
- Hệ thống chỉ tiêu liên quan đến mục đích phân bổ vốn tín dụng cho các mục tiêu ưu tiên.
- Quy chế về cấp giấy phép: là các qui định về thắt chặt hay nới lỏng việc cấp giấy

¹¹¹ Chỉ tiêu CAMEL: + về vốn (Capital); + về tài sản có (Asset); + về trình độ quản lý (Management); + về hiệu quả (Efficiency); + về khả năng thanh toán (Liquidity).

phép tham gia vào ngành công nghiệp ngân hàng.

Căn cứ vào hệ thống chỉ tiêu trên, trước hết bản thân các ngân hàng trung gian phải tự điều chỉnh hoạt động một cách thường xuyên nhằm tôn trọng các chỉ tiêu điều tiết. Mức kiểm tra cao hơn được thực hiện bởi NHTW thông qua hình thức thanh tra tại chỗ hay giám sát từ xa. Ở Việt nam, quyền hạn và trách nhiệm của thanh tra ngân hàng được qui định cụ thể từ điều 52 đến điều 54 - Luật ngân hàng nhà nước như sau:

i/ Phát hiện ngăn chặn và xử lý theo thẩm quyền; kiến nghị các cơ quan có thẩm quyền xử lý vi phạm pháp luật về tiền tệ và hoạt động ngân hàng.

ii/ Kiến nghị các biện pháp luật bảo đảm thi hành pháp luật về tiền tệ và hoạt động ngân hàng.

iii/ Báo cáo thống đốc về kết quả thanh tra và kiến nghị biện pháp giải quyết.

iv/ Tuân thủ pháp luật, chịu trách nhiệm trước thống đốc và trước pháp luật về kết quả thanh tra và mọi hành vi, quyết định của mình.

✦ Bảo vệ khách hàng

Chức năng thanh tra, giám sát của NHTW còn nhằm đảm bảo sự công bằng và bình đẳng trong quan hệ giữa ngân hàng và các khách hàng. Điều này được thể hiện ở hai khía cạnh: Thứ nhất, nhằm bảo vệ lợi ích hợp pháp của khách hàng với tư cách là người đi vay. Chẳng hạn, qui định chuẩn mực về phạm vi và mức độ chi tiết của các thông tin cần báo cáo cho ngân hàng khi vay vốn; chuẩn mực hoá các thủ tục vay vốn và tiếp nhận các dịch vụ ngân hàng; qui định cụ thể về xử lý và giải quyết các tranh chấp giữa ngân hàng với khách hàng. Thứ hai, nhằm thúc đẩy cạnh tranh và hiệu quả thông qua qui định về chất lượng và sự cập nhật của thông tin mà ngân hàng có nghĩa vụ cung cấp cho những người tham gia thị trường. Cụ thể, cần qui định rõ cơ chế cung cấp thông tin, loại thông tin và phạm vi cung cấp.

Điều này giúp cho công chúng với tư cách người đầu tư và người sử dụng các dịch vụ tài chính có khả năng và cơ hội lựa chọn các ngân hàng đáng tin cậy và các dịch vụ tài chính có chất lượng. Các ngân hàng vì thế quan tâm hơn tới tính minh bạch và chất lượng của bảng tổng kết tài sản trong chiến lược cạnh tranh khách hàng.

Để đạt được mục đích này, NHTW và các thể chế điều tiết có liên quan thường đưa ra các chuẩn mực, các hướng dẫn hoặc qui định về tính đầy đủ và chính xác của thông tin được công bố.

3. Chính sách tiền tệ

Chính sách tiền tệ là chính sách kinh tế vĩ mô trong đó NHTW thông qua các công cụ của mình, thực hiện việc kiểm soát và điều tiết khối lượng tiền cung ứng nhằm ổn định giá trị đồng tiền và đạt được các mục tiêu kinh tế - xã hội đề ra.

3.1. Mục tiêu của chính sách tiền tệ

Chính sách tiền tệ của các quốc gia thường tập trung vào các mục tiêu sau:

① Ổn định giá cả:

Ổn định giá cả hay kiểm soát lạm phát là *mục tiêu hàng đầu* và là mục tiêu dài hạn của chính sách tiền tệ. Các NHTW thường lượng hoá mục tiêu này bằng tốc độ tăng của chỉ số giá cả tiêu dùng xã hội. Việc công bố công khai chỉ tiêu này là cam kết của NHTW nhằm ổn định giá trị tiền tệ về mặt dài hạn. Điều này có nghĩa là NHTW sẽ không tập trung điều chỉnh sự biến động giá cả về mặt ngắn hạn. Do những biện pháp về chính sách tiền tệ tác động đến nền kinh tế có tính chất trung và dài hạn, hơn nữa khó có thể dự đoán chính xác kết quả sẽ xảy ra vào thời điểm nào trong tương lai, vì vậy sẽ là không khả thi đối với NHTW trong việc theo đuổi để kiểm soát giá cả trong ngắn hạn.

Ổn định giá cả có tầm quan trọng đặc biệt để định hướng phát triển kinh tế của quốc gia vì nó làm tăng khả năng dự đoán những biến động của môi trường kinh tế vĩ mô. Mức lạm phát thấp và ổn định tạo nên môi trường đầu tư ổn định, thúc đẩy nhu cầu đầu tư và đảm bảo sự phân bổ nguồn lực xã hội một cách hiệu quả. Đây là lợi ích có tầm quan trọng sống còn đối với sự thịnh vượng kinh tế của quốc gia. *Lạm phát cao hay thiếu phát liên tục* là rất tốn kém cho xã hội, thậm chí ngay cả trong trường hợp nền kinh tế phát triển khả quan nhất. Sự biến động liên tục của các tỷ lệ lạm phát dự tính làm méo mó, sai lệch thông tin và do đó làm cho các quyết định kinh tế trở nên không đáng tin cậy và không có hiệu quả. Nguy hiểm hơn, sự bất ổn định giá cả dẫn đến sự phân phối lại không dân chủ các nguồn lực kinh tế trong xã hội giữa các nhóm dân cư.

Tuy nhiên, theo đuổi mục tiêu ổn định giá cả không đồng nghĩa với tỷ lệ lạm phát bằng không. Những nghiên cứu về lạm phát cho thấy trong khi cố gắng duy trì lạm phát ở gần mức 0, chính sách tiền tệ dễ đưa nền kinh tế đi quá đà và rơi vào tình trạng thiếu phát gây hậu quả còn trầm trọng hơn, đó là làm nền kinh tế suy thoái. Hơn nữa một mức lạm phát dương được chứng minh là có tác dụng bôi trơn và hâm nóng nền kinh tế nên sẽ có những ảnh hưởng tích cực tới tăng trưởng kinh tế. Theo các chuyên gia về chính sách tiền tệ ở châu Âu, mức lạm phát từ 1.5% đến dưới 4% là phù hợp với các nền kinh tế phát triển.

② Ổn định tỷ giá hối đoái:

Trong điều kiện mở cửa kinh tế, các luồng hàng hoá và tiền vốn vào ra một quốc gia gắn liền với việc chuyển đổi qua lại giữa đồng nội tệ và đồng ngoại tệ. Việc ngăn ngừa những biến động mạnh, bất thường trong tỷ giá hối đoái sẽ giúp cho các hoạt động kinh tế đối ngoại được hiệu quả hơn nhờ dự đoán được chính xác

về mặt khối lượng giá trị. Thêm vào đó, tỷ giá hối đoái còn ảnh hưởng tới khả năng cạnh tranh của hàng hoá trong nước với nước ngoài về mặt giá cả.

③ **Ổn định lãi suất:**

Lãi suất là một biến số kinh tế vĩ mô hết sức quan trọng trong nền kinh tế do nó ảnh hưởng tới quyết định chi tiêu của các doanh nghiệp và hộ gia đình. Những biến động bất thường trong lãi suất sẽ gây khó khăn cho các doanh nghiệp và cá nhân trong việc dự tính chi tiêu hay lập kế hoạch kinh doanh. Do đó ổn định lãi suất cũng là một mục tiêu quan trọng mà các NHTW hướng tới nhằm góp phần ổn định môi trường kinh tế vĩ mô.

④ **Ổn định thị trường tài chính:**

Thị trường tài chính được xem là nơi tạo ra nguồn vốn cho phát triển kinh tế. Nó góp phần quan trọng trong việc điều hoà vốn từ nơi thừa đến nơi thiếu vốn, giúp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn trong nền kinh tế. Với vai trò như vậy, sự ổn định của thị trường tài chính có ý nghĩa quan trọng đối với nền kinh tế các quốc gia. NHTW với khả năng tác động tới khối lượng tín dụng và lãi suất có nhiệm vụ đem lại sự ổn định cho thị trường tài chính¹¹².

⑤ **Tăng trưởng kinh tế:**

Do chính sách tiền tệ có thể ảnh hưởng tới của cải và chi tiêu của xã hội nên có thể sử dụng nó làm đòn bẩy kích thích tăng trưởng kinh tế. Tăng trưởng kinh tế phải được hiểu cả về khối lượng và chất lượng. Chính sách tiền tệ phải đảm bảo sự tăng lên của GDP thực tế, tức là tỷ lệ tăng trưởng có được sau khi trừ đi tỷ lệ tăng giá cùng thời kỳ. Chất lượng tăng trưởng được biểu hiện ở một cơ cấu kinh tế cân đối và khả năng cạnh tranh quốc tế của hàng hoá trong nước tăng lên.

Một nền kinh tế phồn thịnh với tốc độ tăng trưởng kinh tế ổn định là nền tảng cho mọi sự ổn định, là căn cứ để ổn định tiền tệ trong nước, cải thiện tình trạng cán cân thanh toán quốc tế và khẳng định vị trí của nền kinh tế trên thị trường quốc tế.

⑥ **Giảm tỷ lệ thất nghiệp:**

Tạo công ăn việc làm đầy đủ là mục tiêu của tất cả các chính sách kinh tế vĩ mô trong đó có chính sách tiền tệ. Công ăn việc làm đầy đủ có ý nghĩa quan trọng bởi ba lý do:

- ☞ Chỉ số thất nghiệp là một trong những chỉ tiêu phản ánh sự thịnh vượng xã hội vì nó phản ánh khả năng sử dụng có hiệu quả nguồn lực xã hội.
- ☞ Thất nghiệp gây nên tình trạng stress cho mỗi cá nhân và gia đình của họ và là mầm mống của các tệ nạn xã hội.

☞ Các khoản trợ cấp thất nghiệp tăng lên có thể làm thay đổi cơ cấu chi tiêu ngân sách và làm căng thẳng tình trạng ngân sách.

Đảm bảo công ăn việc làm đầy đủ không có nghĩa là tỷ lệ thất nghiệp bằng 0 mà ở mức tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên. Tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên được cấu thành từ tỷ lệ thất nghiệp tạm thời (những người đang tìm kiếm công việc thích hợp) và tỷ lệ thất nghiệp cơ cấu (thất nghiệp bởi sự không phù hợp giữa nhu cầu về lao động và cung của lao động). Mỗi quốc gia cần xác định được tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên một cách chính xác để đạt được mục tiêu này. Bên cạnh đó, cố gắng giảm tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên cũng được coi là mục tiêu của chính sách tiền tệ.

Mối quan hệ giữa các mục tiêu của chính sách tiền tệ

Các mục tiêu của chính sách tiền tệ không phải lúc nào cũng nhất trí và hỗ trợ cho nhau. Trong một số trường hợp, vẫn có những mục tiêu mâu thuẫn với nhau khiến cho việc theo đuổi mục tiêu này đòi hỏi phải có những hy sinh nhất định về mục tiêu kia. Mối quan hệ giữa mục tiêu giảm tỷ lệ thất nghiệp với mục tiêu ổn định giá cả là một minh chứng rõ rệt. Hình dạng đường cong Philip trong ngắn hạn chỉ rõ sự mâu thuẫn giữa mục tiêu ổn định giá cả với mục tiêu giảm tỷ lệ thất nghiệp.

Thứ nhất, để giảm tỷ lệ lạm phát, cần phải thực hiện một chính sách tiền tệ thắt chặt. Dưới tác động của chính sách này, lãi suất thị trường tăng lên làm giảm các nhân tố cấu thành tổng cầu và do đó làm giảm tổng cầu của nền kinh tế. Thất nghiệp vì thế có xu hướng tăng lên. Ngược lại, việc duy trì một tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn thường kéo theo một chính sách tiền tệ mở rộng và sự tăng giá.

Thứ hai, mục tiêu tạo công ăn việc làm (hay giảm tỷ lệ thất nghiệp) mâu thuẫn với mục tiêu ổn định giá cả còn thể hiện thông qua sự phản ứng của NHTW đối với các cú sốc cung nhằm đảm bảo mức cầu tiền thực tế, cung ứng tiền tăng đưa đến kết quả là giá cả tăng lên.

Thứ ba, mâu thuẫn này còn được thể hiện thông qua định hướng điều chỉnh tỷ giá. Bằng việc hạ giá đồng nội tệ, các ngành kinh doanh hướng về xuất khẩu có khả năng mở rộng. Tỷ lệ thất nghiệp vì thế giảm thấp nhưng lại kèm theo sự tăng lên của mức giá chung¹¹³. Tuy nhiên, đường cong Philip trở nên thẳng đứng trong dài hạn ngụ ý rằng sẽ không có mâu thuẫn giữa các mục tiêu nói trên xét về dài hạn. Như vậy, mối quan hệ giữa mục tiêu giảm tỷ lệ thất nghiệp với mục tiêu ổn định giá cả tương đối phức tạp, chúng mâu thuẫn nhau trong ngắn hạn nhưng lại bổ sung nhau trong dài hạn.

Bên cạnh đó, mục tiêu giảm thất nghiệp và mục tiêu tăng trưởng kinh tế lại không có sự mâu thuẫn cả trong ngắn và dài hạn. Công ăn việc làm cao sẽ thúc đẩy kinh tế phát triển

¹¹² Ở Việt Nam do thị trường tài chính chưa phát triển nên mục tiêu này được thay bằng mục tiêu ổn định hệ thống ngân hàng.

¹¹³ Để hạ giá đồng nội tệ, NHTW can thiệp bằng cách mua ngoại tệ vào làm tăng cung nội tệ ra thị trường hối đoái. Điều này đồng nghĩa với việc tăng lượng tiền cung ứng ra lưu thông gây ra nguy cơ tăng giá.

và ngược lại.

Như vậy trong ngắn hạn, NHTW không thể đạt được tất cả các mục tiêu trên. Phần lớn NHTW các nước coi ổn định giá cả là mục tiêu chủ yếu và dài hạn của chính sách tiền tệ, nhưng trong ngắn hạn đôi khi họ phải tạm thời từ bỏ mục tiêu chủ yếu này để khắc phục tình trạng thất nghiệp cao đột ngột hoặc các ảnh hưởng của các cú sốc cung đối với sản lượng. Ngân hàng trung ương được xem là có nhiều khả năng để làm việc này vì nó nắm trong tay các công cụ điều chỉnh lượng tiền cung ứng. Có thể nói ngân hàng trung ương theo đuổi *một mục tiêu về dài hạn và đa mục tiêu trong ngắn hạn*.

3.2. Các công cụ của chính sách tiền tệ

Công cụ chính sách tiền tệ là các hoạt động được thực hiện bởi NHTW nhằm ảnh hưởng trực tiếp hoặc gián tiếp đến khối lượng tiền trong lưu thông và lãi suất thị trường, để từ đó đạt được các mục tiêu của chính sách tiền tệ.

3.2.1. Các công cụ gián tiếp

Đây là nhóm công cụ tác động trước hết vào các mục tiêu hoạt động của chính sách tiền tệ¹¹⁴, thông qua cơ chế thị trường mà tác động này được truyền đến các mục tiêu trung gian là khối lượng tiền cung ứng và lãi suất. Nhóm công cụ này gồm có:

3.2.1.1. Nghiệp vụ thị trường mở (Open market operations)

Nghiệp vụ thị trường mở là nghiệp vụ trong đó NHTW sử dụng các nghiệp vụ mua, bán chứng khoán trên thị trường tiền tệ mở (là thị trường tiền tệ mà ngoài các ngân hàng còn có chính phủ, các chủ thể kinh tế phi ngân hàng tham gia mua bán) để thay đổi cơ sở tiền (MB), từ đó tác động tới lượng tiền cung ứng và mức lãi suất trên thị trường.

Cơ chế tác động: Các hoạt động của NHTW trên thị trường mở sẽ gây ra những tác động gián tiếp tới lượng tiền cung ứng và lãi suất thị trường theo các cơ chế sau:

- ✓ *Thứ nhất*, khi NHTW mua (hoặc bán) các chứng khoán, nó sẽ làm tăng (hoặc giảm) ngay lập tức dự trữ của các ngân hàng trung gian (dù người bán là các ngân hàng trung gian hay khách hàng của các ngân hàng này)¹¹⁵. Khả năng tạo tiền gửi thông qua cung ứng tín dụng của hệ thống ngân hàng vì thế bị ảnh hưởng, dẫn đến làm tăng (hoặc giảm) lượng tiền cung ứng.
- ✓ *Thứ hai*, khi vốn khả dụng của từng ngân hàng tăng (hoặc giảm) do tác động của nghiệp vụ thị trường mở, mức cung vốn trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng tăng lên (hoặc giảm xuống). Trong điều kiện các yếu tố liên quan không thay đổi, lãi suất thị trường liên ngân hàng sẽ giảm xuống (hoặc tăng lên). Thông qua các hoạt

¹¹⁴ Ví dụ: tổng dự trữ của các ngân hàng trung gian, lãi suất ngắn hạn trên thị trường liên ngân hàng, hoặc lãi suất tín phiếu kho bạc.

¹¹⁵ Nếu các khách hàng của ngân hàng (tức là các chủ thể kinh tế phi ngân hàng có tài khoản thanh toán tại ngân hàng) mua hoặc bán chứng khoán với chính phủ, các khoản tiền gửi của họ tại ngân hàng sẽ giảm xuống hoặc tăng lên và do vậy cũng gây ra tác động giảm hoặc tăng dự trữ của ngân hàng.

động arbitrage về lãi suất¹¹⁶, ảnh hưởng này được truyền đến các mức lãi suất khác trên thị trường tài chính nói chung.

- ✓ *Thứ ba*, nghiệp vụ thị trường mở còn ảnh hưởng đến cung cầu và do đó đến giá cả các chứng khoán mà NHTW sử dụng trong nghiệp vụ này. Những thay đổi về giá cả này sẽ tạo ra những thay đổi về mức sinh lời của các chứng khoán (lãi suất của chúng sẽ bị tăng lên hoặc giảm xuống), từ đó ảnh hưởng tới lãi suất thị trường. Chẳng hạn, khi NHTW bán chứng khoán làm cung chứng khoán tăng, giá cả của các chứng khoán giảm xuống làm mức sinh lời (hay lãi suất) của chúng tăng lên. Điều này buộc các ngân hàng phải tăng lãi suất tiền gửi để hạn chế tình trạng “phi trung gian hoá”¹¹⁷. Đồng thời, lãi suất của các chứng khoán mới phát hành cũng bị kích thích tăng tương ứng.

Đặc điểm của việc áp dụng công cụ:

- ✓ Các chủ thể có liên quan đến công cụ này bao gồm: các ngân hàng, các tổ chức tài chính, các công ty và cả những người chuyên buôn bán chứng khoán - những người này sau đó sẽ bán lại chúng cho các chủ thể trên.
- ✓ Các chứng khoán mà NHTW sử dụng trong nghiệp vụ thị trường mở thường là các chứng khoán chính phủ, mà chủ yếu là tín phiếu kho bạc. Lý do là vì các chứng khoán này có tính lỏng cao, cho nên NHTW có thể thực hiện nghiệp vụ một cách nhanh chóng và dễ dàng. Hơn nữa, thị trường chứng khoán chính phủ có khối lượng giao dịch lớn nên có khả năng tiếp nhận một lượng lớn nghiệp vụ của NHTW mà không làm giá trên thị trường biến động quá mạnh, dẫn đến sụp đổ thị trường. Ở Việt Nam do thị trường chứng khoán chính phủ chưa phát triển nên NHNN phát hành tín phiếu NHNN để điều tiết việc cung ứng tiền tệ. Tuy nhiên do thị trường loại tín phiếu này chỉ diễn ra giữa một bên là NHNN và một bên là các NHTG nên hiệu quả điều tiết không cao, chỉ chủ yếu tác động vào dự trữ của các NHTG.
- ✓ Có hai loại nghiệp vụ thị trường mở:
 - Nghiệp vụ thị trường mở năng động: là nghiệp vụ thị trường mở trong đó NHTW chủ động tiến hành nghiệp vụ nhằm tác động tới khối lượng tiền trong lưu thông theo hướng mà ngân hàng thấy cần thiết. Chẳng hạn, NHTW thấy

¹¹⁶ Hoạt động arbitrage lãi suất xuất hiện khi tồn tại sự chênh lệch lãi suất giữa các công cụ đầu tư trên thị trường tài chính, điều này dẫn đến việc các công cụ đầu tư có mức lãi suất cao được mua nhiều hơn, còn các công cụ đầu tư có mức lãi suất thấp được mua ít hơn, kết quả là mức lãi suất của các công cụ đầu tư sinh lời hơn giảm xuống còn mức lãi suất của các công cụ đầu tư ít sinh lời hơn tăng lên. Kết quả của hoạt động arbitrage lãi suất là các mức lãi suất trên thị trường có xu hướng biến động theo nhau.

¹¹⁷ Tình trạng “phi trung gian hoá” là tình trạng trong đó người gửi tiền sẽ rút tiền gửi ở ngân hàng để mua chứng khoán, kết quả là các khoản tiền tiết kiệm sẽ chạy thẳng đến những người cần vốn thông qua thị trường tài chính mà không thông qua các ngân hàng nữa.

tổng lượng tiền cung ứng vào lưu thông không đủ để kích thích nền kinh tế phát triển nên quyết định thực hiện nghiệp vụ thị trường mở để tăng lượng tiền đưa vào lưu thông.

- Nghiệp vụ thị trường mở thụ động: là nghiệp vụ thị trường mở được tiến hành nhằm bù lại những chuyển động của các nhân tố ảnh hưởng một cách không có lợi đối với tổng lượng tiền trong lưu thông. Chẳng hạn, khi tiền gửi của kho bạc và của các ngân hàng trung gian tại NHTW được dự đoán là giảm xuống, điều này đồng nghĩa với một sự tăng lên của tổng lượng tiền trong lưu thông, NHTW sẽ phải tiến hành bán chứng khoán trên thị trường mở.

Ưu nhược điểm của công cụ:

- ✓ Nghiệp vụ thị trường mở được tiến hành theo sáng kiến của NHTW. NHTW có thể kiểm soát hoàn toàn khối lượng của nghiệp vụ thị trường mở mà không chịu ảnh hưởng của bất kỳ nhân tố nào khác.
- ✓ Nghiệp vụ thị trường mở rất linh hoạt và chính xác. Điều này thể hiện ở chỗ dù NHTW muốn thay đổi một mức rất nhỏ hay rất lớn của lượng cung tiền, nghiệp vụ thị trường mở đều có thể đáp ứng được. Hơn nữa, nghiệp vụ thị trường mở có thể dễ dàng đảo ngược lại khi có một sai lầm xảy ra trong lúc tiến hành nghiệp vụ. Chẳng hạn NHTW nhận thấy rằng mình đã mua quá nhiều chứng khoán trên thị trường mở khiến cho cung tiền tăng quá nhanh, nó có thể ngay lập tức sửa chữa sai lầm bằng cách tiến hành nghiệp vụ bán trên thị trường mở.
- ✓ Nghiệp vụ thị trường mở được hoàn thành nhanh chóng mà không vướng phải những chậm trễ về hành chính và do đó có thể gây tác động tức thì đến lượng cung tiền tệ.
- ✓ Nghiệp vụ thị trường mở tác động thông qua cơ chế thị trường nên các đối tượng chịu sự tác động thường khó chống đỡ hoặc đảo ngược chiều hướng điều chỉnh của NHTW. Mặc dù nghiệp vụ thị trường mở được thực hiện theo nguyên tắc tự nguyện, những nhà kinh doanh chứng khoán không bị bắt buộc mua hoặc bán theo mức giá do NHTW ấn định nhưng NHTW có thể thực hiện được yêu cầu của mình bằng việc điều chỉnh giá sao cho nó trở nên hấp dẫn đối tác.
 Nhờ những ưu điểm nêu trên mà nghiệp vụ thị trường mở được coi là công cụ hữu hiệu nhất trong các công cụ của CSTT. Tuy nhiên, việc thực hiện công cụ này đòi hỏi sự phát triển của thị trường tài chính thứ cấp nói chung và thị trường tiền tệ nói riêng. Ngoài ra, NHTW phải có khả năng dự đoán và kiểm soát sự biến động của lượng vốn khả dụng trong hệ thống ngân hàng.

Tại Việt nam, nghiệp vụ thị trường mở chính thức được NHNN đưa vào sử dụng từ tháng 7 năm 2000.

3.2.1.2. Chính sách tái chiết khấu (Discount policy)

Chính sách tái chiết khấu bao gồm các qui định về việc cho vay của NHTW đối với các NHTG. NHTW thường cho các NHTG vay dưới hình thức chiết khấu lại các giấy tờ có giá ngắn hạn (chủ yếu là tín phiếu kho bạc và thương phiếu) do các NHTG đưa đến, bởi vậy chính sách cho vay của NHTW đối với các NHTG được gọi là chính sách tái chiết khấu. Các NHTG vay từ NHTW chủ yếu là nhằm giải quyết vấn đề thiếu hụt tiền mặt tạm thời để đáp ứng nhu cầu thanh toán hoặc để bù đắp thiếu hụt trong quỹ dự trữ bắt buộc. Những thay đổi trong chính sách tái chiết khấu của NHTW sẽ tác động đến khối lượng vay chiết khấu (DL) của các NHTG, từ đó ảnh hưởng tới lượng tiền cung ứng.

Cơ chế tác động:

NHTW thông qua việc thay đổi các qui định về hạn mức tái chiết khấu, lãi suất tái chiết khấu và các điều kiện tái chiết khấu sẽ ảnh hưởng đến các hoạt động đi vay chiết khấu từ NHTW của các NHTG trên hai phương diện: khối lượng và giá.

Khối lượng vốn khả dụng được bổ sung từ NHTW có thể bị giới hạn hoặc nói rộng căn cứ vào hạn mức tái chiết khấu và các điều kiện tái chiết khấu, từ đó ảnh hưởng đến khả năng tạo tiền của hệ thống NHTG, làm cho lượng tiền cung ứng bị thay đổi. Mặt khác, khi lượng vốn khả dụng thay đổi, nó làm cho quan hệ cung cầu vốn và do đó lãi suất trên thị trường liên ngân hàng thay đổi.

Sự thay đổi mức lãi suất tái chiết khấu tác động trước hết vào chi phí đầu vào của các NHTG, vì thế các ngân hàng này dần dần tăng (hoặc giảm) lãi suất cho vay, từ đó làm giảm (hoặc tăng) nhu cầu tín dụng. Bên cạnh đó, khi lãi suất chiết khấu tăng lên (hoặc giảm), các NHTG không thể vay NHTW một cách dễ dàng (hoặc là có thể mở rộng khả năng vay). Điều này buộc các NHTG phải giảm bớt khả năng cung ứng tín dụng để hồi phục dự trữ (hoặc mở rộng cho vay trong trường hợp ngược lại).

Hai chức năng khác: Ngoài việc sử dụng làm công cụ để ảnh hưởng đến cơ số tiền, qua đó đến lượng tiền cung ứng, chính sách chiết khấu còn được các NHTW sử dụng với hai chức năng sau:

- ✓ *Chức năng người cho vay cuối cùng:* Trong chức năng này, chính sách chiết khấu được NHTW sử dụng để thực hiện vai trò người cho vay cuối cùng của mình. Thông qua công cụ này, NHTW cung cấp thêm dự trữ cho các ngân hàng đang có nguy cơ phá sản do không có khả năng chi trả, từ đó tránh được một cuộc sụp đổ dây chuyền trong toàn hệ thống ngân hàng. Ngoài ra, nó còn được các NHTW sử dụng để chống lại sự sụp đổ của thị trường tài chính. Sử dụng chính sách chiết khấu để tránh các vụ sụp đổ hệ thống ngân hàng hoặc thị trường tài chính là yêu cầu rất quan trọng để thực hiện chính sách tiền tệ thành công. Bởi vì nếu để các vụ

sụp đổ ngân hàng xảy ra sẽ gây tổn hại nghiêm trọng đến nền kinh tế do nó làm giảm sút nghiêm trọng cung ứng tiền, đồng thời cản trở khả năng các thị trường tài chính chuyển vốn tới những nơi có cơ hội đầu tư sinh lời. Tuy nhiên điểm bất lợi của chức năng này là các ngân hàng lớn có thể vì thế mà chấp nhận nhiều rủi ro hơn trong kinh doanh với suy nghĩ đã có NHTW đứng đằng sau. Điều này khiến cho các NHTW phải rất thận trọng không sử dụng quá thường xuyên chức năng này.

- ✓ *Chức năng thông báo:* Chính sách chiết khấu còn có một chức năng khác nữa đối với NHTW, đó là nó có thể được sử dụng để thông báo cho thị trường về ý định của NHTW về CSTT trong tương lai. Ví dụ: khi NHTW muốn ngăn ngừa nguy cơ lạm phát bằng một chính sách lãi suất cao, nó sẽ nâng mức lãi suất tái chiết khấu lên. Điều này cung cấp dấu hiệu về một CSTT thắt chặt trong tương lai. Điểm bất lợi của chức năng này là nó có thể bị thị trường giải thích sai lệch đi. Chẳng hạn, nếu NHTW nhận thấy rằng lãi suất tái chiết khấu đang được áp dụng quá thấp so với mức lãi suất thị trường, có thể dẫn đến việc các NHTG lạm dụng các khoản vay từ NHTW để tăng cung tín dụng làm lượng tiền cung ứng tăng mạnh không có lợi cho nền kinh tế, nên đã quyết định nâng lãi suất tái chiết khấu lên. Như vậy, mục đích của việc tăng lãi suất tái chiết khấu ở đây là giảm bớt các khoản vay từ NHTW nhằm tránh nguy cơ tăng trưởng quá nhanh của lượng tiền cung ứng. Thế nhưng, việc tăng lãi suất tái chiết khấu của NHTW có thể bị thị trường hiểu lầm là dấu hiệu của sự thay đổi trong CSTT của NHTW, và do vậy gây ra những phản ứng sai lệch, trái với ý định của NHTW. Để khắc phục nhược điểm này, cách tốt nhất là NHTW đồng thời với việc tăng hoặc giảm lãi suất tái chiết khấu, công bố công khai mục đích của mình.

Ưu nhược điểm của công cụ:

- ✓ Ưu điểm của công cụ này là các khoản cho vay của NHTW đều được đảm bảo bằng các giấy tờ có giá. Do đó các khoản cho vay sẽ chắc chắn được thu hồi khi đến hạn.
- ✓ Tuy nhiên tác dụng của chính sách chỉ có thể phát huy khi các NHTG có nhu cầu vay từ NHTW. Với sự phát triển của thị trường tài chính, các NHTG có thể tìm kiếm được các nguồn vay khác ngoài NHTW làm cho sự phụ thuộc của chúng vào NHTW giảm đi, do đó làm giảm mức độ phát huy hiệu quả của công cụ này.
- ✓ Thêm vào đó, NHTW khó kiểm soát được hoàn toàn những tác động của công cụ này bởi NHTW chỉ có thể thay đổi mức lãi suất tái chiết khấu và các điều kiện chiết khấu mà không thể bắt các NHTG vay từ mình.
- ✓ Cuối cùng, công cụ này cũng không dễ đảo ngược như nghiệp vụ thị trường mở.

3.2.1.3. Dự trữ bắt buộc (Reserve requirements)

Dự trữ bắt buộc là số tiền mà các NHTG buộc phải duy trì trên một tài khoản tiền gửi không hưởng lãi tại NHTW. Nó được xác định bằng một tỷ lệ phần trăm nhất định trên tổng số dư tiền gửi trong một khoảng thời gian nào đó. Mức dự trữ bắt buộc được qui định khác nhau căn cứ vào thời hạn tiền gửi, vào quy mô và tính chất hoạt động của NHTG¹¹⁸.

Cơ chế tác động: Việc thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc và do đó mức dự trữ bắt buộc ảnh hưởng đến lượng tiền cung ứng theo ba cách:

- ✓ Thứ nhất, khi NHTW quyết định tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc, bộ phận dự trữ dư thừa trước đây của các ngân hàng chuyển thành dự trữ bắt buộc, làm giảm khả năng cho vay của hệ thống ngân hàng.
- ✓ Thứ hai, tỷ lệ dự trữ bắt buộc là một thành phần trong mẫu số của hệ số mở rộng tiền gửi. Vì thế sự tăng lên của tỷ lệ dự trữ bắt buộc sẽ làm giảm hệ số mở rộng tiền gửi và do đó là khả năng mở rộng tiền gửi của hệ thống ngân hàng.
- ✓ Thứ ba, tỷ lệ dự trữ bắt buộc tăng lên làm giảm mức cung vốn của các NHTG trên thị trường liên ngân hàng. Trong điều kiện nhu cầu vốn khả dụng không thay đổi, sự giám sát này làm tăng lãi suất liên ngân hàng, từ đó dẫn đến tăng các mức lãi suất dài hạn và giảm khối lượng tiền cung ứng.

Quyết định giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc sẽ gây nên những ảnh hưởng ngược lại.

Ưu nhược điểm của công cụ:

- ✓ Lợi thế chủ yếu của công cụ dự trữ bắt buộc trong việc kiểm soát lượng tiền cung ứng là sự thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc sẽ ảnh hưởng một cách bình đẳng đến tất cả các ngân hàng.
- ✓ Ngoài ra đây là công cụ có quyền lực ảnh hưởng rất mạnh đến lượng tiền cung ứng. Chỉ cần một thay đổi nhỏ tỷ lệ dự trữ bắt buộc cũng sẽ dẫn đến sự thay đổi đáng kể khối lượng tiền cung ứng.
- ✓ Tuy nhiên, đây cũng chính là điều làm cho công cụ dự trữ bắt buộc thiếu linh hoạt. NHTW rất khó có thể thực hiện được những thay đổi nhỏ trong cung ứng tiền tệ bằng cách thay đổi dự trữ bắt buộc.
- ✓ Một bất lợi khác là việc tăng dự trữ bắt buộc có thể gây nên vấn đề mất “khả năng thanh toán ngay” đối với những ngân hàng có dự trữ vượt mức quá thấp.

¹¹⁸ Hiện nay dự trữ bắt buộc được quản lý theo nguyên tắc bình quân. Có nghĩa là mức dự trữ yêu cầu cho một thời kỳ nào đó (thời kỳ duy trì) được xác định căn cứ vào tỷ lệ phần trăm qui định trên số dư tiền gửi bình quân ngày trong thời kỳ trước (gọi là thời kỳ xác định). Thời kỳ xác định và thời kỳ duy trì có thể nối tiếp nhau (Việt Nam áp dụng cách quản lý này với độ dài thời gian là một tháng), có thể trùng nhau một giai đoạn nào đó hoặc có thể gần như trùng khớp nhau. Cách quản lý khác nhau có thể ảnh hưởng đến hiệu quả của công cụ dự trữ bắt buộc trong một chừng mực nào đó.

- ✓ Cuối cùng, việc thay đổi liên tục dự trữ bắt buộc sẽ gây ra tình trạng không ổn định cho hoạt động của các ngân hàng và làm cho việc quản lý khả năng thanh khoản của các ngân hàng khó khăn và tốn kém hơn.

Chính do những nhược điểm này mà ngày nay công cụ này ít được NHTW các nước sử dụng. Nếu sử dụng thì thường kết hợp với một vài công cụ khác để làm giảm bớt mức độ ảnh hưởng của nó. Chẳng hạn, cùng với việc nâng tỷ lệ dự trữ bắt buộc, NHTW tiến hành các nghiệp vụ mua vào chứng khoán trên thị trường mở hoặc nới rộng các điều kiện vay chiết khấu nhằm giúp cho các ngân hàng có thể nhanh chóng nâng mức dự trữ bắt buộc với chi phí thấp, tránh khỏi bị sốc.

3.2.1.4. Chính sách tỷ giá hối đoái (Exchange rate policy)

Trong điều kiện mở cửa kinh tế, các hoạt động kinh tế đối ngoại với những luồng hàng hoá và vốn vào ra một quốc gia có ảnh hưởng to lớn tới các biến số kinh tế vĩ mô của quốc gia đó. Sự di chuyển của các luồng hàng hoá và vốn này luôn gắn liền với sự di chuyển của các luồng tiền tệ của các nước khác nhau. Với ý nghĩa là tỷ lệ trao đổi giữa đồng tiền quốc gia này với đồng tiền quốc gia khác, tỷ giá hối đoái có ảnh hưởng quan trọng, có thể kìm hãm hoặc thúc đẩy sự di chuyển của các luồng tiền nói trên. Chính vì vậy, việc xác lập một tỷ giá hối đoái hợp lý nhằm khuyến khích các hoạt động kinh tế đối ngoại phát triển phục vụ cho nền kinh tế quốc gia là một nhiệm vụ quan trọng của CSTT.

Sự can thiệp nhằm tác động tới tỷ giá hối đoái được thực hiện thông qua các hoạt động mua vào hoặc bán ra ngoại tệ của NHTW trên thị trường ngoại hối. Mức độ can thiệp của NHTW vào sự hình thành tỷ giá hối đoái trên thị trường phụ thuộc vào chế độ tỷ giá hối đoái (Exchange rate regime) mà quốc gia đó áp dụng. Có ba chế độ tỷ giá hối đoái mà các nước đã và đang áp dụng:

- ✓ **Chế độ tỷ giá cố định** - A fixed (hay pegged) exchange rate regime: là chế độ tỷ giá hối đoái, trong đó NHTW buộc phải can thiệp trên thị trường ngoại hối để duy trì tỷ giá biến động xung quanh một mức tỷ giá cố định (gọi là tỷ giá trung tâm) trong một biên độ hẹp đã được định trước. Như vậy, trong chế độ tỷ giá cố định, NHTW buộc phải mua vào hay bán ra đồng nội tệ nhằm giới hạn sự biến động của tỷ giá trong biên độ đã định. Chế độ tỷ giá này giảm bớt rủi ro của việc chuyển đổi từ đồng tiền này sang đồng tiền khác do tỷ giá được cố định. Tuy nhiên ngày nay nó ít được các nước sử dụng do gây ra vấn đề phụ thuộc của CSTT vào các biến động của bên ngoài và cán cân thanh toán không thể tự động cân bằng. Hơn nữa, để tiến hành can thiệp trên thị trường ngoại hối đòi hỏi NHTW phải có sẵn nguồn dự trữ ngoại hối dồi dào.
- ✓ **Chế độ tỷ giá thả nổi hoàn toàn** - A freely flexible (hay freely floating) exchange

rate regime: là chế độ tỷ giá hối đoái, trong đó tỷ giá được xác định hoàn toàn tự do theo quy luật cung cầu trên thị trường ngoại hối mà không có bất cứ sự can thiệp nào của NHTW. Chế độ tỷ giá này được đánh giá là giúp cho CSTT quốc gia được độc lập, ít chịu ảnh hưởng của những biến động từ bên ngoài và cán cân thanh toán quốc tế được tự động điều chỉnh để cân bằng. Tuy vậy, chế độ tỷ giá này lại gây ra sự biến động thường xuyên của tỷ giá hối đoái, khiến cho các hoạt động chuyển đổi từ đồng tiền này sang đồng tiền khác luôn hàm chứa rủi ro.

Những hạn chế của cả hai chế độ tỷ giá nêu trên đã dẫn các quốc gia tới một chế độ tỷ giá dung hoà cả hai:

- ✓ **Chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết** - A managed (hay controlled) floating exchange rate regime: là chế độ tỷ giá hối đoái, trong đó NHTW tiến hành can thiệp trên thị trường ngoại hối nhằm ảnh hưởng lên tỷ giá, nhưng NHTW không cam kết duy trì một tỷ giá cố định hay biên độ dao động nào xung quanh tỷ giá trung tâm. Nói cách khác, NHTW thực hiện các nghiệp vụ mua bán ngoại tệ để điều tiết thị trường ngoại hối, song can thiệp của NHTW không nhằm mục đích để cố định tỷ giá như đối với chế độ tỷ giá cố định.

3.2.2. Các công cụ trực tiếp

Công cụ trực tiếp là các công cụ tác động thẳng vào mục tiêu trung gian của chính sách tiền tệ (hay tác dụng thẳng vào khối lượng tiền cung ứng và lãi suất). Các công cụ này bao gồm:

3.2.2.1. Hạn mức tín dụng

Hạn mức tín dụng là mức dư nợ tối đa mà NHTW buộc các tổ chức tín dụng phải tuân thủ khi cấp tín dụng cho nền kinh tế. Mức dư nợ được qui định cho từng ngân hàng căn cứ vào đặc điểm kinh doanh của từng ngân hàng (cơ cấu khách hàng, mức rủi ro), định hướng cơ cấu kinh tế tổng thể, nhu cầu tài trợ các đối tượng chính sách và nó phải nằm trong giới hạn của tổng dư nợ tín dụng dự tính của toàn bộ nền kinh tế trong một khoảng thời gian nhất định.

Công cụ này được áp dụng phổ biến ở các nước trong thời kỳ hoạt động tài chính được điều tiết chặt chẽ. Ví dụ trong trường hợp lạm phát cao, hạn mức tín dụng được sử dụng nhằm khống chế trực tiếp và ngay lập tức lượng tín dụng cung ứng.

Trong trường hợp khi các công cụ gián tiếp không phát huy hiệu quả do thị trường tiền tệ chưa phát triển hoặc do mức cầu tiền tệ không nhạy cảm với sự biến động của lãi suất hay NHTW không có khả năng khống chế và kiểm soát được sự biến động của lượng vốn khả dụng của hệ thống NHTG thì công cụ hạn mức tín dụng là cứu cánh của NHTW trong việc điều tiết lượng tiền cung ứng. Tuy nhiên hiệu quả điều tiết của công cụ này không cao bởi nó thiếu linh hoạt và đôi khi đi ngược lại chiều hướng biến động của thị

trường tín dụng do đó đẩy lãi suất lên cao hoặc làm suy giảm khả năng cạnh tranh của các ngân hàng trung gian.

Trong điều kiện chưa áp dụng được các công cụ gián tiếp, NHNN Việt nam bắt đầu sử dụng hạn mức tín dụng như công cụ của chính sách tiền tệ từ tháng 6/1994. Đối tượng áp dụng ban đầu là 4 ngân hàng thương mại quốc doanh, chiếm đến 90% tổng dư nợ cho vay của cả hệ thống các tổ chức tín dụng. Bước đầu hạn mức này đã khống chế được mức tăng dư nợ ngắn hạn là 24% so với năm 1993. Tuy nhiên, đến năm 1995 hạn chế của công cụ này thể hiện rõ nét khi mức tăng dư nợ tín dụng thực tế vượt hạn mức tín dụng cho phép tới 1,66 lần, năm 1996 vượt tới 2 lần. Sang đến năm 1997 và 1998, tình hình lại biến chuyển ngược lại, hạn mức tín dụng thừa ra so với khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế. Công cụ hạn mức tín dụng trở nên không có hiệu quả một phần vì bản thân công cụ này đã mang tính chất hành chính và thiếu linh hoạt, nhưng hạn chế chủ yếu của nó là xuất phát từ sự thiếu căn cứ trong xác định hạn mức tín dụng và sự lỏng lẻo của các chế tài trong việc quản lý hạn mức này.

3.2.2.2. Khung lãi suất

Với những nước mà tín dụng ngân hàng là nguồn tín dụng chủ yếu của đất nước, việc qui định giới hạn dao động của các mức lãi suất của ngân hàng bằng cách định ra một khung lãi suất sẽ có ảnh hưởng trực tiếp tới mức lãi suất thị trường. Khung lãi suất bao gồm mức lãi suất trần (là mức lãi suất tối đa mà các ngân hàng được phép ấn định khi đi vay hoặc cho vay) và lãi suất sàn (là mức lãi suất tối thiểu mà các ngân hàng được phép ấn định khi cho vay hoặc đi vay). Thông thường NHTW sẽ qui định mức lãi suất trần đối với lãi suất cho vay và mức lãi suất sàn với lãi suất đi vay của các ngân hàng.

Thực tế áp dụng ở hầu hết các nước đều cho thấy đây là một công cụ cứng nhắc, dễ gây tác động xấu tới hoạt động tiết kiệm và đầu tư. Vì vậy, nó thường chỉ được sử dụng trong điều kiện sự ổn định kinh tế vĩ mô chưa được thiết lập, hay các yếu tố thị trường chưa phát triển hoàn chỉnh.

3.2.2.3. Biên độ dao động của tỷ giá mua bán ngoại tệ

Đây cũng là một công cụ mang tính chất hành chính, qui định mức tỷ giá tối đa và tối thiểu mà các ngân hàng được phép áp dụng khi kinh doanh ngoại hối. Do tính chất cứng nhắc của công cụ nên bên cạnh khả năng tác động trực tiếp tới mức tỷ giá trên thị trường nó cũng gây ra nhiều phản ứng tiêu cực của thị trường, có thể dẫn tới những biến động không mong muốn về tỷ giá hối đoái.

Công cụ này chỉ nên dùng trong những trường hợp khẩn cấp và trong thời gian ngắn, khi mà NHTW không thể sử dụng các biện pháp mang tính thị trường như mua bán ngoại tệ do dự trữ quốc gia về ngoại hối không đủ để can thiệp.

3.2.2.4. Chính sách quản lý ngoại hối

Ngoại hối là khái niệm dùng để chỉ các phương tiện có giá trị được dùng để cất trữ hoặc thanh toán giữa các quốc gia như: ngoại tệ, các phương tiện thanh toán quốc tế ghi bằng ngoại tệ (hối phiếu, lệnh phiếu, séc v.v...), các chứng khoán ghi bằng ngoại tệ (cổ phiếu, trái phiếu do nước ngoài phát hành), vàng, bạc, kim cương, đá quý

Mục đích của chính sách quản lý ngoại hối là nhằm kiểm soát chặt chẽ việc chuyển ngoại hối ra bên ngoài nước, thu hút nhiều ngoại hối vào trong nước, quản lý nghiêm ngặt các loại ngoại hối dự trữ như vàng, các ngoại tệ mạnh.

Tuỳ từng quốc gia mà cơ chế quản lý ngoại hối thay đổi khác nhau. Những nước có nguồn ngoại hối dồi dào như Mỹ, Nhật, Anh, Đức... thực hiện chính sách tự do ngoại hối, cho phép các luồng ngoại hối được tự do vào ra quốc gia với số lượng không hạn chế. Trong khi hầu hết các nước đang phát triển do dự trữ ngoại hối có hạn nên phải áp dụng chính sách quản chế ngoại hối nghiêm ngặt để đảm bảo nguồn cung ngoại hối cho nhu cầu của đất nước.

3.3. Hệ thống mục tiêu của chính sách tiền tệ

(Tham khảo)

Bằng việc sử dụng các công cụ của CSTT, NHTW không thể tác động trực tiếp và ngay lập tức đến các mục tiêu cuối cùng của CSTT như: giá cả, sản lượng, công ăn việc làm... Ảnh hưởng của CSTT chỉ xuất hiện sau một khoảng thời gian nhất định từ 6 tháng đến 2 năm. Sẽ là quá muộn và không hiệu quả nếu NHTW đợi các tín hiệu phản hồi về giá cả, sản lượng, thất nghiệp để điều chỉnh các công cụ. Nhằm khắc phục hạn chế này, NHTW của tất cả các nước thường xác định các chỉ tiêu cần đạt được trước khi đạt được mục tiêu cuối cùng. Các chỉ tiêu này thường chia thành hai loại: mục tiêu trung gian và mục tiêu hoạt động.

3.3.1. Mục tiêu trung gian

Mục tiêu trung gian là chỉ tiêu được NHTW lựa chọn để đạt được mục đích cuối cùng của CSTT. Các chỉ tiêu thường được sử dụng làm mục tiêu trung gian là tổng khối lượng tiền cung ứng (M_1 , M_2 hay M_3) hoặc mức lãi suất thị trường (ngắn và dài hạn).

3.3.1.1. Tiêu chuẩn của mục tiêu trung gian

Các mục tiêu trung gian cần phải thoả mãn các tiêu chuẩn sau:

- ✓ *Có thể đo lường được:* Các mục tiêu trung gian phải là các chỉ tiêu có thể đo lường được một cách chính xác và nhanh chóng bởi vì các chỉ tiêu này chỉ có ích khi nó phản ánh được tình trạng của CSTT nhanh hơn mục tiêu cuối cùng. NHTW có thể dựa vào các mục tiêu này để điều chỉnh hướng tác động khi cần thiết. Hiên nhiên NHTW không thể đưa ra một tỷ lệ tăng trưởng M_2 nếu nó không biết M_2 hiện đang tăng với tốc độ bao nhiêu. Mặt khác, tiêu chuẩn này cũng chỉ cho NHTW biết nên

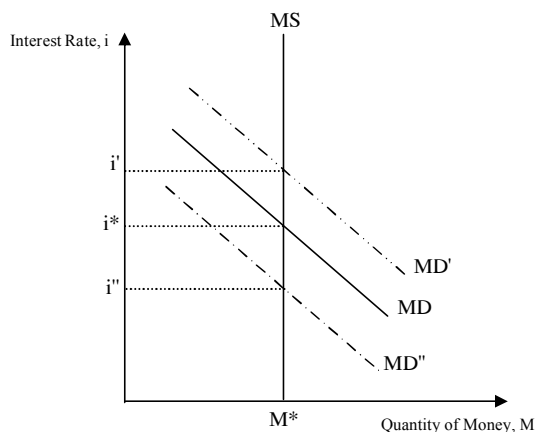
chọn chỉ tiêu cụ thể nào trong tổng lượng tiền cung ứng và lãi suất.

- ✓ *NHTW có thể kiểm soát được:* Khi NHTW có khả năng kiểm soát mục tiêu trung gian, nó có thể điều chỉnh mục tiêu đó cho phù hợp với định hướng của CSTT. Chẳng hạn, sự trông đợi của các nhà kinh doanh sẽ quyết định đến tổng đầu tư và do đó GDP, nhưng nếu chọn chỉ tiêu này làm mục tiêu trung gian thì ảnh hưởng của NHTW đến mục tiêu này là rất ít. Việc lựa chọn các chỉ tiêu mà NHTW không có khả năng kiểm soát làm mục tiêu trung gian không chỉ ảnh hưởng đến định hướng và hiệu quả CSTT mà còn lãng phí do mọi cố gắng để đạt được chỉ tiêu này không mang tính mục đích.
- ✓ *Có mối liên hệ chặt chẽ với mục tiêu cuối cùng:* Đây là tiêu chuẩn quan trọng nhất của một mục tiêu trung gian. Khả năng có thể đo lường chính xác hoặc khả năng kiểm soát của NHTW sẽ trở nên vô nghĩa nếu các chỉ tiêu được chọn không có ảnh hưởng trực tiếp tới các mục tiêu cuối cùng như sản lượng, giá cả...

Một vấn đề được đặt ra ở đây là cả hai chỉ tiêu: tổng lượng tiền cung ứng và lãi suất đều thoả mãn các tiêu chuẩn trên, nhưng NHTW không thể chọn đồng thời cả hai làm mục tiêu trung gian. Nó chỉ có thể chọn một trong hai chỉ tiêu đó, căn cứ vào mối liên hệ của các chỉ tiêu này đến các mục tiêu cuối cùng. Bởi lẽ nếu đạt được mục tiêu về tổng khối lượng tiền cung ứng thì phải chấp nhận sự biến động của lãi suất và ngược lại.

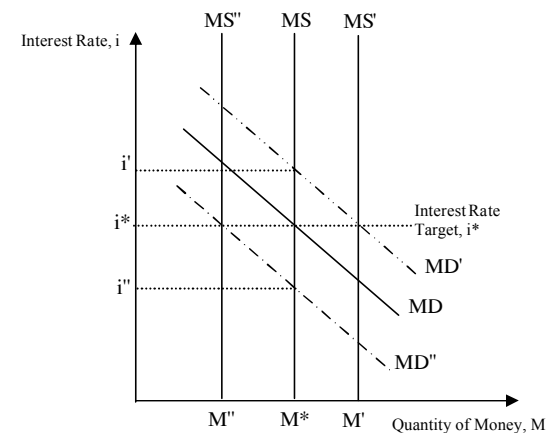
Mục tiêu tổng lượng tiền cung ứng

Nếu NHTW chọn tổng lượng tiền cung ứng làm mục tiêu trung gian với tỷ lệ tăng dự tính là $x\%$, lãi suất tương ứng là i^* . Tuy nhiên, nếu mức cầu tiền tệ không ổn định tại MD mà dao động giữa MD' và MD'' thì lãi suất sẽ biến động từ i' đến i'' . Sự biến động của nhu cầu tiền tệ là tất yếu bởi sự tăng lên hoặc giảm xuống không dự tính trước được của các nhân tố ảnh hưởng đến nhu cầu nắm giữ tiền tệ của công chúng. Trong điều kiện cố định mức cung ứng tiền tệ, sự biến động mức lãi suất là hiển nhiên.



Mục tiêu lãi suất

Nếu NHTW chọn mức lãi suất mục tiêu $i^* = y\%$, mức cầu tiền tệ tương ứng sẽ là MD. Trong thực tế, mức cầu tiền dao động từ MD' đến MD''. Để đạt được mục tiêu lãi suất tại i^* , NHTW buộc phải thay đổi mức cung tiền từ M' đến M'' nhằm ngăn cản sự tăng lên hay giảm xuống của lãi suất so với i^* . Như vậy, để duy trì mục tiêu lãi suất, mức cung ứng tiền và cơ sở tiền sẽ biến động.



3.3.1.2. Ưu nhược điểm của các chỉ tiêu làm mục tiêu trung gian

Các NHTW phải chọn lựa mục tiêu trung gian phù hợp với điều kiện kinh tế và khả năng quản lý của mình. Bên cạnh đó, việc lựa chọn mục tiêu mức tăng của tổng lượng tiền hoặc mức lãi suất cần dựa trên sự đánh giá ưu và nhược điểm của từng chỉ tiêu với tư cách là mục tiêu trung gian.

Đối với chỉ tiêu lãi suất

Ảnh hưởng quan trọng nhất của lãi suất là đối với nhu cầu tiêu dùng và đầu tư - hai bộ phận cấu thành quan trọng nhất của tổng cầu. Sự tăng lên hay giảm xuống của lãi suất sẽ đẩy tổng cầu sang trái hoặc phải và dẫn đến sự thay đổi trong ngắn hạn cả mức giá cũng như sản lượng. Nếu lãi suất được chọn là mục tiêu trung gian và được giữ cho ổn định, nó sẽ loại trừ ảnh hưởng của nhu cầu tiền tệ đến nền kinh tế. Như vậy đối với một nền kinh tế có mức cầu tiền tệ biến động mạnh, việc chọn lãi suất là mục tiêu trung gian có lẽ thích hợp hơn.

Tuy nhiên, mục tiêu này có những hạn chế của nó: i/ Sự biến đổi của nhu cầu tiêu dùng và đầu tư có thể do nhiều lý do khác nhau như: thuế suất, sự trông đợi của công chúng về triển vọng nền kinh tế. Trong trường hợp này, ổn định lãi suất có thể làm tăng thêm sự biến động của mức cầu tiền tệ và tiếp đó là tổng cầu; ii/ Mục tiêu lãi suất không thể duy trì dài hạn được. Theo đẳng thức của Fisher, lãi suất danh nghĩa bằng lãi suất thực cộng với tỷ lệ lạm phát dự kiến. Sự kiểm soát mục tiêu lãi suất trung gian về dài hạn sẽ chỉ thành công khi tỷ lệ lạm phát dự kiến luôn ổn định, và do đó mục tiêu lãi suất là nhằm vào mức lãi suất thực - một chỉ tiêu về dài hạn lại phụ thuộc vào các yếu tố của nền kinh tế hơn là sự kiểm soát của NHTW.

Đối với chỉ tiêu tổng lượng tiền cung ứng

Việc cố định mức tăng của tổng lượng tiền cho phép lãi suất biến động đáp ứng những thay đổi của tiêu dùng và đầu tư mà không xuất phát từ lý do lãi suất, do đó giảm sự biến động tổng cầu. Vì thế mục tiêu tổng lượng tiền thích hợp với một nền kinh tế có tổng cầu biến động mạnh bởi các lý do ngoài lãi suất. Bên cạnh đó, khác với lãi suất, mục tiêu tổng lượng tiền hoàn toàn có thể là mục tiêu dài hạn của NHTW.

Vấn đề đặt ra là mức cung tiền tệ nào thích hợp với vai trò mục tiêu trung gian nhất, trong khi bản thân các thành phần của từng mức cung tiền tệ cũng thay đổi. Điều này là rất quan trọng vì mức cung tiền tệ khác nhau sẽ quyết định hướng vận động của CSTT khác nhau. Mặt khác, lãi suất và do đó nhu cầu tiêu dùng và đầu tư sẽ biến động mạnh trong điều kiện mức cung tiền tệ được chọn làm mục tiêu.

Hiện nay, NHNN Việt nam chọn khối tiền M2 làm mục tiêu trung gian trong điều hành CSTT bởi thực tế đã chỉ ra rằng sự biến động của khối tiền M2 hoàn toàn phù hợp với sự biến động của mức giá và sản lượng trong thập kỷ 90. Tuy nhiên, chính sách lãi suất ấn định phần nào làm giảm hiệu quả của mục tiêu trung gian này.

Ngoài hai chỉ tiêu trên còn có một số chỉ tiêu khác là ứng cử viên của vai trò mục tiêu trung gian như: tổng khối lượng tín dụng, tỷ giá hối đoái. Tuy nhiên, hạn chế lớn nhất của các chỉ tiêu này là mối quan hệ của chúng với các mục tiêu cuối cùng rất phức tạp và không rõ ràng. Vì thế ít khi nó được sử dụng làm một mục tiêu độc lập mà thường được sử dụng với các mục tiêu khác như tổng lượng tiền cung ứng hoặc lãi suất¹¹⁹.

3.3.2. Mục tiêu hoạt động

Mục tiêu hoạt động là các chỉ tiêu có phản ứng tức thời với sự điều chỉnh của công cụ CSTT. Các chỉ tiêu này bao gồm: tổng dự trữ của các ngân hàng trung gian, lãi suất ngắn hạn trên thị trường liên ngân hàng, hoặc lãi suất tín phiếu kho bạc. Bằng việc đạt được mục tiêu về các chỉ tiêu này, NHTW có thể đạt được mục tiêu trung gian và do đó mục tiêu cuối cùng sau một khoảng thời gian nhất định. Sự phản ứng nhanh chóng và chính xác của các chỉ tiêu này mỗi khi NHTW điều chỉnh CSTT giúp cho NHTW có thể kiểm tra tính đúng đắn của các quyết định trong điều hành CSTT hàng ngày. Tiêu chuẩn lựa chọn mục tiêu hoạt động cũng tương tự như mục tiêu trung gian, chỉ có điều các chỉ tiêu được lựa chọn làm mục tiêu hoạt động phải có ảnh hưởng mạnh đến các mục tiêu trung gian. Vì thế, sự lựa chọn mục tiêu hoạt động phụ thuộc vào việc NHTW chọn chỉ tiêu nào làm mục tiêu trung gian: lãi suất hay tổng lượng tiền.

HỆ THỐNG MỤC TIÊU CỦA CSTT MỘT SỐ NƯỚC

Nước	Công cụ CSTT	Mục tiêu hoạt động	Mục tiêu trung gian	Mục tiêu chính sách
Pháp	Dự trữ bắt buộc Tín dụng theo lãi suất biến đổi	Lãi suất thị trường liên ngân hàng	M ₃ Tỷ giá đối với DM	Ổn định giá cả
Đức	Dự trữ bắt buộc Chính sách chiết khấu Thị trường mở	Lãi suất thị trường liên ngân hàng	M ₃	Ổn định giá cả
Anh	Thị trường mở	Lãi suất thị trường liên ngân hàng		Ổn định giá cả
Mỹ	Dự trữ bắt buộc Thị trường mở	Lãi suất thị trường liên ngân hàng	M ₂ , M ₃	Ổn định giá cả Ổn định các lãi suất dài hạn Đủ việc làm
Nhật	Dự trữ bắt buộc Chính sách chiết khấu Thị trường mở	Lãi suất thị trường liên ngân hàng	M ₂ + CD	Ổn định giá cả Tăng trưởng kinh tế Cân bằng BoP
Việt nam	Dự trữ bắt buộc Chính sách tái cấp vốn Thị trường mở Lãi suất Tỷ giá Hạn mức tín dụng	Dự trữ của các NHTM	M ₂	Ổn định giá cả Tăng trưởng kinh tế Ổn định hệ thống tổ chức tín dụng

3.4. Các kênh truyền dẫn sự tác động của CSTT

(Tham khảo)

Sự thay đổi khối lượng tiền cung ứng ảnh hưởng đến nền kinh tế bằng những con đường nào là một câu hỏi quan trọng. Nó quyết định tới việc thiết kế và thực hiện CSTT một cách đúng đắn và hiệu quả. Trong hệ thống tài chính hiện đại, CSTT ảnh hưởng đến các biến số kinh tế vĩ mô bằng 3 con đường: lãi suất, giá tài sản và hoạt động tín dụng ngân hàng.

3.4.1. Kênh lãi suất

Ảnh hưởng của sự biến đổi lượng tiền cung ứng đến nền kinh tế trước hết được truyền dẫn qua kênh lãi suất. Đây là kênh tác động truyền thống được Keynes mô tả như sau:

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Khi khối lượng tiền M mở rộng, mức lãi suất thực i giảm xuống làm giảm giá vốn vay. Nhu cầu đầu tư I vì thế tăng lên dẫn đến tăng tổng cầu và tăng sản lượng Y. Vấn đề chủ yếu của kênh truyền dẫn này là: sự thay đổi mức lãi suất ngắn hạn được khống chế trực tiếp bởi NHTW có thể ảnh hưởng đến các mức lãi suất khác của nền kinh tế theo nguyên lý “cấu trúc kỳ hạn của lãi suất”¹²⁰. Cuối cùng ảnh hưởng này lan truyền tới toàn bộ hệ

¹¹⁹ Trên thực tế các nước ưu tiên mục tiêu tăng trưởng sẽ chú trọng hơn đến mục tiêu trung gian là lãi suất còn các nước ưu tiên mục tiêu ổn định giá cả (chống lạm phát) sẽ chú trọng hơn đến mục tiêu trung gian là tổng lượng tiền cung ứng. Còn mục tiêu trung gian là tỷ giá hối đoái chỉ được quan tâm khi quốc gia áp dụng chế độ tỷ giá hối đoái cố định hoặc thả nổi có điều tiết.

¹²⁰ Là nguyên lý trong đó nêu rằng: sự biến động tăng lên hay giảm xuống của lãi suất ngắn hạn sẽ kéo theo sự biến động tăng lên hay giảm xuống của lãi suất dài hạn.

thông lãi suất của nền kinh tế. Hiệu quả của sự tác động này phụ thuộc vào đặc điểm tổ chức của thị trường tài chính và mức độ trông đợi của thị trường.

Cần chú ý là nhu cầu đầu tư nhạy cảm với mức lãi suất thực chứ không phải lãi suất danh nghĩa. Nhận thức này làm thay đổi trình tự ảnh hưởng của khối lượng tiền đến sản lượng như sau: $M\uparrow \Rightarrow P^e\uparrow \Rightarrow \pi^e\uparrow \Rightarrow i\downarrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$.

Khi khối lượng tiền cung ứng M tăng lên, mức giá cả dự tính P^e và lạm phát dự tính π^e tăng kéo theo sự giảm xuống của lãi suất thực làm cho đầu tư tăng, tổng cầu tăng và do đó sản lượng tăng lên.

3.4.2. Kênh giá tài sản

Lãi suất là một loại giá tài sản và được coi là kênh truyền dẫn chủ yếu theo quan niệm của Keynes. Tuy nhiên khi nghiên cứu mối quan hệ giữa M và Y , các nhà kinh tế theo trường phái trọng tiền đã bổ sung thêm giá các loại tài sản khác có khả năng truyền tác động của CSTT như tỷ giá hoặc giá cổ phiếu.

3.4.2.1. Ảnh hưởng của tỷ giá đối với xuất khẩu ròng

Trong điều kiện các hoạt động kinh tế ngày nay càng mang tính toàn cầu cùng với việc áp dụng phổ biến cơ chế tỷ giá linh hoạt, các nhà kinh tế bắt đầu quan tâm đến cơ chế ảnh hưởng của CSTT tới tỷ giá và do đó tới mức xuất khẩu ròng và tổng sản lượng.

$$M\uparrow \Rightarrow i\downarrow \Rightarrow E\uparrow \Rightarrow XK\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

Kênh truyền dẫn này bao gồm cả cơ chế ảnh hưởng của lãi suất. Trong trường hợp này, lãi suất của nội tệ giảm so với ngoại tệ làm cho giá trị tiền gửi nội tệ thấp hơn giá trị tiền gửi ngoại tệ. Vì thế đồng nội tệ có xu hướng giảm giá so với ngoại tệ (tỷ giá E^{121} tăng). Sự giảm giá của đồng nội tệ sẽ kích thích xuất khẩu tăng làm sản lượng tăng.

3.4.2.2. Giá cổ phiếu

Lý thuyết Q của Tobin giải thích cơ chế tác động của CSTT thông qua ảnh hưởng của nó đến giá cổ phiếu công ty tới nhu cầu đầu tư như sau:

$$\text{Chỉ số Tobin' } Q = \frac{\text{Giá trị thị trường của công ty}}{\text{Giá thay thế tài sản}}$$

Nếu chỉ số $Q > 1$ và cao có nghĩa là giá trị thị trường của cổ phiếu cao hơn giá thay thế tài sản của công ty. Điều này kích thích doanh nghiệp đầu tư mới vào nhà xưởng, thiết bị vì giá của chúng rẻ tương đối so với giá trị thị trường của cổ phiếu, lượng cổ phiếu cần phát hành sẽ là rất nhỏ.

Nếu chỉ số $Q < 1$ và thấp, nhu cầu đầu tư mới sẽ giảm. Thay vào đó, nếu các công ty này có nhu cầu cần bổ sung thiết bị nó có thể mua một công ty khác và có được máy móc thiết bị đã sử dụng với giá rẻ. Ngược lại, nó cũng dễ trở thành đối tượng của hoạt động

mua đứt.

Khi NHTW mở rộng khối lượng tiền cung ứng M , giá cổ phiếu P_e có xu hướng tăng lên làm tăng chỉ số Q và nhu cầu đầu tư mới. Sản lượng vì thế tăng lên: $M\uparrow \Rightarrow P_e\uparrow \Rightarrow Q\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$.

3.4.2.3. Ảnh hưởng tới thu nhập thường xuyên của công chúng

Mức tiêu dùng thường xuyên của các hộ gia đình phụ thuộc vào nguồn thu nhập thường xuyên và dài hạn. Một bộ phận của nguồn thu nhập dài hạn là từ tài sản tài chính. Khi M tăng lên, giá cổ phiếu tăng lên làm tăng nguồn thu nhập dài hạn, kích thích tiêu dùng: $M\uparrow \Rightarrow P_e\uparrow \Rightarrow \text{tài sản}\uparrow \Rightarrow C\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$.

3.4.3. Kênh tín dụng

Để khắc phục tình trạng rủi ro thông tin - một rào cản của thị trường vốn, những người đi vay tìm đến với ngân hàng. Tình trạng này tạo nên một kênh truyền dẫn quan trọng và phổ biến của CSTT, được thể hiện ở hai giác độ: qua hoạt động tín dụng ngân hàng và qua sự điều chỉnh bảng tổng kết tài sản của các khách hàng.

3.4.3.1. Kênh tín dụng ngân hàng

Các khách hàng là doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp vừa và nhỏ thường thông qua ngân hàng để tiếp cận với thị trường vốn nói chung. CSTT có thể tác động đến nền kinh tế thông qua hoạt động này theo cơ chế sau:

$$M\uparrow \Rightarrow \text{Tiền gửi ngân hàng}\uparrow \Rightarrow \text{tiền vay}\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

Theo cơ chế này, CSTT có thể ảnh hưởng đến nhu cầu chi tiêu của các doanh nghiệp vừa và nhỏ hơn là các doanh nghiệp lớn - những người có khả năng tiếp cận với thị trường tài chính thông qua phát hành các chứng khoán có giá.

3.4.3.2. Thông qua tác động điều chỉnh bảng tổng kết tài sản

✎ Ảnh hưởng đến nguy cơ rủi ro đạo đức và lựa chọn đối nghịch:

Khi giá trị bảng tổng kết tài sản của doanh nghiệp bị giảm thấp, rủi ro đạo đức và lựa chọn đối nghịch đối với hoạt động cho vay của các ngân hàng tăng lên vì các doanh nghiệp này có động cơ để đầu tư vào những dự án có mức rủi ro cao. Điều này, đến lượt nó làm giảm mong muốn cho vay của ngân hàng. Từ đó mà giảm chi tiêu và tổng cầu.

Nếu NHTW thực hiện CSTT mở rộng, giá cổ phiếu tăng lên, giá trị ròng của bảng tổng kết tài sản tăng, hạn chế các hoạt động gây nên rủi ro cho ngân hàng. Vốn cho vay vì thế tăng lên là lý do dẫn đến tăng tổng cầu và sản lượng: $M\uparrow \Rightarrow P_e\uparrow \Rightarrow \text{lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức}\downarrow \Rightarrow \text{cho vay}\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$.

✎ Thông qua cải thiện tình trạng dòng tiền mặt

¹²¹ Tỷ giá E ở đây được hiểu là 1 đồng ngoại tệ bằng bao nhiêu đồng nội tệ.

Các luồng thu tiền mặt ròng là nguồn trả nợ chủ yếu cho ngân hàng. CSTT mở rộng làm cho luồng thu tiền mặt trở nên dễ dàng hơn, làm tăng tính thanh khoản của bảng tổng kết tài sản của khách hàng. Điều này làm cho ngân hàng tin tưởng hơn vào khả năng trả nợ của khách hàng. Khối lượng vốn cho vay vì thế tăng lên, đầu tư và sản lượng mở rộng:

$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow \text{Cash flow} \uparrow \Rightarrow \text{lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức} \downarrow \Rightarrow \text{cho vay} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

☛ Thông qua sự biến động mức giá chung

CSTT mở rộng làm cho mức giá chung tăng lên (không dự tính trước được) và làm giảm gánh nặng các khoản nợ của các doanh nghiệp. Vì thế làm tăng giá trị ròng bảng tổng kết tài sản của các doanh nghiệp. Điều này, đến lượt nó làm giảm nguy cơ gây rủi ro cho các ngân hàng. Vốn cho vay do đó tăng lên làm đầu tư và sản lượng tăng:

$M \uparrow \Rightarrow P^e \uparrow \Rightarrow \text{lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức} \downarrow \Rightarrow \text{cho vay} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

Chương 5. Lạm phát

Lạm phát là hiện tượng kinh tế phổ biến ở hầu hết các nước trên thế giới ngày nay. Nó tồn tại ở cả những nước phát triển lẫn chậm phát triển, cả trong thời kỳ kinh tế khủng hoảng, suy thoái lẫn trong thời kỳ hưng thịnh. Lạm phát ở một mức độ nhất định có thể là một biện pháp phát triển kinh tế, làm tăng nhu cầu, thúc đẩy các hướng đầu tư có lợi. Song khi lạm phát vượt qua một giới hạn nhất định thì nó trở thành căn bệnh gây nhiều tác hại cho sự phát triển kinh tế xã hội.

1. Khái niệm

1.1. Định nghĩa

Lạm phát là vấn đề không mấy xa lạ, hầu hết quảng đại quần chúng đều có thể chứng kiến hay trải qua thời kỳ lạm phát ở những mức độ khác nhau. Nhưng hiểu chính xác lạm phát là gì không phải dễ. Ngay cả các nhà kinh tế học cũng có rất nhiều quan điểm khác nhau về định nghĩa lạm phát.

- ✓ Quan niệm cổ điển cho rằng “*Lạm phát là phát hành tiền vượt quá số lượng tiền cần thiết trong lưu thông*”. Tuy nhiên định nghĩa này không giải thích được hiện tượng lạm phát chi phí đẩy (xuất hiện trên thế giới từ những năm 70 hoặc ở Việt nam năm 2005) do loại lạm phát này vẫn có thể xảy ra trong khi cung tiền tăng ổn định. Nếu chỉ coi là lạm phát khi sự tăng giá là kết quả của việc tăng mạnh cung tiền thì sẽ dẫn đến coi thường các nguy cơ lạm phát có thể xảy ra.
- ✓ Một quan điểm phổ biến khác cho rằng: *Lạm phát là hiện tượng tăng lên của mức giá chung (mức giá bình quân, mức giá tổng hợp) theo thời gian*. Tuy nhiên không phải mọi sự tăng lên của mức giá đều đáng lo ngại. Nếu giá cả chỉ tăng tạm thời, trong ngắn hạn, chẳng hạn như dịp gần Tết Nguyên đán ở Việt nam, sau đó lại giảm xuống thì đó là kết quả của những biến động cung cầu tạm thời, nhiều khi có tác dụng tích cực hơn là tiêu cực tới nền kinh tế. Những trường hợp như vậy mà đã coi là lạm phát thì sẽ dẫn đến sự cường điệu hoá nguy cơ lạm phát.
- ✓ Các nhà kinh tế học theo trường phái trọng tiền hiện đại, đứng đầu là Milton Friedman đã định nghĩa *lạm phát là hiện tượng giá cả tăng nhanh và liên tục trong một thời gian dài*. Theo trường phái này, sự tăng lên của mức giá chung mới chỉ phản ánh hình thức biểu hiện của lạm phát, bản chất của lạm phát được thể hiện ở tính chất của sự tăng giá đó: đó là sự *tăng giá với tốc độ cao và kéo dài*. Chính sự tăng giá cao và liên tục từ thời gian này đến thời gian khác mới tạo ra những tác động đặc thù của lạm phát. Cũng vì vậy, cái gọi là tỷ lệ tăng giá hàng tháng mà chúng ta có thể nghe trên đài, báo hay vô tuyến chỉ cho biết mức giá cả

đã thay đổi bao nhiêu phần trăm so với tháng trước chứ chưa được coi là biểu hiện của lạm phát. Đó có thể chỉ là sự thay đổi xảy ra duy nhất một lần hoặc chỉ là tạm thời chứ không kéo dài. Chỉ khi nào tỷ lệ tăng giá vẫn duy trì cao trong thời gian dài thì mới được coi là biểu hiện của lạm phát cao. Định nghĩa này cũng được các nhà kinh tế học theo trường phái Keynes ủng hộ. Định nghĩa này cũng đặc biệt thích hợp với các nhà điều hành chính sách tiền tệ vì Ngân hàng trung ương chỉ có thể điều chỉnh giá cả trong dài hạn chứ không thể điều chỉnh trong ngắn hạn. Những cố gắng điều chỉnh giá cả trong ngắn hạn thông qua các công cụ của chính sách tiền tệ sẽ chỉ làm cho diễn biến giá cả thêm phức tạp.

1.2. Đo lường lạm phát

Vì biểu hiện của lạm phát là sự tăng lên của mức giá chung nên để đo lường mức độ lạm phát, người ta căn cứ vào tốc độ tăng của mức giá chung. Tốc độ tăng của mức giá chung còn được gọi là tỷ lệ lạm phát được xác định theo hai phương pháp sau:

1.2.1. Phương pháp xác định dựa trên chỉ số giá

Để đo lường mức giá chung của toàn bộ hàng hoá và dịch vụ trong xã hội, người ta thường sử dụng hai loại chỉ số giá sau:

① **Chỉ số giá tiêu dùng (CPI - Consumer price index)**: phản ánh mức giá cả bình quân của nhóm hàng hoá và dịch vụ cho nhu cầu tiêu dùng của các hộ gia đình.

Để xác định chỉ số giá tiêu dùng, người ta chọn ra một giỏ hàng hoá và dịch vụ tiêu biểu cho cơ cấu tiêu dùng của các hộ gia đình trong một giai đoạn nhất định, đồng thời xác định mức độ tiêu dùng của các hộ gia đình đối với từng hàng hoá và dịch vụ trong giỏ đó. Trên cơ sở xác định chỉ số giá¹²² của từng hàng hoá và dịch vụ trong giỏ, người ta tính được chỉ số giá tiêu dùng theo công thức sau:

$$I_p = \sum_{j=1}^n i_{pj} \times d_j$$

trong đó: I_p : là chỉ số giá của cả giỏ hay chỉ số giá tiêu dùng
 i_{pj} : là chỉ số giá của hàng hoá hay dịch vụ thứ j
 d_j : là tỷ trọng mức tiêu dùng của hàng hoá hay dịch vụ thứ j

$$\left(\sum_{j=1}^n d_j = 1 \right)$$

Ở Việt nam, từ 1995 đến 2000, chỉ số CPI được tính căn cứ vào giỏ hàng hoá và dịch vụ bao gồm 10 nhóm mặt hàng, được chia thành 86 phân nhóm, gồm 236 mặt hàng tiêu dùng chính và 64 loại dịch vụ. Tỷ trọng mức tiêu dùng được xây dựng trên cơ sở điều tra đời sống kinh tế hộ gia đình năm 1995. Từ 2000 – 2005, số

hàng hoá và dịch vụ tăng lên 397 mặt hàng. Từ tháng 5/2006, con số này tăng lên tới gần 500 mặt hàng. Cùng với việc bỏ sung danh mục, Tổng cục Thống kê cũng tiến hành cập nhật quyền số tính CPI. Với quyền số mới, tỷ trọng tiêu dùng lương thực, thực phẩm của người dân bình quân cả nước giảm từ 47,9 % trong tổng chi tiêu cho đời sống hàng ngày của người dân (giai đoạn 2000-2005) xuống còn 42,8% giai đoạn 2006-2010.

② **Chỉ số giá bán buôn**: còn được gọi là chỉ số giá cả sản xuất (PPI - Producer price index) phản ánh mức giá cả đầu vào, mà thực chất là chi phí sản xuất bình quân của xã hội. Sự biến động của chi phí sản xuất tất yếu sẽ tác động đến xu hướng biến động của mức giá chung của hàng hoá và dịch vụ trên thị trường.

Chỉ số giá bán buôn được xác định theo phương pháp gần tương tự chỉ số CPI nhưng do việc thu thập số liệu và xác định tỷ trọng phức tạp nên không phải quốc gia nào cũng tính và công bố chỉ số này.

Hầu hết các quốc gia đều sử dụng chỉ số CPI để tính tỷ lệ lạm phát theo công thức sau:

$$G_p = \left(\frac{I_p}{I_{p-1}} - 1 \right) \times 100 \%$$

trong đó: G_p là tỷ lệ lạm phát (%)
 I_p là chỉ số giá cả của thời kỳ hiện tại
 I_{p-1} là chỉ số giá cả thời kỳ trước đó

1.2.2. Phương pháp xác định dựa trên chỉ số giảm phát tổng sản phẩm quốc nội (GDP)

Chỉ số này đo lường mức giá bình quân của tất cả các hàng hoá và dịch vụ tạo nên tổng sản phẩm quốc nội. Nó được xác định theo công thức sau:

$$\text{Chỉ số giảm phát GDP} = \frac{\text{GDP danh nghĩa}}{\text{GDP thực tế}} \times 100\%$$

trong đó: GDP danh nghĩa đo lường sản lượng theo giá năm hiện tại, GDP thực tế đo lường sản lượng năm hiện tại theo giá năm được chọn làm gốc.

Tỷ lệ lạm phát sau đó được tính trên cơ sở các chỉ số giảm phát GDP tương tự như khi tính theo các chỉ số CPI ở trên.

1.3. Các loại lạm phát

Căn cứ vào tỷ lệ lạm phát, người ta chia ra 3 loại lạm phát khác nhau:

- **Lạm phát vừa phải** (Normal inflation): Lạm phát vừa phải xảy ra khi tốc độ tăng giá ở mức một con số (tức là dưới 10%/năm). Trong điều kiện lạm phát vừa phải, giá cả tăng chậm, thường xấp xỉ bằng mức tăng tiền lương hoặc cao hơn chút ít. Do vậy giá trị tiền tệ tương đối ổn định, tạo thuận lợi cho môi trường kinh tế xã hội. Tác hại của loại lạm phát này là không đáng kể.

¹²² Chỉ số giá được tính bằng cách lấy mức giá kỳ nghiên cứu chia cho mức giá kỳ gốc rồi nhân 100, nói cách khác chỉ số giá kỳ gốc được lấy là 100.

- *Lạm phát phi mã* (High inflation): là loại lạm phát xảy ra khi giá cả bắt đầu tăng nhanh, ở mức hai, ba con số. Loại lạm phát này khi đã trở nên vững chắc sẽ gây ra những biến dạng kinh tế nghiêm trọng.
- *Siêu lạm phát* (Hyper inflation): xảy ra khi tốc độ tăng giá vượt xa mức lạm phát phi mã, có thể lên tới hàng ngàn tỷ lần như các cuộc siêu lạm phát điển hình trong lịch sử: lạm phát ở Đức trong những năm 1922 - 1924, lạm phát ở Nga sau Cách mạng tháng Mười, lạm phát ở Mỹ vào thời kỳ nội chiến hoặc các cuộc siêu lạm phát ở Trung quốc, Hungari sau chiến tranh thế giới thứ hai, lạm phát ở Nga sau biến cố chính trị 1990 - 1991. Siêu lạm phát có sức phá huỷ mạnh toàn bộ hoạt động của nền kinh tế và thường đi kèm với suy thoái kinh tế nghiêm trọng.

2. Hậu quả của lạm phát

Tác động kinh tế và xã hội của lạm phát rất khác nhau tùy thuộc vào mức độ lạm phát và khả năng dự đoán chính xác sự biến động của mức lạm phát. Khi giá cả có xu hướng tăng lên từ thời gian này đến thời gian khác, mọi người đều nhận thức được thực tế đó và cố gắng dự đoán tỷ lệ lạm phát của thời kỳ tới. Tỷ lệ mà mọi người dự đoán rằng lạm phát sẽ đạt tới gọi là tỷ lệ lạm phát dự tính hoặc tỷ lệ lạm phát được trông đợi. Nếu dự đoán này thường đúng với tỷ lệ lạm phát thực tế thì loại lạm phát đó là lạm phát có thể dự tính được. Nói cách khác lạm phát có thể dự tính được là loại lạm phát mà mức độ biến động bình quân của nó có thể được dự đoán một cách chính xác. Ngược lại, nếu tỷ lệ lạm phát trông đợi không giống với tỷ lệ lạm phát thực tế xảy ra thì loại lạm phát đó là lạm phát không dự tính được - đồng nghĩa với không kiểm soát được. Những ảnh hưởng của lạm phát sẽ khác nhau tùy thuộc đó là loại lạm phát có thể dự tính được hoặc không thể dự tính được.

2.1. Lạm phát có thể dự tính được

Lạm phát có thể dự tính được ít gây tác hại cho nền kinh tế dựa vào lập luận sau: Giả sử một nền kinh tế đang trải qua một tỷ lệ lạm phát vừa phải, khoảng 5% trong một thời gian dài và mọi thành viên trong xã hội đều dự tính chính xác tỷ lệ lạm phát tiếp tục ở mức 5% trong thời gian tới. Trong điều kiện như vậy, mọi hợp đồng giá trị như: hợp đồng tín dụng, tiền lương, bảo hiểm được chỉ số hoá theo mức lạm phát dự tính. Và vì mức lạm phát thực tế phù hợp với dự tính nên lạm phát không gây ảnh hưởng gì đến sản lượng, hiệu quả của các hoạt động kinh tế và phân phối thu nhập.

Tuy nhiên, dù những tác động của lạm phát có thể dự tính được tới nền kinh tế là ít, nó cũng vẫn gây ra những tác hại như sau:

- Trong điều kiện có lạm phát, mức giá cả tăng lên làm tăng chi phí cơ hội của những người giữ tiền mặt, làm cho nhu cầu giữ tiền mặt giảm xuống, mọi người cố gắng

chuyển bộ phận thu nhập chưa dùng đến ngay từ tiền mặt sang tiền gửi ngân hàng, kết quả là tần số đến ngân hàng để rút tiền mặt mỗi lần cần chi tiêu tăng lên. Như vậy lạm phát dự tính tăng lên làm cho chi phí quản lý tiền mặt tăng lên, chi phí này còn được gọi là “chi phí giấy da” của lạm phát dự tính.

- Lạm phát còn ảnh hưởng tới các chủ thể kinh tế qua hệ thống thuế. Mức thu nhập danh nghĩa tăng lên cùng tỷ lệ lạm phát dự tính do chỉ số hoá thu nhập, làm tăng tỷ lệ người chịu thuế suất cao¹²³. Vì chính sách thuế thường không được điều chỉnh kịp thời và phù hợp với mức thu nhập nên thực chất nhờ lạm phát mà chính phủ có thể tăng mức đánh thuế mà không phải tăng mức thuế suất. Và như vậy, chính sách thuế đã phân phối lại một phần thu nhập của người đóng thuế, làm giảm tác dụng của phương pháp chỉ số hoá trong điều kiện lạm phát có dự tính.
- Lạm phát làm bóp méo thông tin. Khi giá cả biến động liên tục, nó gây khó khăn cho các quyết định liên quan đến cơ cấu tiêu dùng, tiết kiệm, quyết định đầu tư... Hơn nữa, khi giá cả thay đổi thường xuyên, nó làm tăng “chi phí thực đơn” tức là các tiêu phí về nguồn lực xã hội để cập nhật với những sự thay đổi giá cả.

2.2. Lạm phát không thể dự tính được

Điều nguy hiểm của lạm phát không chỉ nằm ở mức độ lạm phát mà còn ở sự xuất hiện bất ngờ của nó. Khi tỷ lệ lạm phát biến động ngoài dự tính, nó tạo nên sự biến động bất thường về giá trị tiền tệ và làm sai lệch toàn bộ thước đo các quan hệ giá trị, ảnh hưởng đến mọi hoạt động kinh tế xã hội.

2.2.1 Lạm phát tạo nên sự bất ổn định cho môi trường kinh tế xã hội

Sự biến động bất thường của tỷ lệ lạm phát từ thời gian này đến thời gian khác gây khó khăn cho việc xác định mức sinh lời chính xác của các khoản đầu tư. Điều này tạo nên một tâm lý ngần ngại khi quyết định đầu tư, nhất là vào các dự án đầu tư dài hạn. Hơn nữa, sự bất ổn định của thu nhập có thể làm cho người đầu tư thích đầu tư vào các tài sản tài chính hơn là vào các dự án đầu tư thật sự. Kết quả là nguồn lực xã hội bị phân bổ một cách thiếu hiệu quả và ảnh hưởng đến sự tăng trưởng kinh tế.

Trong điều kiện lạm phát biến động, các quyết định tài chính cũng bị bóp méo, các doanh nghiệp thích vay ngắn hạn hơn là bị buộc chặt vào các hợp đồng vay dài hạn với lãi suất cố định, chứa đựng rủi ro lãi suất tiềm năng.

Lạm phát cũng gây những ảnh hưởng tiêu cực tới thị trường lao động khi các công đoàn tìm cách đấu tranh đòi tăng lương danh nghĩa với nguy cơ của các cuộc đình công hoặc sự đe dọa của một tỷ lệ lạm phát cao hơn. Về mặt này, lạm phát làm ngừng trệ sự tăng trưởng kinh tế.

¹²³ Thuế ở đây là thuế đánh vào thu nhập của các chủ thể kinh tế.

2.2.2. Lạm phát phân phối lại thu nhập quốc dân và của cải xã hội

Khi lạm phát tăng lên, tổng thu nhập danh nghĩa tăng lên, nhưng trong đó chứa đựng sự phân phối lại giữa các nhóm dân cư với nhau: giữa giới chủ và người làm công, giữa người cho vay và người đi vay và giữa chính phủ với người đóng thuế. Nói tóm lại, tác động chính của lạm phát về mặt phân phối lại nảy sinh từ những tác động không thể đoán trước đối với giá trị thực tế của thu nhập và của cải nhân dân. “Lạm phát có xu hướng phân phối lại của cải từ những người có tài sản với lãi suất danh nghĩa cố định sang tay những người có những khoản nợ với lãi suất danh nghĩa cố định...” (Paul Samuelson, Kinh tế học tập 1).

Để làm giảm tác động phân phối lại do sự biến động bất thường của lạm phát, nhiều nước áp dụng phương pháp chỉ số hoá. Phương pháp này cho phép điều chỉnh mức thu nhập và các khoản nợ danh nghĩa theo sự biến động của mức giá định kỳ. Chỉ số hoá được áp dụng phổ biến trong các hợp đồng giá trị dài hạn như hợp đồng tiền lương, hợp đồng vay dài hạn. Thí dụ một trái phiếu được chỉ số hoá có nghĩa là người sở hữu sẽ nhận được mức lãi suất danh nghĩa bằng mức lãi suất thực tế cố định cộng tỷ lệ lạm phát vào thời điểm trả lãi. Bằng cách đó, phương pháp chỉ số hoá cho phép bảo tồn giá trị thực tế của các khoản thu nhập dài hạn. Nhiều nhà kinh tế đã khuyến cáo chính phủ nên sử dụng phương pháp này để chung sống với lạm phát. Tuy nhiên chỉ số hoá không phải là phương pháp hạn chế tác động của lạm phát một cách hoàn hảo, nó đặc biệt không hợp lý trong trường hợp lạm phát xuất phát từ các cú sốc cung. Hơn nữa, chỉ số làm cho phản ứng của tiền lương nhanh hơn khi tỷ lệ lạm phát biến động, do đó mà đẩy nhanh tốc độ lạm phát.

2.2.3. Lạm phát làm lãi suất tăng lên

Lạm phát làm cho lãi suất danh nghĩa tăng lên bởi tỷ lệ lạm phát dự tính tăng lên. Vấn đề sẽ nảy sinh khi tỷ lệ lạm phát dự tính cấu thành trong mức lãi suất danh nghĩa không phù hợp với tỷ lệ lạm phát thực tế và làm ảnh hưởng đến mức lãi suất thực. Điều này, đến lượt nó, lại gây những ảnh hưởng đến tiết kiệm và đầu tư, cuối cùng là ảnh hưởng tới mức tăng trưởng kinh tế.

2.2.4. Lạm phát gây tác động không tốt tới cán cân thanh toán quốc tế

Nếu tỷ lệ lạm phát trong nước cao hơn tỷ lệ lạm phát nước bạn hàng, thì hàng xuất khẩu trong nước trở nên kém hấp dẫn vì giá cả tăng lên, trong khi hàng xuất khẩu của nước ngoài lại trở nên rẻ hơn, thúc đẩy hoạt động nhập khẩu, làm xấu đi tình trạng của tài khoản vãng lai, gây áp lực đối với tỷ giá. Tỷ lệ lạm phát cao cùng với bội chi tài khoản vãng lai có thể tạo nên tâm lý trông đợi một sự giảm giá của đồng nội tệ so với ngoại tệ, tạo nên áp lực mạnh hơn đối với tỷ giá. Và nếu điều này thực sự xảy ra, nó có thể thúc

đẩy mức lạm phát trong nước cao hơn bởi giá nội địa của hàng nhập khẩu trở nên đắt, đẩy mức giá cả chung tăng lên.

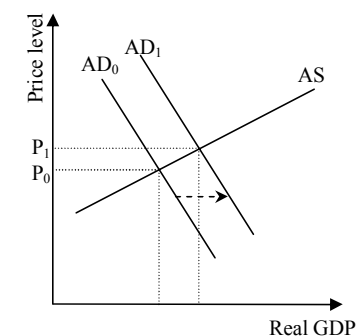
2.2.5. Lạm phát ảnh hưởng tới tỷ lệ thất nghiệp

Mức giá chung tăng lên có thể gây nên sự giảm sút của tổng cầu và công ăn việc làm, do đó gia tăng tỷ lệ thất nghiệp. Tổng cầu giảm khi lãi suất danh nghĩa tăng lên, giá trị tài sản thực tế giảm xuống và sự giảm sút của khả năng cạnh tranh quốc tế. Tất cả các yếu tố này là hệ quả tất yếu của lạm phát.

3. Nguyên nhân gây ra lạm phát

3.1. Lạm phát cầu kéo (Demand-pull inflation)

Lạm phát cầu kéo là lạm phát do tổng cầu (AD) - tổng chi tiêu của xã hội - tăng lên, vượt quá mức cung ứng hàng hoá của xã hội, dẫn đến áp lực làm tăng giá cả. Nói cách khác, bất kỳ lý do nào làm cho tổng cầu tăng lên đều dẫn đến sự tăng giá về mặt ngắn hạn. Có thể minh hoạ điều này thông qua mô hình bên. Khi tổng cầu tăng từ AD_0 lên đến AD_1 , mức giá chung tăng từ P_0 đến P_1 .



Tổng cầu phản ánh nhu cầu có khả năng thanh toán về hàng hoá và dịch vụ của xã hội. Nó bao gồm nhu cầu hàng hoá, dịch vụ tiêu dùng của các hộ gia đình, nhu cầu hàng hoá đầu tư của các doanh nghiệp, nhu cầu hàng hoá, dịch vụ của chính phủ và nhu cầu hàng hoá xuất khẩu ròng của thị trường nước ngoài. Khi nhu cầu có khả năng thanh toán của các chủ thể này tăng lên, tiền chi tiêu nhiều hơn, giá cả tăng lên. Các lý do cụ thể là:

- *Chi tiêu của chính phủ tăng lên:* Khi chi tiêu của chính phủ tăng lên, tổng cầu có thể tăng lên trực tiếp thông qua các khoản đầu tư vào các lĩnh vực thuộc phạm vi chính phủ quản lý hoặc có thể gián tiếp thông qua các khoản chi phúc lợi xã hội, trợ cấp thất nghiệp tăng lên và kết quả là giá cả hàng hoá tăng lên. Trong trường hợp nhu cầu chi tiêu vượt quá khả năng thu ngân sách và được bù đắp bằng các khoản vay từ hệ thống ngân hàng (bao gồm NHTW và các NHTG) thì rất dễ dẫn đến trường hợp lạm phát cao và kéo dài.
- *Chi dùng của các hộ gia đình tăng lên:* có thể do mức thu nhập thực tế tăng lên hoặc do lãi suất giảm xuống, cả hai đều có tác dụng đẩy tổng cầu lên và gây áp lực đối với lạm phát.

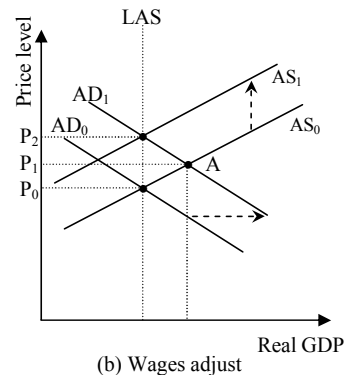
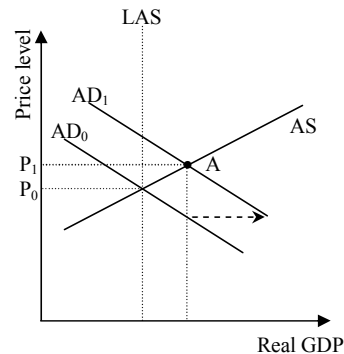
- *Nhu cầu đầu tư của các doanh nghiệp tăng lên*: xuất phát từ dự đoán về triển vọng phát triển kinh tế, về khả năng mở rộng thị trường, hoặc do lãi suất đầu tư giảm, về mặt ngắn hạn nó làm cho mức giá cả tăng lên.
- *Do CSST mở rộng*: làm cho cả MB và MS tăng lên, không chỉ NHTW tăng mức phát hành tiền mà cả hệ thống ngân hàng trung gian cũng mở rộng cho vay, tạo tiền gửi và làm cho tổng phương tiện thanh toán tăng lên. Kết quả là chính phủ, cá nhân và các doanh nghiệp có nhu cầu chi tiêu nhiều hơn, giá cả do vậy tăng nhanh hơn.
- *Các yếu tố liên quan đến nhu cầu của nước ngoài*: như tỷ giá, giá cả hàng hoá nước ngoài so với hàng hoá cùng loại được sản xuất trong nước và thu nhập bình quân của thị trường nước ngoài có những ảnh hưởng quan trọng đến nhu cầu hàng hoá xuất khẩu và do đó đến tổng cầu cũng như mức giá cả nội địa.

Nói tóm lại, *sự tăng lên của nhu cầu trong nước và nước ngoài hoặc việc mở rộng khối lượng tiền cung ứng* sẽ làm tăng nhu cầu có khả năng thanh toán của xã hội, dẫn đến áp lực làm tăng giá cả.

Tuy nhiên, trong điều kiện nền kinh tế chưa đạt mức sản lượng tiềm năng thì việc tăng tổng cầu sẽ làm giá cả tăng ít trong khi sản lượng tăng nhiều, và do đó nó lại trở thành một chính sách lạm phát có hiệu quả để đẩy mạnh khả năng sản xuất của xã hội.

Các nhà kinh tế học đặc biệt chú ý đến loại *lạm phát xảy ra khi nền kinh tế đã đạt mức sản lượng tiềm năng*. Trong trường hợp này, sự tăng lên của tổng cầu bởi các nguyên nhân trên chỉ làm cho giá cả tăng lên trong khi sản lượng không tăng.

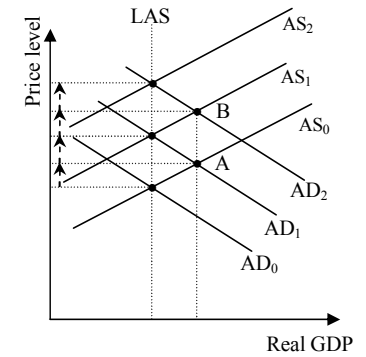
Giá sử vào năm trước, nền kinh tế đã đạt mức sản lượng tiềm năng, và do đó mức công ăn việc làm đầy đủ như trong mô hình bên. Trong năm nay, tổng cầu tăng từ AD_0 tới AD_1 do CSST mở rộng hoặc do mức chi tiêu ngân sách tăng lên, điểm cân bằng mới của nền kinh tế được chuyển tới điểm A. Tại đó, mức giá tăng lên đến P_1 và sản lượng thực tế vượt quá mức sản lượng tiềm năng. Tuy nhiên, điểm cân bằng mới này tồn tại không lâu. Do tỷ lệ thất nghiệp lúc này thấp hơn mức tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên (nền kinh tế đạt mức tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên tại mức sản lượng tiềm năng) nên áp lực tăng lương xuất hiện, làm cho chi phí sản xuất tăng lên, đường tổng cung AS_0 bắt đầu dịch chuyển sang trái



cho tới AS_1 thì dừng lại, khi đó mức sản lượng quay trở về mức sản lượng tiềm năng, giá cả tăng lên tới P_2 .

Nếu tổng cầu tiếp tục tăng, điểm cân bằng mới của nền kinh tế lại được chuyển đến B khi tổng cầu dịch chuyển từ AD_1 tới AD_2 . Mức giá cả và sản lượng thực tế tăng lên, vượt quá mức sản lượng tiềm năng. Quá trình điều chỉnh lương được lặp lại đẩy AS_1 tới AS_2 . Mức giá tiếp tục bị đẩy lên cao khi tổng cầu tiếp tục tăng nhưng sản lượng thực tế vẫn cố định ở mức sản lượng tiềm năng về mặt dài hạn.

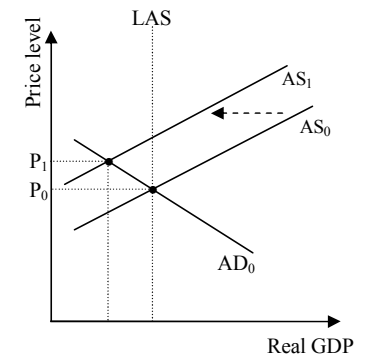
Sự tác động qua lại của việc tăng tiền lương và tăng tổng cầu làm cho mức giá cả bị đẩy lên trong khi mức sản lượng thực tế được duy trì ở mức sản lượng tiềm năng chính là bản chất của lạm phát cầu kéo.



3.2. Lạm phát chi phí đẩy (Cost-push inflation)

Đặc điểm quan trọng của loại lạm phát chi phí đẩy là áp lực làm tăng giá cả xuất phát từ sự tăng lên của chi phí sản xuất vượt quá mức tăng của năng suất lao động và làm giảm mức cung ứng hàng hoá của xã hội. Chi phí sản xuất có thể tăng lên do:

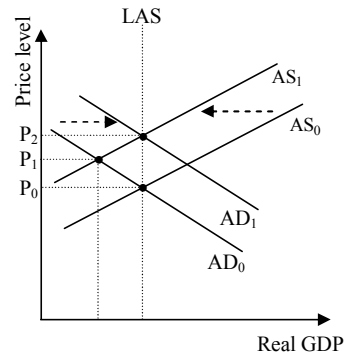
- Mức tăng tiền lương vượt quá mức tăng của năng suất lao động. Tiền lương tăng lên có thể do thị trường lao động trở nên khan hiếm, do yêu cầu đòi tăng lương của công đoàn hoặc do mức lạm phát dự tính tăng lên.
- Sự tăng lên của mức lợi nhuận ròng của người sản xuất đẩy giá cả hàng hoá lên.
- Giá nội địa của hàng nhập khẩu tăng lên, có thể do áp lực lạm phát của nước xuất khẩu hoặc do giá trị nội tệ giảm so với ngoại tệ hoặc do ảnh hưởng của khủng hoảng... Nếu các loại hàng hoá và dịch vụ nhập khẩu này được sử dụng cho nhu cầu tiêu dùng thì nó sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới giá cả nội địa, nếu nó được sử dụng như đầu vào của quá trình sản xuất thì sẽ làm tăng giá thành sản xuất và do đó tăng giá.
- Sự tăng lên của thuế và các khoản nghĩa vụ với ngân sách nhà nước, từ đó ảnh hưởng đến mức sinh lời của hoạt động đầu tư, giá cả tăng lên là tất yếu nhằm duy trì mức sinh lời thực tế.



Các yếu tố trên hoặc là tác động trực tiếp vào mức lương thực tế của người làm công hoặc tác động vào các chi phí ngoài lương, làm tăng chi phí sản xuất, đẩy mức giá bình quân lên trong khi giảm mức sản xuất của xã hội xuống.

Tuy nhiên, các lý do này chỉ dẫn đến sự tăng giá về mặt ngắn hạn. Nhờ cơ chế tự điều chỉnh của thị trường, nếu tổng cầu không thay đổi, mức sản xuất sẽ quay trở về mức sản lượng tiềm năng và giá cả quay về vị trí ban đầu của nó¹²⁴.

Nhưng nếu tổng cầu tăng do chính phủ mong muốn khôi phục lại tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên và mức sản lượng tiềm năng sớm hơn, đường tổng cầu sẽ dịch chuyển đến AD₁ với mức giá tăng lên P₂. Tại mức giá cao hơn, các nguyên nhân làm tăng chi phí lại xuất hiện, quá trình điều chỉnh của tổng cung và sự đáp lại của tổng cầu được lặp lại, làm cho giá cả tiếp tục tăng trong khi mức sản xuất dao động dưới mức sản lượng tiềm năng.



Tóm lại, việc phân tích nguyên nhân lạm phát chỉ ra rằng, giá cả có thể bị đẩy lên do những đột biến về phía cầu hoặc các cú sốc của cung, nhưng sự tăng giá đó chỉ mang tính chất tạm thời, nếu không có sự tác động của các CSTT làm tăng tổng cầu. Sự tăng lên liên tục của tổng cầu xuất phát từ lý do duy nhất là lượng tiền cung ứng tăng lên. Vì thế nếu quan niệm lạm phát là sự tăng giá liên tục với mức độ cao (hơn 1% một tháng và trong vài năm) thì nó luôn luôn là một vấn đề thuộc về tiền tệ.

4. Chính sách tiền tệ lạm phát

(Tham khảo)

4.1. Tác động của tăng cung tiền tới lạm phát

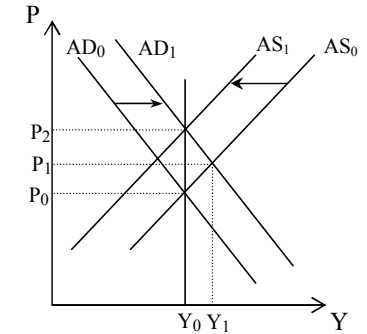
Quan điểm của trường phái trọng tiền

Trường phái trọng tiền, mà người đại diện là Friedman cho rằng: “Lạm phát bao giờ và ở đâu cũng là một hiện tượng tiền tệ” (Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon). Khi tuyên bố như vậy, Friedman hàm ý rằng: Lạm phát bao giờ cũng là kết quả của một sự tăng trưởng kéo dài trong cung ứng tiền tệ. Tuy nhiên, ông cũng nhấn mạnh, những biến động tăng lên trong mức giá cả là một hiện tượng tiền tệ chỉ khi nào những biến động tăng lên đó diễn ra trong một thời gian dài. Cũng vì chúng ta đã định

¹²⁴ Khi tỷ lệ thất nghiệp tăng cao hơn mức thất nghiệp tự nhiên, tiền lương chịu sức ép giảm xuống, tạo điều kiện hạ giá thành sản xuất, nhờ vậy tổng cung có điều kiện phục hồi.

nghĩa về lạm phát là sự tăng lên của mức giá trong thời gian dài nên kết luận của ông là bao hàm khái niệm lạm phát của chúng ta. Ông chứng minh kết luận của mình như sau:

Trong điều kiện nền kinh tế đang đạt trạng thái cân bằng dài hạn tại mức sản lượng tiềm năng và tỷ lệ thất nghiệp tại mức thất nghiệp tự nhiên, nếu *cung tiền tệ tăng lên đều đặn dần dần trong cả năm thì sẽ làm tổng cầu tăng* (đường tổng cầu dịch chuyển sang phải từ AD₀ tới AD₁)¹²⁵. Trong một thời gian rất ngắn, nền kinh tế có thể đạt được mức sản lượng cao hơn mức sản lượng tiềm năng (Y₁>Y₀) và với mức giá cao hơn trước (P₁>P₀). Thế nhưng trên thị trường lao động, nhu cầu sử dụng lao động tăng lên dẫn đến thất nghiệp giảm xuống dưới mức tự nhiên gây áp lực tăng lương, đường tổng cung sẽ nhanh chóng di chuyển vào (cung giảm do chi phí lương tăng). Nó sẽ chỉ dừng khi nào nền kinh tế lại đạt cân bằng tại mức tiềm năng của sản phẩm trên đường tổng cung dài hạn. Ở điểm cân bằng mới, mức giá còn cao hơn trước (P₂>P₁). Cứ như vậy, *cung tiền tệ tăng làm giá cả gia tăng*. Nếu tăng cung tiền tệ kéo dài thì sẽ xuất hiện lạm phát.

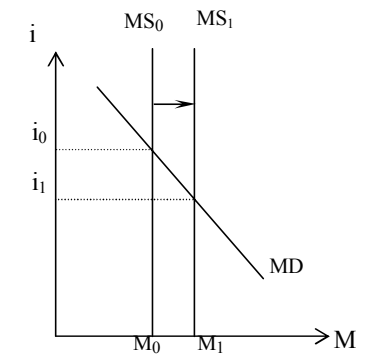


Theo Friedman, ngoài CSTT mở rộng gây ra việc tăng cung tiền kéo dài (gọi là CSTT lạm phát) thì không còn có một nguyên nhân nào khác gây ra hiện tượng giá cả tăng kéo dài. Nói cách khác, tăng cung tiền là nguyên nhân duy nhất gây ra lạm phát.

Quan điểm của trường phái Keynes

Các nhà kinh tế học theo trường phái Keynes cũng đồng ý với quan điểm của Friedman là việc tăng cung tiền sẽ làm tăng tổng cầu dẫn đến tăng giá nhưng lập luận hơi khác một chút: do cung tiền danh nghĩa tăng trong khi lãi suất thì linh hoạt còn giá cả thì biến động chậm trong thời gian ngắn¹²⁶

nên cung tiền thực tế $\frac{MS^n}{P}$ tăng làm lãi suất giảm để kích thích cầu tiền tệ tăng, kết quả thị trường tiền tệ



¹²⁵ Friedman xuất phát từ phương trình MV = PY, do AD = PY mà V thì ít biến đổi và phụ thuộc vào những nhân tố hoàn toàn độc lập với lượng tiền cung ứng nên M tăng bao nhiêu thì AD tăng bấy nhiêu.

¹²⁶ Có hai nguyên nhân khiến giá cả không linh hoạt trong thời gian ngắn: 1) Thứ nhất là do mức giá cả chung bao hàm cả các mức giá cả của nhiều hợp đồng được thoả thuận từ trước đó mà các mức giá cả này thì không thể thay đổi hay điều chỉnh được; 2) Thứ hai là do tâm lý của người mua sẽ không chấp nhận giá tăng đột ngột, nếu tăng như vậy người ta sẽ không mua.

đạt cân bằng với mức lãi suất thấp hơn (i_1). Đến lượt lãi suất thấp sẽ kích thích tiêu dùng và đầu tư làm tổng cầu tăng. Dần dần, nhu cầu cao hơn về hàng hoá sẽ làm tăng giá cả hàng hoá (từ P_0 tới P_1), dẫn đến kích thích tăng cung hàng hoá từ Y_0 lên Y_1 . Một điểm khác nhau nữa là: Friedman và phái trọng tiền cho rằng công nhân cũng như hãng kinh doanh dự đoán được cung tiền tệ tăng và do đó lạm phát dự tính sẽ tăng cao hơn nên sẽ điều chỉnh lương tương ứng làm chi phí sản xuất tăng ngay, vì vậy đường cung sẽ nhanh chóng di chuyển vào và sản lượng sẽ không nhất thiết phải tăng cao hơn mức tiềm năng, còn phái Keynes tin rằng đường tổng cung sẽ di chuyển vào chậm hơn và như vậy thì sẽ có một khoảng thời gian sản lượng của nền kinh tế nằm trên mức tiềm năng.

Các nhà kinh tế học theo trường phái Keynes cũng thừa nhận lạm phát cao và kéo dài chỉ do sự tăng trưởng kéo dài trong mức cung tiền tệ gây ra. Điều này có thể làm cho chúng ta ngạc nhiên vì những phân tích về nguyên nhân của lạm phát ở mục 3 (theo quan điểm trường phái Keynes) cho thấy ngoài cung tiền, một chính sách tài chính kích cầu hoặc một cơn sốc tổng cung cũng là những nguyên nhân làm mức giá chung tăng lên. Để lý giải điều này, chúng ta hãy xem những phân tích sau trên quan điểm trường phái Keynes:

Chính sách tài chính tự nó có thể gây nên lạm phát hay không?

Những lập luận trong phần “lạm phát cầu kéo” - mục 3.1 cho thấy một đợt tăng chi tiêu hoặc giảm thuế của chính phủ sẽ kích thích tổng cầu tăng dẫn đến nền kinh tế cân bằng tại mức giá cao hơn mức giá cân bằng ban đầu - khi chính sách tài chính chưa được thực thi ($AD \uparrow \rightarrow Y$ tăng vượt mức tiềm năng \rightarrow thất nghiệp giảm xuống dưới mức tự nhiên \rightarrow lương $\uparrow \rightarrow$ chi phí sản xuất $\uparrow \rightarrow AS \downarrow \rightarrow Y$ quay trở lại mức tiềm năng). Tuy nhiên, việc tăng một đợt trong chi tiêu chính phủ chỉ tạo ra sự di chuyển một lần của tổng cầu (AD) và do đó đưa đến một sự tăng lên tạm thời của tỷ lệ lạm phát chứ không phải là một mức lạm phát mà trong đó mức giá cả tăng kéo dài vì sau khi nền kinh tế trở lại mức sản lượng tiềm năng như cũ, giá cả không còn tăng nữa, tỷ lệ lạm phát quay trở về số 0. Chỉ khi việc tăng chi tiêu (hoặc giảm thuế) của chính phủ kéo dài thì mới gây ra lạm phát. Thế nhưng một chính sách tài chính kích cầu bằng tăng chi tiêu ngân sách hoặc giảm thuế không thể kéo dài được vì chính phủ không thể chi tiêu lớn hơn 100% GNP (và tương tự cũng không thể giảm thuế xuống dưới 0). Chỉ khi chính sách tài chính của chính phủ được tài trợ bằng biện pháp in tiền làm tăng cung tiền tệ thì mới có thể duy trì lâu dài và gây ra lạm phát. Kết luận của chúng ta là chỉ bản thân chính sách tài chính sẽ không thể gây ra lạm phát nếu không có một sự tăng trưởng cung tiền phía sau¹²⁷.

¹²⁷ Chúng ta cũng có thể có kết luận tương tự với tác động của chi tiêu dùng và đầu tư tới tổng cầu. Mặc dù sự lạc quan của những người tiêu dùng và các nhà kinh doanh về kinh tế sẽ phát triển hơn trong tương lai thúc đẩy việc tăng chi tiêu của họ có thể gây nên việc di chuyển một lần duy nhất trong đường tổng cầu dẫn đến lạm phát tạm thời, nhưng nó không thể gây nên những di chuyển kéo dài của đường tổng cầu và do đó

Cú sốc cung tự nó có thể gây nên lạm phát hay không?

Giả sử có sốc cung do cấm vận dầu mỏ làm tăng giá dầu hoặc công nhân đòi tăng lương thắng lợi, kết quả là chi phí sản xuất tăng, tổng cung giảm (đường tổng cung dịch chuyển sang trái) làm sản lượng giảm xuống dưới mức tiềm năng và giá cả tăng. Như đã phân tích ở phần “lạm phát chi phí đẩy” mục 3.2, do thất nghiệp khi đó ở trên mức tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên nên tiền lương giảm làm chi phí sản xuất giảm, sản xuất phục hồi làm đường tổng cung sau đó di chuyển trở lại trạng thái trước đó và sản lượng trở lại mức tiềm năng. Nền kinh tế trở lại tình trạng công ăn việc làm đầy đủ tại mức giá ban đầu và không xảy ra lạm phát. Như vậy, những cú sốc tiêu cực từ phía tổng cung chỉ làm tăng giá tạm thời mà không gây lạm phát. Kết luận của chúng ta là các hiện tượng về phía cung cũng không phải là nguồn gốc của lạm phát cao¹²⁸.

Tóm lại, những phân tích trên cho thấy lạm phát cao chỉ có thể xảy ra với một tỷ lệ tăng trưởng cung tiền cao. Và với việc thừa nhận rằng lạm phát có nghĩa là một sự tăng kéo dài của mức giá cả với tốc độ cao, đại đa số các nhà kinh tế đồng ý với Milton Friedman rằng “lạm phát bao giờ và ở đâu cũng là một hiện tượng tiền tệ”.

4.2. Tại sao xảy ra CSTT lạm phát

Những phân tích ở trên cho thấy lạm phát luôn là kết quả của một CSTT mở rộng gây ra tình trạng tăng cung tiền tệ kéo dài. Bởi vì mọi nhà hoạch định chính sách đều ý thức rất rõ về tác hại của lạm phát nên việc thực thi một CSTT lạm phát chắc chắn là nhằm theo đuổi những mục tiêu khác mà để đạt được phải áp dụng một tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cao. Trong phần này, chúng ta sẽ xem xét những nguyên nhân gì khiến cho các chính phủ theo đuổi một CSTT lạm phát.

4.2.1. Chỉ tiêu công ăn việc làm cao và lạm phát

Mục tiêu được đa số các chính phủ theo đuổi mà thường gây nên lạm phát là mức công ăn việc làm cao. CSTT lạm phát theo đuổi mục tiêu mức công ăn việc làm cao đã gây ra lạm phát chi phí đẩy và lạm phát cầu kéo như sau:

Lạm phát chi phí đẩy: xảy ra do những cú sốc cung tiêu cực hoặc việc các công nhân đòi tăng lương cao hơn¹²⁹ hoặc các hãng cố đạt được giá cao hơn gây nên. Ảnh hưởng của những tác động từ phía cung này làm tổng cung sụt giảm, đường tổng cung dịch

là làm tăng tỷ lệ lạm phát do mức giá cả tăng lên kéo dài. Lập luận cũng tương tự: những người tiêu dùng và các nhà kinh doanh không thể tăng chi tiêu của họ vượt quá 100% GNP.

¹²⁸ Trong trường hợp mức sản lượng tiềm năng của nền kinh tế thay đổi làm di chuyển đường tổng cung dài hạn, cũng có thể gây nên sự thay đổi từng đợt trong mức giá cả. Tuy nhiên, sự thay đổi đó chỉ đưa đến tình trạng tăng giá tạm thời, chứ không phải là một sự tăng kéo dài của mức giá cả.

¹²⁹ Công nhân quyết định đòi tăng lương bởi vì hoặc là (1) họ muốn tăng lương thực tế (lương tính theo số hàng hoá và dịch vụ mà họ có thể mua được), hoặc là (2) họ dự đoán lạm phát sẽ lên cao và vì vậy họ đòi hỏi được tăng lương danh nghĩa để không giảm lương thực tế.

chuyên vào trong. Sản lượng của nền kinh tế tụt xuống thấp hơn mức sản lượng tiềm năng, thất nghiệp và giá cả tăng lên. Nếu chính sách tài chính và tiền tệ của chính phủ vẫn không thay đổi, dưới tác động của thị trường (như phân tích ở trên) tổng cung sẽ phục hồi trở lại mức sản lượng tiềm năng, giá cả giảm xuống như lúc ban đầu. Chỉ có tăng giá tạm thời.

Tuy nhiên, các nhà hoạch định chính sách năng động với một chỉ tiêu công ăn việc làm cao sẽ không muốn đợi sự điều chỉnh của thị trường vì sợ rằng sự chậm trễ trong điều chỉnh giá và lương có thể khiến quá trình phục hồi sản xuất bị chậm, nền kinh tế sẽ rơi vào tình trạng vừa suy thoái vừa thất nghiệp cao. Họ quyết định thực hiện các chính sách nhằm kích thích tổng cầu tăng để nền kinh tế nhanh chóng trở lại mức sản lượng tiềm năng nhưng phải trả giá là mức giá cả sẽ tăng cao hơn nữa.

Mức giá cả tăng lên sẽ trở thành nguyên nhân đẩy lạm phát chi phí đẩy tiếp tục xảy ra (đường tổng cung lại dịch chuyển vào trong), chẳng hạn do công nhân thấy tiền lương thực tế bị giảm sút hoặc không tăng như mong muốn nên lại đòi tăng lương. Kết quả là chính phủ phải liên tục kích cầu và giá cả tiếp tục leo thang.

Những giới hạn về mức tối đa của chỉ tiêu chính phủ và mức tối thiểu của thuế sẽ ngăn chặn việc sử dụng chính sách tài chính bành trướng như trên trong thời gian dài. Chỉ có bằng cách tài trợ bằng in tiền, các nhà hoạch định chính sách mới có thể theo đuổi mục tiêu của mình. Do đó, lạm phát chi phí đẩy cũng là một hiện tượng tiền tệ vì nó không thể xảy ra mà không có sự chấp nhận một tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cao hơn từ phía các nhà chức trách về tiền tệ.

Lạm phát cầu kéo: xảy ra khi những nhà hoạch định chính sách theo đuổi các chính sách làm tăng tổng cầu. Giả sử các nhà hoạch định chính sách theo đuổi một mục tiêu về tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn mức thất nghiệp tự nhiên¹³⁰, họ sẽ kích cầu bằng chính sách tài chính bành trướng. Như đã phân tích trong phần lạm phát cầu kéo - mục 3.1, điều đó chỉ dẫn đến một sự giảm xuống thấp hơn tỷ lệ tự nhiên mang tính tạm thời của tỷ lệ thất nghiệp, sau khi nền kinh tế điều chỉnh, mức thất nghiệp lại trở về trạng thái trước đó. Các nhà hoạch định chính sách không thu được cái mà họ muốn nên lại tiếp tục kích cầu. Và cái giá phải trả như chúng ta có thể dự đoán được, đó là một mức giá tăng cao kéo dài. Bởi vì sẽ khó theo đuổi mục tiêu như vậy nếu không chấp nhận một tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cao hơn nên lạm phát cầu kéo xảy ra cũng có nguồn gốc tiền tệ.

Theo đuổi một chỉ tiêu sản phẩm quá cao, hoặc một cách tương đương là một tỷ lệ thất nghiệp quá thấp là nguồn gốc sinh ra CSTT lạm phát. Vì các nhà hoạch định chính sách thường không thể nhận ra được sai lầm của mình ngay (sự chậm trễ trong thu thập số liệu

¹³⁰ Điều này hoàn toàn có thể xảy ra vì nhiều khi việc xác định chính xác một mức thất nghiệp tự nhiên là không dễ dàng và có thể chịu ảnh hưởng bởi những tham vọng quá lớn về triển vọng của nền kinh tế.

khiến họ chỉ nhận ra khi lạm phát đã bùng nổ) nên kết quả là họ đã không thu được điều “tốt” là một mức sản phẩm cao hoặc tỷ lệ thất nghiệp thấp như mong muốn ban đầu mà lại gây ra điều “xấu” là một cuộc lạm phát.

Để phân biệt trên thực tế lúc nào CSTT gây nên lạm phát cầu kéo, lúc nào gây nên lạm phát chi phí đẩy người ta dựa vào căn cứ sau: lạm phát cầu kéo sẽ đi liền với những thời kỳ mà thất nghiệp thấp hơn mức tỷ lệ tự nhiên, trong khi lạm phát chi phí đẩy đi liền với những thời kỳ mà thất nghiệp cao hơn mức tỷ lệ tự nhiên. Vì vậy để biết được loại lạm phát nào đang xảy ra, hãy nhìn vào tình hình thất nghiệp là cao hơn hay thấp hơn mức tỷ lệ tự nhiên. Tuy nhiên, điều này sẽ chỉ dễ dàng nếu các nhà kinh tế và các nhà hoạch định chính sách thực sự biết cách đo lường được tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, nhưng không may là vấn đề đó vẫn chưa được ngành kinh tế học giải quyết đầy đủ. Thêm vào đó, sự phân biệt giữa hai loại lạm phát đó bị lu mờ đi bởi vì lạm phát chi phí đẩy có thể do lạm phát cầu kéo gây nên. Khi lạm phát cầu kéo gây nên tỷ lệ lạm phát cao hơn, thì lạm phát dự tính tăng lên và làm cho công nhân đòi tăng lương để tiền lương thực tế của họ không giảm, kết quả là lạm phát cầu kéo có thể gây nên lạm phát chi phí đẩy.

4.2.2. *Thâm hụt ngân sách và lạm phát*

Một nguyên nhân khác có thể gây nên CSTT lạm phát là thâm hụt ngân sách. Thâm hụt ngân sách thường được tài trợ bằng hai cách: vay từ dân bằng cách bán trái phiếu kho bạc cho công chúng, và phát hành tiền bằng cách bán trái phiếu kho bạc cho NHTW.

Việc tài trợ cho thâm hụt ngân sách bằng biện pháp “in tiền” sẽ làm tăng lượng tiền cung ứng và do vậy có thể gây nên lạm phát. Tuy nhiên việc tài trợ cho thâm hụt ngân sách bằng chỉ một đợt tăng cung tiền thì chưa thể gây ra lạm phát vì giá cả chỉ tăng tạm thời. Thế nhưng thâm hụt nhiều trong ngân sách sẽ làm tăng cảm dỗ “in tiền” trong dài hạn (do việc “in tiền” có thể thực hiện một cách kín đáo). Thâm hụt dai dẳng của ngân sách khó tránh khỏi việc “in tiền”. Giả sử chính phủ cố gắng chịu đựng thâm hụt cao dai dẳng và trang trải thâm hụt chỉ bằng cách phát hành trái phiếu. Khi lượng trái phiếu tăng lên, khoản trả lãi cho những món nợ hiện hữu của chính phủ cũng tăng lên. Điều này làm cho thâm hụt ngân sách tăng lên nên đòi hỏi phát hành trái phiếu nhiều hơn nữa. Và chính phủ có thể phải đưa ra một lãi suất cao hơn để buộc nhân dân nắm giữ những khoản nợ ngày càng lớn của chính phủ. Như vậy có thể xảy ra là tiền trả lãi cho các khoản nợ hiện hữu và do đó quy mô thâm hụt của khu vực công cộng trở nên lớn đến mức mà không thể bù đắp thâm hụt chỉ bằng việc phát hành các trái phiếu mà thôi. Nếu vậy thì trừ khi chính phủ có biện pháp tài khoá để giảm thâm hụt, chính phủ sẽ không còn có cách lựa chọn nào khác ngoài việc dùng cách “in tiền” để trang trải thâm hụt.

Tóm lại, thâm hụt ngân sách có thể là một nguồn gốc gây nên lạm phát chỉ khi nào: (1)

đó là một thâm hụt dai dẳng chứ không phải là tạm thời và (2) khi chính phủ trang trải thâm hụt bằng tạo thêm tiền chứ không phải là phát hành trái phiếu ra công chúng¹³¹.

5. Các biện pháp kiềm chế lạm phát

5.1. Giá của chính sách chống lạm phát

Những tác động của lạm phát đối với việc phân phối lại thu nhập, sản lượng, sự phân bổ nguồn lực và hiệu quả kinh tế thường xảy ra đối với loại lạm phát cao và không dự đoán trước được. Mặc dù những ảnh hưởng của loại lạm phát này là hiển nhiên, các nhà hoạch định chính sách vẫn phải đặt câu hỏi: nên làm cho nền kinh tế thích ứng với lạm phát hay cố gắng thủ tiêu lạm phát bằng các biện pháp cứng rắn. Câu trả lời thực sự không dễ dàng, nó tùy vào thực trạng của nền kinh tế, mức độ lạm phát và sự nhạy cảm của các biến số kinh tế vĩ mô đối với sự thay đổi của 1% lạm phát. Về mặt ngắn hạn, theo quy luật Okun được rút ra từ sự khảo sát nền kinh tế Mỹ vào thập kỷ 70, cứ 1% giảm lạm phát sẽ kéo theo 2% tăng lên của tỷ lệ thất nghiệp so với tỷ lệ tự nhiên và 4% giảm đi của GDP thực tế so với GDP tiềm năng. Tỷ lệ “hy sinh” này khác nhau tùy vào thực trạng kinh tế của từng nước. Có thể tham khảo tỷ lệ phần trăm sản lượng bị giảm để đánh đổi tỷ lệ lạm phát giảm 1% ở một số nước trong bảng dưới đây:

Nước	Tỷ lệ %
Australia	1,00
Canada	1,50
Pháp	0,75
Đức	2,95
Italia	1,74
Nhật	0,93
Thụy sĩ	1,57
Anh	0,79
Mỹ	2,39

Nguồn: Kinh tế học về tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính, F.S.Mishkin, 1997

5.2. Các giải pháp giảm tỷ lệ lạm phát

Về mặt dài hạn, việc kiềm chế lạm phát, giữ giá trị tiền tệ ổn định sẽ tạo điều kiện tăng

¹³¹ Các nước đang phát triển không có thị trường vốn phát triển tốt như Mỹ nên khó vay công chúng bằng phát hành trái phiếu chính phủ nên chỉ còn cách in tiền. Ngay cả có thị trường vốn thì nếu thâm hụt dai dẳng cũng sẽ làm cho thị trường vốn không kham nổi số trái phiếu chính phủ bán ra. Còn thị trường vốn của Mỹ có thể kham được số trái phiếu lớn song Fed lại có chủ trương giữ lãi suất thấp. Việc phát hành thêm trái phiếu chính phủ có thể gây áp lực buộc lãi suất tăng, Fed lại phải bằng nghiệp vụ thị trường mở để mua trái phiếu chính phủ vào nhằm giảm lãi suất, kết quả là tiền tung ra và nguy cơ lạm phát xuất hiện.

sản lượng thực tế và giảm thất nghiệp. Vì thế duy trì sự ổn định tiền tệ là mục tiêu dài hạn của bất kỳ nền kinh tế nào. Nhưng trong từng thời kỳ việc lựa chọn các giải pháp kiềm chế lạm phát cũng như liều lượng tác động của nó phải phù hợp với yêu cầu tăng trưởng và các áp lực xã hội mà nền kinh tế phải gánh chịu. Chính phủ các nước có thể chọn chiến lược giảm lạm phát từ từ, ít gây biến động cho nền kinh tế hoặc chiến lược giảm tỷ lệ lạm phát nhanh chóng tạo nên sự giảm mạnh về sản lượng trong quá trình điều chỉnh. Việc đưa ra các giải pháp chống lạm phát thường xuất phát từ sự phân tích đúng đắn nguyên nhân gây nên lạm phát bao gồm những nguyên nhân sâu xa và nguyên nhân trực tiếp. Nguyên nhân trực tiếp của bất kỳ cuộc lạm phát nào cũng xuất phát từ các lý do đẩy tổng cầu tăng quá mức hoặc làm tăng chi phí sản xuất khiến tổng cung giảm. Tuy nhiên nguồn gốc phát sinh các lý do làm dịch chuyển đường tổng cầu và đường tổng cung lại rất khác nhau ở các cuộc lạm phát khác nhau: có thể là do cơ chế quản lý kinh tế không phù hợp, nền kinh tế thiếu tính cạnh tranh và do đó không hiệu quả, cơ cấu kinh tế mất cân đối, các năng lực sản xuất không được khai thác, trình độ lao động và công nghệ lạc hậu... Để giải quyết những nguyên nhân sâu xa này cần phải có thời gian và đi kèm với các cuộc cải cách lớn. Thông thường để tác động vào các nguyên nhân trực tiếp của lạm phát và kiềm chế lạm phát ở tỷ lệ mong muốn, chính phủ các nước sử dụng một hệ thống các giải pháp nhằm làm giảm sự gia tăng của tổng cầu hoặc khắc phục các nguyên nhân làm gia tăng chi phí.

5.2.1. Nhóm giải pháp tác động vào tổng cầu

Các giải pháp này nhằm hạn chế sự gia tăng quá mức của tổng cầu.

- Trước hết là thực hiện một CSTT thắt chặt do nguyên nhân cơ bản của lạm phát cầu kéo là sự gia tăng của khối lượng tiền cung ứng. Sự hạn chế cung ứng tiền sẽ có hiệu quả ngay đến sự giảm sút của nhu cầu có khả năng thanh toán của xã hội. Một CSTT thắt chặt được bắt đầu bằng việc kiểm soát và hạn chế cung ứng tiền cơ sở (MB), từ đó mà hạn chế khả năng mở rộng tín dụng của hệ thống ngân hàng trung gian. Lãi suất ngân hàng và lãi suất thị trường tăng lên sau đó sẽ làm hạn chế nhu cầu tiêu dùng và đầu tư, làm giảm áp lực đối với hàng hoá và dịch vụ cung ứng. Cùng với việc thực thi CSTT thắt chặt là sự kiểm soát gắt gao chất lượng tín dụng cung ứng nhằm hạn chế khối lượng tín dụng, đồng thời đảm bảo hiệu quả của kênh cung ứng tiền cũng như chất lượng của việc sử dụng tiền tệ.
- Kiểm soát chi tiêu của ngân sách nhà nước từ trung ương đến địa phương nhằm đảm bảo tiết kiệm và hiệu quả trong chi tiêu ngân sách: rà soát lại cơ cấu chi tiêu, cắt giảm các khoản đầu tư không có tính khả thi và các khoản chi phúc lợi vượt quá khả năng của nền kinh tế, cải tiến lại bộ máy quản lý nhà nước vốn cồng kềnh, không hiệu quả, gây lãng phí ngân sách. Khai thác các nguồn thu, đặc biệt là thu

thuế nhằm giảm mức bội chi, cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước ... Và cuối cùng là hạn chế phát hành tiền để bù đắp thiếu hụt ngân sách.

- Thực hiện chính sách khuyến khích tiết kiệm, giảm tiêu dùng. Lãi suất danh nghĩa được đưa lên cao hơn tỷ lệ lạm phát để hấp dẫn người gửi tiền. Biện pháp này thường được sử dụng trong trường hợp lạm phát cao và có tác động tức thời. Tuy nhiên, trong thời gian áp dụng chính sách lãi suất cao, cần có sự điều chỉnh linh hoạt cho phù hợp với mức độ biến động của lạm phát và hạn chế hậu quả tiềm tàng cho các tổ chức nhận tiền gửi.
- Trong điều kiện nền kinh tế mở, sự can thiệp vào tỷ giá nhằm điều chỉnh tỷ giá tăng dần dần (chứ không để tăng lên ngay) theo mức độ lạm phát cũng được sử dụng như một giải pháp nhằm giảm cầu do tỷ giá tăng khiến giá hàng xuất khẩu rẻ đi làm tăng nhu cầu xuất khẩu dẫn đến tăng tổng cầu và do đó là tăng sức ép lên giá. Mặt khác, việc điều chỉnh tỷ giá từ từ cũng sẽ làm cho giá nội địa của hàng nhập khẩu không tăng nhanh quá, giảm bớt áp lực tăng mặt bằng giá trong nước. Đối với những nước phụ thuộc vào hàng nhập khẩu, điều này đặc biệt có ý nghĩa. Tuy nhiên, hành động can thiệp này có thể làm cạn kiệt nguồn dự trữ ngoại tệ vì phải bán ra để kim hãm tỷ giá tăng. Chính vì thế việc sử dụng giải pháp này cũng cần cân nhắc đến khả năng dự trữ ngoại hối cũng như khả năng phục hồi nguồn dự trữ của quốc gia.

5.2.2. Nhóm giải pháp tác động vào tổng cung

- Giải pháp quan trọng nhất là tác động vào mối quan hệ giữa mức tăng tiền lương và mức tăng của năng suất lao động xã hội. Thực chất là thiết lập một cơ chế để đảm bảo mức chi trả tiền lương phù hợp với hiệu quả kinh doanh của từng doanh nghiệp cũng như toàn bộ nền kinh tế. Sự thành công của cơ chế này sẽ hạn chế những đòi hỏi tăng tiền lương (chi phí chủ yếu trong giá thành sản phẩm) bất hợp lý dẫn đến vòng luẩn quẩn: tăng lương → tăng tiền → tăng giá → tăng lương... Việc thiết lập cơ chế tiền lương trong khuôn khổ hiệu quả kinh doanh được thực hiện bằng các phương pháp khác nhau: có thể nhà nước tham gia ấn định các mức thu nhập một cách đơn phương (Mỹ), có thể trên cơ sở thoả thuận giữa nhà nước, giới chủ và tổ chức công đoàn để xây dựng một hệ thống các mức thu nhập (Thụy điển, Úc) hoặc thoả thuận tiền lương được thực hiện ngay tại cơ sở kinh doanh giữa giới chủ và đại diện công đoàn. Chính sách kiểm soát giá cả phải được tiến hành đồng thời với cơ chế tiền lương nhằm hạn chế sự biến động của tiền lương thực tế, tránh rơi vào vòng xoáy: lạm phát → tăng lương → tăng giá → tăng tiền.
- Các giải pháp tác động vào chi phí ngoài lương nhằm sử dụng tiết kiệm và hiệu quả như: Xây dựng định mức tiêu hao nguyên liệu và kỷ luật lao động nhằm tôn

trọng định mức đó; Hợp lý hoá nguồn khai thác, vận chuyển và sử dụng nguyên liệu; Hạn chế tối đa các chi phí trung gian làm tăng giá nguyên liệu. Trong trường hợp sử dụng nguyên liệu nhập ngoại, cần quan tâm tới những ảnh hưởng bên ngoài đến giá nhập khẩu và có xu hướng tìm nguyên liệu thay thế nếu giá tăng quá cao, sự giúp sức của chính sách tỷ giá cũng như thuế nhập khẩu đóng một vai trò quan trọng trong việc giảm giá nội địa nguyên liệu nhập. Ngoài ra, các chi phí quản lý gián tiếp cũng như các chi phí liên quan đến việc bố trí dây truyền công nghệ bất hợp lý cũng phải được xem xét và giảm thiểu tối đa.

5.2.3. Nhóm giải pháp nhằm mở rộng khả năng cung ứng hàng hoá

- Giải pháp tình thế và tác động tức thời đến cân đối tiền hàng là nhập khẩu hàng hoá, nhất là các hàng hoá đang khan hiếm, góp phần làm giảm áp lực đối với giá cả. Tuy nhiên giải pháp này chứa đựng những nguy cơ tiềm tàng: làm cạn kiệt nguồn dự trữ quốc tế, tạo thói quen dùng hàng ngoại và đặc biệt làm suy giảm sức sản xuất trong nước.
- Tăng khả năng sản xuất hàng hoá trong nước được coi là giải pháp chiến lược cơ bản nhất, tạo cơ sở ổn định tiền tệ một cách vững chắc. Thực chất đây là giải pháp nhằm tăng mức sản lượng tiềm năng của xã hội. Đây là chiến lược dài hạn tập trung vào việc khai thác triệt để năng lực sản xuất của xã hội, nâng cao trình độ của lực lượng lao động, đổi mới thiết bị, hiện đại hoá dây truyền sản xuất và quan trọng nhất là đổi mới cơ chế quản lý kinh tế, khuyến khích cạnh tranh và hiệu quả.

Chương 6. Lãi suất

1. Khái niệm

Lãi suất là giá cả của quyền sử dụng một đơn vị vốn vay trong một đơn vị thời gian (1 tháng hoặc 1 năm). Đây là loại giá cả đặc biệt, được hình thành trên cơ sở giá trị sử dụng chứ không phải trên cơ sở giá trị. Giá trị sử dụng của khoản vốn vay là khả năng mang lại lợi nhuận cho người đi vay khi sử dụng vốn vay trong hoạt động kinh doanh hoặc mức độ thoả mãn một hoặc một số nhu cầu nào đó của người đi vay. Khác với giá cả hàng hoá, lãi suất không được biểu diễn dưới dạng số tuyệt đối mà dưới dạng tỷ lệ phần trăm. Lãi suất (interest rate) cũng được xem là tỷ lệ sinh lời (rate of return) mà người chủ sở hữu thu được từ khoản vốn cho vay.

Diễn biến của lãi suất có ảnh hưởng trực tiếp đến đời sống hàng ngày của mỗi chủ thể kinh tế. Nó tác động đến những quyết định của các cá nhân như chi tiêu hay để dành, mua nhà hay mua trái phiếu hay gửi tiền vào một tài khoản tiết kiệm. Lãi suất cũng tác động đến những quyết định kinh tế của các doanh nghiệp như: dùng tiền để đầu tư mua thiết bị mới cho các nhà máy hoặc để gửi tiết kiệm trong một ngân hàng. Do những ảnh hưởng đó, lãi suất là một trong những biến số được theo dõi chặt chẽ nhất trong nền kinh tế và diễn biến của nó được đưa tin hầu như hàng ngày trên báo chí.

2. Các loại lãi suất

2.1. Căn cứ vào tính chất của khoản vay, có các loại phổ biến sau:

2.1.1. Lãi suất tiền gửi ngân hàng: là lãi suất ngân hàng trả cho các khoản tiền gửi vào ngân hàng. Lãi suất tiền gửi ngân hàng có nhiều mức khác nhau tùy thuộc vào loại tiền gửi (không kỳ hạn, tiết kiệm...), thời hạn gửi và quy mô tiền gửi¹³².

2.1.2. Lãi suất tín dụng ngân hàng: là lãi suất mà người đi vay phải trả cho ngân hàng khi đi vay từ ngân hàng. Lãi suất tín dụng ngân hàng cũng có nhiều mức tùy theo loại hình vay (vay thương mại, vay trả góp, vay qua thẻ tín dụng...), theo mức độ quan hệ giữa ngân hàng và khách hàng... và phụ thuộc cả vào sự thoả thuận giữa hai bên.

Đối với các ngân hàng thương mại, hai loại lãi suất này hình thành nên những khoản thu nhập và chi phí chủ yếu của ngân hàng.

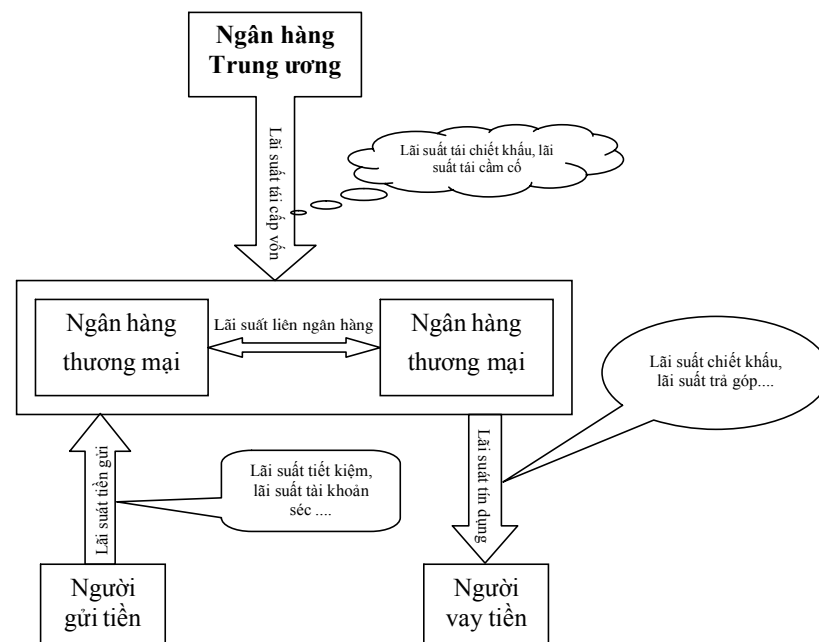
2.1.3. Lãi suất chiết khấu: áp dụng khi ngân hàng cho khách hàng vay dưới hình thức chiết khấu thương phiếu hoặc giấy tờ có giá khác chưa đến hạn thanh toán của khách hàng. Nó được tính bằng tỷ lệ phần trăm trên mệnh giá của giấy tờ có giá và được khấu

trừ ngay khi ngân hàng đưa tiền vay cho khách hàng. Như vậy lãi suất chiết khấu được trả trước cho ngân hàng chứ không trả sau như lãi suất tín dụng thông thường.

2.1.4. Lãi suất tái chiết khấu: áp dụng khi ngân hàng trung ương cho các ngân hàng trung gian vay dưới hình thức chiết khấu lại thương phiếu hoặc giấy tờ có giá ngắn hạn chưa đến hạn thanh toán của các ngân hàng này. Nó cũng được tính bằng tỷ lệ phần trăm trên mệnh giá của giấy tờ có giá và cũng được khấu trừ ngay khi ngân hàng trung ương cấp tiền vay cho ngân hàng.

Lãi suất tái chiết khấu do ngân hàng trung ương ấn định căn cứ vào mục tiêu, yêu cầu của chính sách tiền tệ trong từng thời kỳ và chiều hướng biến động lãi suất trên thị trường liên ngân hàng.

Vì hoạt động tái chiết khấu cung ứng nguồn vốn cho các ngân hàng trung gian nên thông thường lãi suất tái chiết khấu nhỏ hơn lãi suất chiết khấu. Tuy nhiên trong trường hợp cần hạn chế khả năng mở rộng tín dụng của hệ thống ngân hàng, nhằm kiềm chế đẩy lùi lạm phát hoặc phạt các ngân hàng trung gian trong trường hợp vi phạm các yêu cầu về thanh toán, ngân hàng trung ương có thể ấn định lãi suất tái chiết khấu bằng thậm chí cao hơn lãi suất chiết khấu của hệ thống ngân hàng.



2.1.5. Lãi suất liên ngân hàng: là lãi suất mà các ngân hàng áp dụng khi cho nhau vay trên thị trường liên ngân hàng. Lãi suất liên ngân hàng được hình thành qua quan hệ cung

¹³² Ví dụ lãi suất tiền gửi tiết kiệm kỳ hạn 24 tháng của VCB là 8.4%/năm cho các khoản tiền gửi dưới 50 triệu, 8.52% với khoản tiền từ 50 triệu đến dưới 200 triệu và 8.76% cho các khoản tiền gửi trên 200 triệu.

cầu vốn vay trên thị trường liên ngân hàng và chịu sự chi phối bởi lãi suất cho các ngân hàng trung gian vay của ngân hàng trung ương. Mức độ chi phối này phụ thuộc vào sự phát triển của hoạt động thị trường mở và tỷ trọng sử dụng vốn vay ngân hàng trung ương của các ngân hàng trung gian.

2.1.6. Lãi suất cơ bản: là lãi suất được các ngân hàng sử dụng làm cơ sở để ấn định mức lãi suất kinh doanh của mình.

Lãi suất cơ bản được hình thành khác nhau tùy từng nước, nó có thể do Ngân hàng trung ương ấn định (như ở Nhật - là mức lãi suất cho vay thấp nhất); hoặc có thể do bản thân các ngân hàng tự xác định căn cứ vào tình hình hoạt động cụ thể của ngân hàng mình (ở Mỹ, Anh, Úc - đó là mức lãi suất áp dụng cho khách hàng có mức rủi ro thấp nhất); hoặc căn cứ vào mức lãi suất cơ bản của một số ngân hàng đứng đầu rồi \pm biên độ dao động theo một tỷ lệ % nhất định để hình thành lãi suất cơ bản của mình (Malaysia); một số nước lại sử dụng lãi suất liên ngân hàng làm lãi suất cơ bản (Singapore, Pháp - vì thực chất lãi suất cơ bản của các ngân hàng rất gần với mức lãi suất thị trường liên ngân hàng nếu không như vậy hoạt động Arbitrage về lãi suất sẽ diễn ra để đưa lại trạng thái cân bằng lãi suất).

Mặc dù khác nhau, lãi suất cơ bản của hầu hết các nước đều hình thành trên cơ sở thị trường và có một mức lợi nhuận bình quân cho phép. Khi áp dụng đối với các đối tượng có mức rủi ro khác nhau, mức lãi suất kinh doanh sẽ khác nhau vì sự biến động của mức bù rủi ro.

2.2. Căn cứ vào giá trị thực của tiền lãi thu được

2.2.1. Lãi suất danh nghĩa (Nominal interest rate): là lãi suất tính theo giá trị danh nghĩa của tiền tệ vào thời điểm xem xét hay nói cách khác là loại lãi suất chưa loại trừ đi tỷ lệ lạm phát. Lãi suất danh nghĩa thường được công bố chính thức trong các hợp đồng tín dụng và ghi rõ trên công cụ nợ.

2.2.2. Lãi suất thực (Real interest rate): là lãi suất được điều chỉnh lại cho đúng theo những thay đổi về lạm phát, hay nói cách khác, là lãi suất đã loại trừ đi tỷ lệ lạm phát.

☛ Lãi suất thực có hai loại:

- *Lãi suất thực tính trước* (dự tính): là lãi suất được điều chỉnh lại cho đúng theo những thay đổi dự tính về lạm phát¹³³.
- *Lãi suất thực tính sau*: là lãi suất được điều chỉnh lại cho đúng theo những thay đổi trên thực tế về lạm phát.

¹³³ Tỷ lệ lạm phát dự tính được xác định trên cơ sở xem xét tỷ lệ lạm phát trong quá khứ cùng các dữ kiện hiện tại về tình hình ngân sách nhà nước, chính sách tiền tệ, những triển vọng trong phát triển kinh tế, tình hình chính trị và những nhân tố khác có ảnh hưởng tới lạm phát.

☛ Quan hệ giữa lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa được phản ánh bằng phương trình Fisher¹³⁴:

$$\text{Lãi suất danh nghĩa} = \text{lãi suất thực} + \text{tỷ lệ lạm phát}^{135}$$

Vì được điều chỉnh lại cho đúng theo những thay đổi về lạm phát nên lãi suất thực phản ánh chính xác khoản thu nhập thực tế từ tiền lãi mà người cho vay nhận được hay chi phí thực của việc vay tiền.

Sự phân biệt giữa lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa có một ý nghĩa rất quan trọng. Bởi lẽ, chính lãi suất thực chứ không phải lãi suất danh nghĩa ảnh hưởng đến đầu tư, đến việc tái phân phối thu nhập giữa những con nợ và chủ nợ, sự lưu thông về vốn ngắn hạn giữa các nước khác nhau. Đối với người có tiền, nhờ đoán biết được lãi suất thực mà họ quyết định nên gửi vào ngân hàng hay mang đi kinh doanh trực tiếp. Còn đối với người cần vốn, nếu dự đoán được tương lai có lạm phát mà trong suốt thời gian đó lãi suất cho vay không đổi hoặc có tăng nhưng tốc độ tăng không bằng lạm phát tăng thì họ có thể yên tâm vay để kinh doanh mà không sợ lỗ do có trượt giá khi trả nợ.

☛ Với các nước mà khoản thu nhập từ hoạt động tín dụng phải chịu thuế thì trong công thức tính lãi suất thực từ lãi suất danh nghĩa ngoài tỷ lệ lạm phát dự tính người ta còn phải trừ cả khoản thuế thu nhập đó (lãi suất thực sau thuế sẽ bằng $i \times (1 - r) - \pi^e$ với r là mức thuế thu nhập).

2.3. Căn cứ vào tính linh hoạt của lãi suất qui định:

2.3.1. Lãi suất cố định: là lãi suất được qui định cố định trong suốt thời hạn vay. Nó có ưu điểm là số tiền lãi được cố định và biết trước, nhưng nhược điểm là bị ràng buộc vào một mức lãi suất nhất định trong một khoảng thời gian dù cho lãi suất thị trường đã thay đổi.

2.3.2. Lãi suất thả nổi: là lãi suất được qui định là có thể lên xuống theo lãi suất thị trường trong thời hạn tín dụng (báo trước hoặc không báo trước). Lãi suất thả nổi vừa chứa đựng cả rủi ro lẫn lợi nhuận. Khi lãi suất tăng lên người đi vay bị thiệt trong khi người cho vay được lợi, ngược lại với trường hợp lãi suất giảm xuống.

Thường thì lãi suất được qui định cố định trong từng kỳ hạn tín dụng, khi chuyển sang kỳ hạn khác thì lại theo lãi suất thị trường tại thời điểm bắt đầu kỳ hạn mới. Ví dụ lãi suất tiền gửi 3 tháng là 0,5%/tháng sẽ không đổi trong suốt 3 tháng, nhưng nếu gửi tiếp kỳ hạn

¹³⁴ Lấy theo tên của nhà kinh tế học Irving Fisher đã tìm ra phương trình này.

¹³⁵ $1 + i_n = (1 + i_r)(1 + \pi^e)$. Giả thiết đầu tư 1 USD với lãi suất thực i_r trong 1 năm thu được $(1 + i_r)$ USD. Trong điều kiện có lạm phát với tỷ lệ lạm phát là π^e thì để mua được cùng một lượng giá trị hàng hoá như cũ, cần có một số tiền gấp $(1 + \pi^e)$ lần, vì vậy mức thu nhập danh nghĩa trong điều kiện có lạm phát cũng phải là $(1 + i_r)(1 + \pi^e)$ và nó phải bằng tiền lãi thu được tính theo lãi suất danh nghĩa i_n .

3 tháng nữa thì sẽ theo lãi suất hiện hành vào thời điểm bắt đầu kỳ hạn mới. Tuy nhiên, với các kỳ hạn dài, ví dụ các khoản vay trung hạn (5 năm) thì lãi suất có thể qui định cố định trong suốt 1 năm, sau đó sẽ áp dụng lãi suất hiện hành vào năm tiếp theo.

2.4. Căn cứ vào loại tiền cho vay:

2.4.1. Lãi suất nội tệ: là lãi suất cho vay và đi vay đồng nội tệ.

2.4.2. Lãi suất ngoại tệ: là lãi suất cho vay và đi vay đồng ngoại tệ.

Mối liên hệ giữa hai loại lãi suất này được thể hiện qua phương trình sau:

$$i_D = i_F + \Delta E^e$$

trong đó:

i_D : lãi suất nội tệ

i_F : lãi suất ngoại tệ

ΔE^e : mức tăng giá dự tính của tỷ giá hối đoái hay đồng ngoại tệ

Phương trình này được hình thành trên cơ sở lập luận: Lợi tức dự tính của việc nắm giữ các khoản tiền gửi bằng nội tệ phải bằng lợi tức dự tính của việc nắm giữ các khoản tiền gửi bằng ngoại tệ. Nếu tồn tại sự chênh lệch về mức lợi tức dự tính, sẽ xuất hiện sự di chuyển vốn từ loại tiền gửi này sang loại tiền gửi kia để được hưởng mức lợi tức cao hơn. Kết quả của sự di chuyển này là lợi tức dự tính của các khoản tiền gửi sẽ được điều chỉnh lại dưới ảnh hưởng của quan hệ cung cầu. Kết quả là sự cân bằng sẽ được lập lại. Vì mức lợi tức dự tính của việc nắm giữ các khoản tiền gửi bằng nội tệ là lãi suất nội tệ, còn mức lợi tức dự tính của việc nắm giữ các khoản tiền gửi bằng ngoại tệ là lãi suất ngoại tệ cộng với mức tăng giá dự tính của đồng ngoại tệ, nên chúng ta có phương trình trên.

Tuy nhiên, phương trình này chỉ tồn tại trong điều kiện chế độ tự do ngoại hối, tức là được tự do chuyển đổi từ đồng nội tệ sang ngoại tệ và ngược lại. Nếu quản lý ngoại hối chặt chẽ thì sẽ vẫn tồn tại chênh lệch vì vốn không chuyển đổi giữa hai loại tiền được.

2.5. Căn cứ vào nguồn tín dụng trong nước hay quốc tế:

2.5.1. Lãi suất trong nước hay lãi suất địa phương (National interest rate): là lãi suất áp dụng trong các hợp đồng tín dụng trong một quốc gia.

2.5.2. Lãi suất quốc tế (International interest rate): là lãi suất áp dụng trong các hợp đồng tín dụng quốc tế.

⊗ Các hợp đồng tín dụng quốc tế áp dụng mức lãi suất của thị trường quốc gia nào thì lãi suất của thị trường quốc gia đó trở thành lãi suất quốc tế.

⊗ Lãi suất địa phương chịu ảnh hưởng của lãi suất quốc tế. Nếu thị trường vốn địa phương đó mà tự do thì lãi suất địa phương sẽ lên xuống theo lãi suất quốc tế.

⊗ LIBOR (London Interbank Offered Rate): lãi suất của Liên ngân hàng London¹³⁶ công bố vào 11h trưa hàng ngày tại London. Đây là lãi suất cho vay ngắn hạn (1, 3, 6, 12 tháng), thường được sử dụng làm lãi suất tham khảo trong các hợp đồng tín dụng quốc tế. Ngoài ra còn có lãi suất NIBOR của thị trường NewYork, TIBOR của thị trường Tokyo, SIBOR của thị trường Singapore.

3. Phương pháp xác định lãi suất

Trên thực tế, do sự đa dạng trong *cách thức trả lãi* của các công cụ nợ (debt instruments) (trả lãi đầu kỳ hay cuối kỳ, trả tất cả lãi một lần hay chia ra từng phần để trả) mà lãi suất công bố trong các công cụ này không phải lúc nào cũng phản ánh chính xác mức sinh lời từ khoản vốn mà nhà đầu tư đã bỏ ra (chi trừ một số trường hợp cá biệt sẽ thấy rõ sau). Cùng một mức lãi suất công bố nhưng nếu cách thức trả lãi khác nhau thì số tiền cuối cùng người đầu tư nhận được cũng sẽ khác nhau. Vì vậy, cần thiết phải xây dựng một *phép đo lãi suất* mới cho phép xác định chính xác hơn giá cả của quyền sử dụng một đơn vị vốn vay hay mức sinh lời từ một đồng vốn đầu tư vào công cụ nợ. Không chỉ vậy, lãi suất xác định bằng phép đo mới này phải thống nhất giữa các công cụ nợ có cách thức trả lãi khác nhau, tức là các công cụ nợ có cách thức trả lãi khác nhau nếu có cùng mức lãi suất xác định theo phương pháp này thì phải bằng nhau về mức sinh lời.

3.1. Phương pháp tính lãi

Trước khi xây dựng phép đo, cần phải xác định *phương pháp tính lãi* làm cơ sở cho phép đo mới. Hãy cùng xem xét ví dụ sau:

Gửi tiết kiệm 100.000đ, kỳ hạn 3 tháng, lãi suất 0,5%/tháng. Hỏi số tiền thu về sau 3 tháng là bao nhiêu? Giá định lãi suất cố định trong suốt kỳ hạn vay.

Có hai cách tính:

Cách tính thứ nhất đơn giản và trực tiếp như sau: Lãi suất 0,5%/tháng có nghĩa là cứ mỗi 1đ gửi tiết kiệm sẽ được ngân hàng trả cho người gửi 0,005đ mỗi tháng. Vậy 100.000đ gửi tiết kiệm sẽ đem lại cho người gửi tiền 500đ tiền lãi mỗi tháng. Gửi tiết kiệm 3 tháng, lãi suất không thay đổi, vị chi tổng tiền lãi là 1.500đ. Cộng với vốn gốc được ngân hàng hoàn trả khi hết hạn, người gửi tiền thu về số tiền là 101.500đ.

Đây là cách mọi người thường dùng để tính lãi khi cho vay hoặc gửi tiền ngân hàng. Cách tính này có ưu điểm là vừa đơn giản, vừa dễ hiểu theo tư duy logic của mọi người khi cho vay hoặc đi vay tiền. Tuy nhiên nó lại không cho ta thấy được cách thức mà ngân hàng tính lãi trả cho mỗi đồng vốn gửi vào. Cách tính thứ hai sẽ giúp thấy được điều này.

Cách tính thứ hai được tổng quát hoá như sau:

¹³⁶ Còn gọi là các ngân hàng bù trừ London, gồm 4 ngân hàng lớn: Barclays, Lloyds, National Westminster và Midland. Chúng kiểm soát khoảng 90% việc thanh toán bù trừ các khoản tiền gửi ngân hàng ở Anh.

Sau tháng thứ nhất số tiền FV_1 mà người gửi có trong tài khoản tiết kiệm của mình sẽ bao gồm vốn gốc cộng lãi phát sinh trong tháng đó:

$$FV_1 = PV + PV \times i = PV \times (1 + i) = 100.000 \times (1 + 0,005) = 100.500đ$$

Hết tháng thứ hai, số tiền FV_2 trong tài khoản sẽ bằng số tiền có được sau tháng thứ nhất cộng với lãi phát sinh trong tháng thứ 2:

$$FV_2 = FV_1 + PV \times i = PV \times (1 + i) + PV \times i = PV \times (1 + 2i) = 100.000 \times (1 + 0,05 \times 2) = 101.000đ$$

Tương tự, số tiền FV_3 trong tài khoản sau tháng thứ 3 là:

$$FV_3 = FV_2 + PV \times i = PV \times (1 + 2i) + PV \times i = PV \times (1 + 3i) = 100.000 \times (1 + 0,05 \times 3) = 101.500đ$$

Một cách tổng quát, số tiền tiết kiệm FV_n mà người gửi tiền nhận được n tháng sau khi gửi số tiền ban đầu PV tiết kiệm với lãi suất i%/tháng là:

$$FV_n = PV \times (1 + n \times i)$$

Cách tính này cho thấy ngân hàng tính lãi trả hàng tháng cho người gửi tiền trên cơ sở vốn gốc. Vì vậy khoản lãi mà người gửi tiền nhận được hàng tháng là như nhau.

Tuy nhiên, trên thực tế số tiền mà ngân hàng được sử dụng trong tháng thứ hai không phải chỉ có 100.000đ vốn gốc mà cả phần lãi phát sinh trong tháng thứ nhất, tức là 100.500đ. Trong khi đó, ngân hàng vẫn chỉ tính lãi trên số tiền 100.000đ ban đầu. Đây là sự bất hợp lý và gây thiệt hại cho người gửi tiền.

Phương pháp tính lãi này được gọi là *tính lãi đơn (simple interest)*. Cách tính này ngày nay chỉ áp dụng trong các khoản vay mượn mang tính truyền thống như vay mượn cá nhân, vay thương mại, gửi tiết kiệm và thường là ngắn hạn do cách tính lãi đơn giản, dễ hiểu, không đòi hỏi kỹ thuật tính toán phức tạp, rất phù hợp trong điều kiện không có các phương tiện tính toán hiện đại. Hơn nữa với thời hạn ngắn, thường là dưới 1 năm, quy mô vay mượn lại nhỏ nên mức độ thiệt hại của người cho vay là chấp nhận được.

Tuy nhiên, trong trường hợp vay dài hạn hoặc vay các khoản tiền lớn để đảm bảo công bằng và chính xác, phương pháp tính lãi đơn được thay bằng một phương pháp khác, chính xác hơn, đó là phương pháp *tính lãi ghép/kép/gộp (compound interest)*. Phương pháp này được thực hiện như sau:

Vẫn sử dụng ví dụ cũ, ta có số tiền mà người gửi nhận được sau tháng thứ nhất là:

$$FV_1 = PV + PV \times i = PV \times (1 + i)$$

Sau tháng thứ hai:

$$FV_2 = FV_1 + FV_1 \times i = PV \times (1 + i)^2$$

Sau tháng thứ ba:

$$FV_3 = FV_2 + FV_2 \times i = PV \times (1 + i)^3$$

Cứ như vậy sau tháng thứ n, tổng số tiền thu về sẽ là:

$$FV_n = PV \times (1 + i)^n$$

Thay số vào ta có: $FV_3 = 100.000 \times (1 + 0,005)^3 \approx 101.507,5đ > 101.500đ$

Theo cách tính này, ta thấy tiền lãi không chỉ được tính trên vốn gốc ban đầu mà còn trên cả các khoản lãi gộp từ các kỳ trước, số tiền cuối cùng vì thế cũng cao hơn so với phương pháp tính lãi đơn (Nếu theo phương pháp tính lãi gộp thì số tiền lãi mà người gửi tiền nhận được sẽ là 1.507,5đ chứ không phải là 1.500đ như cách tính lãi đơn). Căn cứ để đưa ra phương pháp tính là người đi vay bắt đầu từ tháng thứ hai không chỉ sử dụng mỗi vốn gốc mà cả phần lãi phát sinh từ tháng trước, vì thế người cho vay cũng phải được hưởng lãi từ khoản lãi phát sinh này, nói theo cách thông thường thì “lãi mẹ đẻ lãi con”. *Tiền lãi hàng tháng mà người cho vay được hưởng bây giờ bao gồm hai bộ phận*: bộ phận lãi tính trên vốn gốc (gọi là *lãi đơn – simple interest*) không thay đổi giữa các tháng và bộ phận lãi tính trên phần lãi đã trả trước đó (gọi là *lãi gộp – compound interest*) tăng dần qua các tháng. Số vốn của người cho vay tăng lên hàng tháng theo cấp số nhân với công bội (1+i) (gọi là *compound rate*).

Tần số ghép lãi (the frequency of compounding)

Lãi suất trong cho vay hoặc gửi tiết kiệm thường được công bố theo năm (APR – Annual percentage rate) với tần số ghép lãi nhất định. Tần số ghép lãi khác nhau khiến việc so sánh lãi suất trực tiếp không thể thực hiện được. Vì vậy cần quy các mức lãi suất về cùng một tần số ghép lãi. Mức lãi suất tương đương với mức lãi suất đã cho nhưng chỉ ghép lãi một lần gọi là lãi suất bình quân năm (effective annual rate – EFF). EFF được xác định

theo công thức sau: $EFF = \left(1 + \frac{APR}{m}\right)^m - 1$

với m là số kỳ ghép lãi trong 1 năm (the number of compounding periods per year).

Khi tần số ghép lãi tăng lên, EFF cũng tăng lên theo nhưng không phải là vô hạn. Khi số kỳ ghép lãi (m) tăng đến vô hạn, $(1 + APR/m)^m$ tiến dần đến e^{APR} với $e = 2.71828$.

Tần số ghép lãi	m	Lãi suất bình quân năm
Hàng năm	1	6.00000%
Nửa năm một	2	6.09000%
Hàng quý	4	6.13636%
Hàng tháng	12	6.16778%
Hàng tuần	52	6.17998%
Hàng ngày	365	6.18313%
Liên tục	Vô hạn	6.18365%

Chú ý: Công thức trên chỉ áp dụng khi lãi suất cố định suốt kỳ hạn vay và vốn+lãi trả một lần vào cuối kỳ.

Bài tập ứng dụng:

1. Ngân hàng Sacombank cung cấp dịch vụ tiết kiệm tích lũy với các lãi suất như sau:

Thời hạn (năm)	Định kỳ (VNĐ)			Định kỳ (USD)		
	1 tháng	3 tháng	6 tháng	1 tháng	3 tháng	6 tháng
1	0,600 %	1,811 %	3,654 %	-	-	-
2	0,605 %	1,826 %	3,685 %	0,185 %	0,556 %	1,115 %
3	0,610 %	1,841 %	3,716 %	0,190 %	0,571 %	1,145 %
4	0,615 %	1,856 %	3,747 %	0,195 %	0,586 %	1,176 %
5	0,621 %	1,872 %	3,778 %	0,200 %	0,601 %	1,206 %
6	0,625 %	1,887 %	3,809 %	0,205 %	0,616 %	1,236 %
7	0,630 %	1,902 %	3,840 %	0,210 %	0,631 %	1,267 %
8	0,635 %	1,917 %	3,871 %	0,215 %	0,646 %	1,297 %
9	0,640 %	1,932 %	3,902 %	0,220 %	0,661 %	1,327 %
10	0,645 %	1,948 %	3,933 %	0,225 %	0,677 %	1,358 %
11	0,650 %	1,963 %	3,964 %	0,230 %	0,692 %	1,388 %
12	0,655 %	1,978 %	3,995 %	0,235 %	0,707 %	1,418 %
13	0,660 %	1,993 %	4,026 %	0,240 %	0,722 %	1,449 %
14	0,665 %	2,008 %	4,057 %	0,245 %	0,737 %	1,479 %
15	0,670 %	2,023 %	4,088 %	0,250 %	0,752 %	1,509 %

Lãi suất tiền gửi định kỳ 3, 6 tháng được xác định như thế nào?

Gợi ý: $(1 + 3 \times i_3) = (1 + i_1)^3 \Rightarrow 3i_3 = (1 + i_1)^3 - 1$

2. Trong bảng lãi suất tiền gửi tiết kiệm mà ngân hàng Sacombank công bố dưới đây, lãi suất lĩnh lãi định kỳ hàng quý và cuối kỳ có thể suy từ lãi suất lĩnh lãi định kỳ hàng tháng theo cùng phương pháp như bài trên không? Tại sao? Chỉ ra mối liên hệ giữa lãi suất trả lãi đầu kỳ và cuối kỳ.

Loại tiền gửi	Trả lãi cuối kỳ (% / tháng)	Trả lãi hàng quý (% / tháng)	Trả lãi hàng tháng (% / tháng)	Trả lãi trước (% / kỳ hạn)
I. CÁ NHÂN				
Tiền gửi thanh toán (Áp dụng từ 19/04/2005)	-	-	0,250%	-
Tiết kiệm không kỳ hạn	-	-	0,250%	-
Tiết kiệm có kỳ hạn				
- 01 tháng	0,570%	-	0,570%	-
- 02 tháng	0,620%	-	0,580%	1,22%
- 03 tháng	0,680%	0,680%	0,590%	1,99%
- 05 tháng	0,705%	0,685%	0,600%	3,40%
- 06 tháng	0,710%	0,690%	0,610%	4,08%
- 07 tháng	0,720%	0,700%	0,620%	4,79%
- 09 tháng	0,740%	0,704%	0,630%	6,24%
- 11 tháng	0,750%	0,705%	0,640 %	7,62%
- 13 tháng	0,760%	0,706%	0,650%	8,99%

- 15 tháng	0,770%	0,707%	0,660%	10,35%
- 18 tháng	0,780%	0,710%	0,670%	12,31%
- 24 tháng	0,790%	0,715%	0,700%	15,93%
- 36 tháng	0,810%	0,718%	0,713%	22,57%

Gợi ý: Trong bài trên, toàn bộ gốc và lãi phát sinh trong quá trình gửi chi được trả vào cuối kỳ, có nghĩa là tiền lãi phát sinh sau mỗi kỳ được ghép vào vốn gốc để tính lãi gộp trong kỳ sau, vì vậy có thể áp dụng công thức lãi suất kép để tính ra lãi suất của các định kỳ 3, 6 tháng. Còn trong bài này lãi phát sinh hàng tháng được trả cho người gửi tiền mà không giữ lại cho nên không thể sử dụng cùng phương pháp như bài trên để suy ra các lãi suất lĩnh lãi định kỳ hàng quý hay cuối kỳ từ lãi suất lĩnh lãi định kỳ hàng tháng trong cùng một kỳ hạn gửi.

Mối liên hệ giữa lãi suất trả lãi đầu kỳ và cuối kỳ được phản ánh bằng công thức sau:

$$(1 - i_t) \times (1 + i_s \times n) = 1$$

Trong đó, i_t là lãi suất trả trước tính trên cả kỳ hạn, i_s là lãi suất trả sau tính theo tháng, n là số tháng trong kỳ hạn gửi. Có thể lấy kỳ hạn 6 tháng để tính thử.

3.2. Giá trị thời gian của tiền tệ và kỹ thuật chiết khấu các luồng tiền

Phép đo lãi suất mới được xây dựng dựa trên cơ sở khái niệm giá trị thời gian của tiền tệ (the time value of money) và kỹ thuật chiết khấu các luồng tiền (discounted cash flow analysis).

Giá trị thời gian của tiền tệ được hiểu là số tiền có trong tay ngày hôm nay luôn có giá trị hơn một số lượng tiền tệ tương tự nhưng dự tính nhận được trong tương lai. Có ít nhất ba lý do giải thích cho sự khác biệt này:

- Thứ nhất là chúng ta có thể cho vay số tiền hiện có để hưởng lãi và do vậy tổng số tiền nhận được trong tương lai sẽ lớn hơn (vì cộng thêm cả khoản lãi).
- Tiền tệ bị mất giá qua thời gian do ảnh hưởng của lạm phát.
- Có rủi ro là khả năng nhận được số tiền trong tương lai là không hoàn toàn chắc chắn.

Tạm thời ta chỉ xét ảnh hưởng từ lý do đầu tiên, đó là đồng tiền qua thời gian sẽ sinh lãi. Để xác định giá trị tương lai của một lượng tiền tệ hiện tại, áp dụng công thức sau:

$$FV_n = PV \times (1 + i)^n$$

trong đó $(1 + i)^n$ được gọi là *hệ số giá trị tương lai (future value factor)*. Như vậy, với bất kỳ một số tiền tại thời điểm hiện tại, để xác định giá trị tương lai của nó sau một khoảng thời gian n xác định, với mức lãi suất đầu tư i cho trước, ta chỉ việc tính hệ số giá trị tương lai rồi nhân số tiền hiện có với hệ số này.

☛ Có một phương pháp tính nhanh giá trị tương lai của một số tiền hiện tại gọi là “quy tắc 72”. “**Quy tắc 72**” được phát biểu như sau: Số năm cần thiết để một số tiền tăng gấp

đôi giá trị xấp xỉ bằng thương số của 72 chia cho lãi suất sinh lời của số tiền đó tính bằng đơn vị phần trăm theo năm. Ví dụ: Thời gian cần thiết để một khoản tiền tăng gấp đôi giá trị với mức lãi suất 8% là $72/8 = 9$ năm. Để kiểm tra ta tính: $(1 + 0,08)^9 = 1.999$ (làm tròn 3 chữ số thập phân) ≈ 2 .

⚠ Cần lưu ý là khi tính giá trị tương lai như vậy, chúng ta giả định là lãi suất không thay đổi trong suốt thời hạn cho vay. Trong trường hợp lãi suất không cố định, ta phải dùng công thức sau để tính giá trị tương lai: $FV_n = PV \times (1 + i_1) \times (1 + i_2) \times \dots \times (1 + i_n)$. Các lãi suất i_2, i_3, \dots, i_n được gọi là lãi suất tái đầu tư (reinvestment rate).

Bài tập ứng dụng:

Xây dựng công thức tính số tiền nhận được khi gửi tiết kiệm tích lũy số tiền C kỳ hạn n năm, lãi suất tương ứng là i.

Gợi ý:

$$FV = C(1+i)^n + C(1+i)^{n-1} + \dots + C(1+i) \quad (1)$$

Nhân hai vế của (1) với (1+i):

$$FV(1+i) = C(1+i)^{n+1} + C(1+i)^n + \dots + C(1+i)^2 \quad (2)$$

Rồi lấy hiệu (2) – (1):

$$FV \times i = C(1+i)^{n+1} - C(1+i) \Rightarrow FV = \frac{C(1+i)}{i} \times [(1+i)^{n+1} - 1]$$

Có thể sử dụng hàm FV trong Excel để tính nhanh hơn. Sử dụng các thông tin trong bảng lãi suất tiết kiệm tích lũy của Sacombank để tính thử.

Ngược lại, để xác định giá trị hiện tại của một khoản thu hoặc chi trong tương lai, ta áp dụng công thức:

$$PV = FV \times \frac{1}{(1+i)^n}$$

trong đó $1/(1+i)^n$ được gọi là *hệ số giá trị hiện tại (present value factor)*. Như vậy, để tính giá trị hiện tại của một khoản thu trong tương lai, ta chỉ cần nhân số tiền dự tính nhận được với hệ số giá trị hiện tại. Phương pháp tính giá trị hiện tại như vậy được gọi là *kỹ thuật chiết khấu các luồng tiền* (discounted cash flow analysis – DCF analysis), lãi suất được sử dụng trong phép chiết khấu được gọi là mức *lãi chiết khấu* (discount rate).

Kỹ thuật chiết khấu các luồng tiền được sử dụng khá phổ biến trong đánh giá mức sinh lời của các dự án đầu tư hay chi phí của các hoạt động tài trợ bằng vốn vay.

Một trong những quy tắc được sử dụng phổ biến trong thẩm định các dự án đầu tư vận dụng đến kỹ thuật chiết khấu các luồng tiền là *quy tắc “Giá trị hiện tại ròng”* (NPV rule).

Giá trị hiện tại ròng (Net present value - NPV) của một dự án đầu tư là phần chênh lệch

giữa giá trị hiện tại của tất cả các khoản thu trong tương lai và giá trị hiện tại của các khoản chi trong tương lai từ dự án đầu tư đó. Quy tắc “Giá trị hiện tại ròng” được phát biểu như sau: “Một dự án đầu tư được chấp nhận khi có giá trị hiện tại ròng dương. Ngược lại, một dự án đầu tư có giá trị hiện tại ròng âm thì sẽ không được chấp nhận”.

Khi chiết khấu các luồng tiền tương lai về giá trị hiện tại, chi phí cơ hội của vốn (opportunity cost of capital) hay còn gọi là tỷ suất lợi tức thị trường của vốn (market capitalization rate) được sử dụng làm lãi suất chiết khấu. Lãi suất chiết khấu được xác định trên cơ sở mức lãi suất phi rủi ro (free-risk rate) trên thị trường (chẳng hạn lãi suất tín phiếu kho bạc) cộng với mức rủi ro của dự án (risk premium) (discount rate = free-risk rate + risk premium).

Bài tập ứng dụng:

1. *Trả góp thông thường (Ordinary annuity):*

Ngân hàng A cung cấp một khoản vay trả góp để mua nhà trong 30 năm, lãi suất 12%/năm, trả theo định kỳ hàng tháng số tiền là \$1.028,61. Tính giá trị hiện tại của một khoản vay này. Một ngân hàng B cung cấp một khoản vay cùng giá trị hiện tại nhưng phải trả \$1.100 hàng tháng trong 15 năm. Khoản vay nào có lãi suất thấp hơn? Phân tích dòng tiền trả góp của khoản vay trả góp trị giá \$100.000 trong 3 năm với lãi suất 9%/năm.

Gợi ý:

a. Xây dựng công thức tính giá trị hiện tại như sau:

$$PV = \frac{C}{(1+i)} + \frac{C}{(1+i)^2} + \dots + \frac{C}{(1+i)^n} \quad (1)$$

Trong đó: i là lãi suất của khoản vay (1%/tháng), C là số tiền phải trả định kỳ hàng tháng (\$1.028,61), n là tổng số lần thanh toán (360 lần).

Nhân hai vế của (1) với (1+i) ta có:

$$PV(1+i) = C + \frac{C}{(1+i)} + \dots + \frac{C}{(1+i)^{n-1}} \quad (2)$$

Trừ (2) cho (1) được:

$$PV = \frac{C}{i} \times \left(1 - \frac{1}{(1+i)^n} \right)$$

Có thể lập bảng rồi dùng hàm PV để tính trong Excel, sẽ thu được kết quả sau:

n	i	PV	FV	PMT	Kết quả
360	1%	?	0	1,028.61	PV = -\$100,000

b. Lập bảng rồi dùng hàm RATE để tính lãi suất của khoản vay của ngân hàng B, sẽ thu được kết quả sau:

n	i	PV	FV	PMT	$Kết\ quả$
180	?	-100,000	0	-1,100	$i = 0.8677\%$

Vậy khoản vay của ngân hàng B có lãi suất thấp hơn.

c. Sử dụng Excel để tính, có bảng kết quả sau:

n	i	PV	FV	PMT	$Kết\ quả$
3	9	-100,000	0	?	$PMT = \$39,505.48$

Biểu diễn dòng tiền thanh toán bằng bảng sau:

Năm	Số dư đầu năm	Số tiền thanh toán	Lãi trả	Gốc trả	Nợ còn lại
1	100,000	39,505	9,000	30,505	69,495
2	69,495	39,505	6,255	33,251	36,244
3	36,244	39,505	3,262	36,244	0
Tổng số		118,515	18,515	100,000	

Như vậy, năm thứ nhất số tiền thanh toán là \$39.505, trong đó phần lãi là $9\% \times \$100.000$ hay \$9.000, phần \$30.505 là phần vốn gốc trả lại, do vậy số tiền còn nợ là $\$100.000 - \$30.505 = \$69.495$. Năm thứ hai, số tiền thanh toán vẫn là \$39.505 nhưng phần lãi chỉ còn $9\% \times \$69.495$ hay \$6.255, còn phần vốn gốc hoàn trả là \$33.251. Giải thích tương tự với dòng tiền của năm thứ ba.

2. Trả góp ngay (Immediate annuity):

Một ngân hàng cung cấp một khoản vay mua ô tô trả góp như sau: lãi suất vay trả góp là 4,3%, số tiền trả định kỳ hàng tháng là \$555 (khoản trả đầu tiên thực hiện ngay khi ký hợp đồng), trả trong 5 năm. Ô tô này có giá trên thị trường là \$30.000. Xây dựng công thức tính giá trị hiện tại của khoản vay này. Liệu khoản vay như vậy có đắt quá không?

Gợi ý:

- Xây dựng công thức tính PV với $C = 555$, $i = 4.3\%/12$, $n = 5 \times 12 = 60$ như sau:

$$PV = C + \frac{C}{(1+i)} + \dots + \frac{C}{(1+i)^{n-1}} \Rightarrow PV = C + \frac{C}{i} \times \left[1 - \frac{1}{(1+i)^{n-1}} \right]$$

- Sử dụng Excel để tính, có bảng kết quả sau:

n	i	PV	FV	PMT	$Kết\ quả$
60	4.3%/12	?	0	555	$PV = \$30,022.76$

3. Trả góp vĩnh viễn (Perpetual annuities):

Một cổ phiếu ưu đãi có giá 110.000 đ cam kết trả cổ tức định kỳ hàng năm là 10.000 đ. Lãi suất thị trường hiện là 10%/năm. Cổ phiếu này đắt hay rẻ?

Gợi ý: Trước tiên xây dựng công thức tính giá trị hiện tại của các khoản thu nhập từ cổ phiếu ưu đãi này, lưu ý là cam kết trả cổ tức là mãi mãi (chùng nào công ty còn tồn tại),

vì vậy có thể giả thiết $n = \infty$. Vì vậy,

$$PV = \lim_{n \rightarrow \infty} \frac{C}{i} \times \left(1 - \frac{1}{(1+i)^n} \right), \text{ do } (1+i) > 0 \text{ nên khi } n \rightarrow \infty \text{ thì } 1/(1+i)^n \rightarrow 0$$

Suy ra: $PV = \frac{C}{i} = \frac{10.000}{0,1} = 100.000$. Vậy cổ phiếu có giá đắt.

4. Giá trị hiện tại và vấn đề lạm phát

Một gia đình quyết định gửi tiền trong 10 năm với lãi suất cố định là 10%/năm để dành tiền cho con vào đại học. Số tiền cần để học toàn bộ chương trình đại học hiện nay là 40 triệu đồng, vậy gia đình cần phải gửi bao nhiêu tiền. Tỷ lệ lạm phát dự tính là 8%. Trường hợp, gia đình sử dụng tiết kiệm tích lũy thì số tiền cần đóng hàng năm là bao nhiêu?

Gợi ý: Đối với các quyết định tài chính trong dài hạn, phải tính đến ảnh hưởng của lạm phát. Nếu bỏ qua yếu tố này nhiều khi sẽ dẫn đến những sai sót lớn. Chẳng hạn, với bài toán trên, có thể thấy ngay là số tiền cần gửi với lãi suất 10%/năm để có được 40 triệu sau đây 10 năm là $40.000.000/(1+0,1)^{10} \approx 15.421.732$. Tuy nhiên, trên thực tế, sau đây 10 năm, số tiền cần để tài trợ cho toàn bộ chương trình học đại học không phải là 40 triệu nữa mà phải tăng lên, giả sử là bằng với tốc độ lạm phát. Như vậy, số tiền mà gia đình cần phải tài trợ cho con mình sau đây 10 năm phải là $40.000.000 \times (1+0,08)^{10} \approx 86.357.000$, tức là gấp hơn 2 lần số tiền cần tài trợ cho chương trình học hiện nay. Nếu vậy thì gia đình sẽ thiếu rất nhiều tiền nếu chỉ gửi khoảng 15,5 triệu cho con. Để giải quyết vấn đề lạm phát, có hai cách:

a. Chiết khấu theo lãi suất thực

Lãi suất thực xấp xỉ bằng $(10\% - 8\%)/(1+8\%) \approx 1,85185\%$. Chiết khấu số tiền 40.000.000 về hiện tại theo lãi suất chiết khấu thực là 2%, ta có số tiền gia đình cần để dành là:

$$40.000.000/(1+0,0185185)^{10} \approx 33.294.367$$

b. Điều chỉnh số tiền cần có trong tương lai theo mức độ lạm phát rồi chiết khấu theo lãi suất danh nghĩa. Vậy số tiền cần để tài trợ cho chương trình học sau đây 10 năm là:

$$40.000.000 \times (1+0,08)^{10} \approx 86.357.000$$

Và số tiền gia đình cần để dành là:

$$86.357.000/(1+0,1)^{10} \approx 33.294.362$$

Chú ý: Khi tính lãi suất thực không nên dùng phương trình Fisher vì phương trình này chỉ cho kết quả gần đúng, nên dùng công thức tính lãi suất thực đầy đủ $i_r = \frac{i_n - \pi}{1 + \pi}$.

Với trường hợp để dành bằng tiết kiệm tích lũy thì cũng có hai cách tính.

Cách thứ nhất, chiết khấu theo lãi suất thực:

<i>n</i>	<i>i</i>	<i>PV</i>	<i>FV</i>	<i>PMT</i>	<i>Kết quả</i>
10	1.85185	0	-40,000,000	?	$PMT \approx 3,611,000$

Tuy nhiên, số tiền 3,6 triệu là giá trị tại thời điểm hiện tại, các khoản tiền đóng trong các năm tiếp theo phải đảm bảo giá trị thực vẫn là 3,6 triệu, tức là số tiền danh nghĩa phải đóng trong các năm sẽ là:

0	1	2	...	10
3,611,000	$3,611,000 \times (1+8\%)$ = 3,899,880	$3,611,000 \times (1+8\%)^2$ = 4,211,870		$3,611,000 \times (1+8\%)^{10}$ = 7,795,878

Cách thứ hai, chiết khấu theo lãi suất danh nghĩa nhưng số tiền cuối cùng phải được điều chỉnh theo lạm phát trước khi tính:

$$40.000.000 \times (1 + 8\%)^{10} \approx 86.357.000$$

<i>n</i>	<i>i</i>	<i>PV</i>	<i>FV</i>	<i>PMT</i>	<i>Kết quả</i>
10	10	0	-86,357,000	?	$PMT \approx 4,925,912$

Lưu ý: Dù số tiền phải đóng định kỳ trong hai cách không giống nhau nhưng số tiền nhận được cuối cùng là như nhau. Cách tính thứ hai cho biết một số tiền cố định phải đóng hàng năm, do vậy đỡ phải tính toán số tiền phải đóng từng năm như cách 1. Nhưng cách tính 1 linh hoạt hơn, khi lạm phát các năm sau thay đổi thì có thể điều chỉnh số tiền phải đóng định kỳ để sức mua của nó luôn bằng sức mua của 3,6 triệu đồng vào năm đầu tiên.

3.3. Lãi suất hoàn vốn – phép đo lãi suất hoàn hảo

Phương pháp chiết khấu luồng tiền có ý nghĩa quan trọng trong việc so sánh mức sinh lời của các công cụ nợ có cách thức trả lãi khác nhau. Lý do khiến cho các công cụ nợ dù có cùng một mức lãi suất công bố nhưng vẫn không có mức sinh lời như nhau là do thời điểm nhận vốn và lãi của các công cụ đó không giống nhau. Phương pháp chiết khấu luồng tiền sẽ giúp qui các luồng tiền tại các thời điểm khác nhau về các luồng tiền tương đương nhưng cùng một thời điểm. Mức lãi chiết khấu làm cho tổng giá trị hiện tại của các khoản thu và chi của một công cụ nợ cân bằng với nhau sẽ phản ánh chính xác mức sinh lời của công cụ nợ đó. Lãi suất chiết khấu này được gọi là lãi suất hoàn vốn. Ta có định nghĩa về lãi suất hoàn vốn như sau:

Lãi suất hoàn vốn (Yield to maturity) là lãi suất làm cân bằng giá trị hiện tại của tất cả các khoản thu trong tương lai từ một công cụ nợ tính tới khi đáo hạn với số tiền phải bỏ ra để có được công cụ nợ đó.

Để nắm được cách tính lãi suất hoàn vốn cho các công cụ nợ ta xem xét một số trường hợp phổ biến.

Căn cứ vào cách thức trả lãi và vốn gốc, có thể chia các công cụ nợ thành 4 loại sau:

☞ *Vay đơn (Simple loan)* - Vốn và lãi trả một lần vào cuối kỳ hạn vay:

Một khoản vay đơn trị giá P, vay trong n năm với mức lãi suất i. Vậy số tiền F cuối cùng

nhận được sẽ là: $F = P(1 + i)^n$.

Để có được khoản tiền F trong tương lai nói trên, hiện tại phải bỏ ra một số tiền là P. Ký hiệu i^* là lãi suất hoàn vốn, ta có:

$$P = \frac{F}{(1 + i^*)^n}$$

trong đó $\frac{F}{(1 + i^*)^n}$ là giá trị hiện tại của khoản thu nhập tương lai F.

thay $F = P(1+i)^n$ thì ta có $P = \frac{P(1+i)^n}{(1+i^*)^n}$ suy ra: $i^* = i$

Như vậy trong trường hợp vay đơn, lãi suất hoàn vốn bằng lãi suất công bố của khoản vay đơn.

☞ *Vay hoàn trả cố định (Fixed-payment loan)*¹³⁷ - Toàn bộ vốn vay và lãi được chia thành những phần bằng nhau và hoàn trả định kỳ (hàng tháng hoặc hàng năm) cho đến khi hết thời hạn tín dụng:

Ký hiệu P là số tiền cho vay hoàn trả cố định¹³⁸, FP là số tiền trả cố định hàng năm, N là số năm tới ngày mãn hạn tín dụng. Cân bằng giá trị hiện tại của các khoản thu trong tương lai với P, ta có:

$$P = \frac{FP}{1+i^*} + \frac{FP}{(1+i^*)^2} + \frac{FP}{(1+i^*)^3} + \dots + \frac{FP}{(1+i^*)^N} = \frac{FP}{i^*} \times \left(1 - \frac{1}{(1+i^*)^N} \right)$$

Với P, FP và N biết trước thì có thể giải phương trình để tính i^* . Tuy nhiên do việc tính toán phức tạp nên người ta thường sử dụng Excel hoặc sử dụng máy tính bỏ túi có giải phương trình như vậy.

☞ *Trái phiếu coupon (Coupon bond)* - Lãi được trả định kỳ hàng năm, hết hạn tín dụng thì trả nốt gốc:

Ký hiệu FV là mệnh giá trái phiếu, C là số tiền coupon hàng năm ($C = FV \times i_c$ - với i_c là lãi suất công bố trên trái phiếu gọi là lãi suất coupon), N là số năm tới ngày mãn hạn trái phiếu, P_B là giá mua trái khoán coupon tại thời điểm hiện tại. Vậy:

$$P_B = \frac{C}{1+i^*} + \frac{C}{(1+i^*)^2} + \frac{C}{(1+i^*)^3} + \dots + \frac{C}{(1+i^*)^N} + \frac{FV}{(1+i^*)^N} = \frac{C}{i^*} \times \left(1 - \frac{1}{(1+i^*)^N} \right) + \frac{FV}{(1+i^*)^N}$$

Việc tính i^* cũng không dễ vì thế phải dựa vào Excel hoặc các máy tính bỏ túi có lập trình tính trước.

Cần chú ý một đặc điểm ở đây là: khi giá trái khoán P_B bằng mệnh giá FV thì lãi suất

¹³⁷ Trường hợp mua trả góp

¹³⁸ Chính là giá của hàng hoá trong trường hợp mua trả góp

hoàn vốn sẽ đúng bằng lãi suất coupon, còn khi P_B nhỏ hơn FV thì $i^* > i_c$ và ngược lại.

Một dạng trái khoán coupon đặc biệt mà chúng ta cần lưu ý ở đây vì lãi suất hoàn vốn của nó rất dễ tính. Đó là trái khoán côngxôn (consol). Đây là loại trái khoán vĩnh viễn, không có ngày mãn hạn và do vậy không có hoàn trả vốn nhưng lại trả những khoản tiền coupon mãi mãi. Loại trái khoán này bán lần đầu tiên bởi kho bạc Anh trong cuộc chiến tranh giữa Anh với Napoleon. Công thức để i^* được đơn giản hoá như sau:

$$i^* = \frac{C}{P_C}$$

$$\text{đó là do: } P_C = \frac{C}{1+i^*} + \frac{C}{(1+i^*)^2} + \frac{C}{(1+i^*)^3} + \dots + \dots$$

$$\text{hay: } P_C = C(x + x^2 + x^3 + \dots) \text{ với } x = \frac{1}{i^* + 1}$$

$$\text{vì } x < 1 \text{ nên } 1 + x + x^2 + x^3 + \dots = \frac{1}{1-x}$$

$$\text{nghĩa vậy } P_C = C\left(\frac{1}{1-\frac{1}{i^*+1}} - 1\right) = \frac{C}{i^*}$$

Điểm thú vị của các trái phiếu côngxôn này là có thể thấy ngay khi P_C tăng thì i^* giảm và ngược lại.

Một số trái khoán coupon ngày nay có thời hạn tính đến khi đáo hạn còn dài đáng kể (20 năm trở lên) thì có thể tính gần đúng lãi suất hoàn vốn như cách tính của côngxôn cho dễ. Kết quả tính được sẽ càng chính xác nếu giá trái khoán càng gần với mệnh giá.

☞ *Trái phiếu chiết khấu (Discount bond) - Trái phiếu được mua bán với mức giá thấp hơn mệnh giá, đến hết hạn thì được nhận cả mệnh giá:*

$$P_d = \frac{F}{(1+i^*)^N}$$

$$\text{hay } i^* = \sqrt[N]{\frac{F}{P_d}} - 1$$

Vì thời hạn đáo hạn của trái khoán chiết khấu thường là $N = 1$ năm nên công thức tính lãi suất hoàn vốn có thể viết lại là: $i^* = \frac{F}{P_d} - 1 = \frac{F - P_d}{P_d}$. Như vậy lãi suất hoàn vốn bằng tỷ lệ % của mức chiết khấu trên giá mua.

Khái niệm lãi suất hoàn vốn của các khoản vay tương tự khái niệm tỷ suất hoàn vốn nội bộ (internal rate of return) của các dự án đầu tư. Tỷ suất hoàn vốn nội bộ (IRR) là mức lãi

suất chiết khấu làm cân bằng giá trị hiện tại của các khoản thu từ một dự án đầu tư với giá trị hiện tại của các khoản chi cho dự án đầu tư đó. Nói cách khác, IRR là lãi suất chiết khấu làm cho NPV bằng không. IRR có thể sử dụng để đánh giá một dự án đầu tư thay cho NPV. Quy tắc IRR (IRR rule) được phát biểu như sau: “Chấp nhận một dự án đầu tư có tỷ suất hoàn vốn nội bộ cao hơn tỷ suất lợi tức thị trường”.

Mặc dù tỷ suất hoàn vốn nội bộ có thể cho biết một dự án đầu tư có sinh lời hay không, quy tắc IRR vẫn không được dùng phổ biến bằng quy tắc NPV. Đơn giản là vì một dự án đầu tư có thể có IRR thấp hơn một dự án đầu tư khác nhưng lại có NPV cao hơn thì vẫn hấp dẫn hơn.

3.4. Lãi suất hoàn vốn và tỷ suất lợi tức

⚠ Cần chú ý rằng, lãi suất hoàn vốn (yield to maturity) chỉ phản ánh chính xác mức sinh lời từ việc đầu tư vào một công cụ nợ nếu nhà đầu tư giữ công cụ đó cho đến khi nó đáo hạn (to maturity). Trong trường hợp thời gian nắm giữ ngắn hơn thời hạn của công cụ nợ, tỷ suất lợi tức mới là phép đo tin cậy về mức sinh lời của việc đầu tư. Nêu ví dụ...

Trong thực tế, không phải lúc nào lãi suất cũng phản ánh đầy đủ thu nhập của những người đầu tư (người cho vay). Lý do là vì thu nhập đầu tư trong nhiều trường hợp không chỉ hình thành từ khoản lãi mà còn từ sự thay đổi giá của các công cụ đầu tư. Chẳng hạn, đối với khoản cho vay thông thường không phải dưới hình thức đầu tư vào trái khoán thì thu nhập của người cho vay chỉ là tiền lãi của khoản cho vay, nhưng nếu đầu tư vào trái khoán thì thu nhập mà người sở hữu trái khoán thu được khi bán trái khoán của mình không chỉ là tiền lãi thu được trong khoảng thời gian lưu giữ trái khoán mà còn cộng với sự thay đổi (có thể tăng hoặc giảm) của giá trị trái khoán. Do vậy, để phản ánh đầy đủ thu nhập của người đầu tư, các nhà kinh tế học đã sử dụng khái niệm tỷ suất lợi tức. Tỷ suất lợi tức được định nghĩa là *tỷ lệ phần trăm (%) giữa tổng thu nhập mà người đầu tư nhận được từ một khoản đầu tư so với giá trị của khoản vốn đầu tư ban đầu*. Tỷ suất lợi tức của việc đầu tư vào trái khoán được xác định bằng công thức:

$$RET = \frac{C + P_{t+1} - P_t}{P_t} = \frac{C}{P_t} + \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}$$

Trong đó:

RET	tỷ suất lợi tức do lưu giữ trái khoán từ t đến t+1
P_t	giá trái khoán ở thời điểm t
P_{t+1}	giá trái khoán ở thời điểm t+1
C	tiền lãi thu được trong thời gian lưu giữ trái khoán

Để hiểu rõ hơn, hãy xem ví dụ sau:

Một trái phiếu có mệnh giá 1000 USD có lãi suất coupon là 10%/năm, thời hạn 5 năm.

Trái phiếu được mua với giá 1000 USD và giữ trong 1 năm rồi bán đi.

1/ Giả thiết trái phiếu được bán với giá 1200 USD. Khi đó:

$$\text{Tỷ suất lợi tức} = (\text{Tiền lãi coupon 1 năm} + \text{Thay đổi giá trị trái phiếu}) / \text{Giá mua} = [(1000 \times 10\% \times 1 \text{ năm}) + (1200 - 1000)] / 1000 = 0.3$$

Như vậy tỷ suất lợi tức mà người đầu tư thu được sau 1 năm là 30%, lớn hơn nhiều so với lãi suất coupon (cũng chính là lãi suất hoàn vốn¹³⁹) của trái phiếu.

2/ Giả thiết trái phiếu được bán với giá 800 USD. Khi đó:

$$\text{Tỷ suất lợi tức} = (\text{Tiền lãi coupon 1 năm} + \text{Thay đổi giá trị trái phiếu}) / \text{Giá mua} = [(1000 \times 10\% \times 1 \text{ năm}) + (800 - 1000)] / 1000 = - 0.1$$

Như vậy, mặc dù đã nhận được lãi, người đầu tư vẫn bị thua lỗ 10%.

Bảng liệt kê các kết quả tính toán về “Tỷ suất lợi tức thu được sau 1 năm nắm giữ đối với các trái phiếu coupon có kỳ hạn thanh toán khác nhau và lãi suất coupon 10%/năm khi lãi suất tăng” sau đây sẽ cung cấp cho chúng ta thêm một số thông tin quan trọng về trái phiếu khi nhìn vào tỷ suất lợi tức của nó mà lãi suất hoàn vốn không nói lên được:

Số năm đến kỳ hạn thanh toán khi trái phiếu được mua	Lãi suất hoàn vốn ban đầu	Giá ban đầu (= mệnh giá)	Lãi suất hoàn vốn năm tiếp theo	Giá năm tiếp theo ¹⁴⁰	$\frac{C}{P_t}$	$\frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}$	RET
30	10%	1000	20%	503	10%	- 49.7%	- 39.7%
20	10%	1000	20%	516	10%	- 48.4%	- 38.4%
10	10%	1000	20%	597	10%	- 40.3%	- 30.3%
5	10%	1000	20%	741	10%	- 25.9%	- 15.9%
2	10%	1000	20%	917	10%	- 8.3%	+ 1.7%
1	10%	1000	20%	1000	10%	0	+ 10.0%

Từ những số liệu trên, có thể rút ra các kết luận sau:

➤ Trái phiếu duy nhất mà tỷ suất lợi tức của nó bằng lãi suất hoàn vốn ban đầu là trái phiếu có thời hạn tính đến ngày mãn hạn cũng là thời gian lưu giữ (xem trái phiếu sau cùng trong bảng). Lý do là vì trái phiếu được mua bằng mệnh giá mà thời gian lưu giữ bằng thời hạn tính đến ngày mãn hạn nên người đầu tư chỉ nhận lại được mệnh giá vào cuối thời gian lưu giữ, tức là sự thay đổi giá trái phiếu bằng 0. Lãi suất thay đổi đã không ảnh hưởng gì đến giá của trái phiếu vào cuối kỳ lưu giữ.

➤ Một sự tăng lãi suất gây ra một sự sụt giảm giá đối với những trái phiếu mà thời gian đến ngày mãn hạn dài hơn thời gian lưu giữ trái phiếu. Có thể giải thích nguyên nhân của hiện tượng này như sau: khi lãi suất thị trường tăng lên, người đầu tư đòi hỏi lãi suất hoàn vốn của trái phiếu phải tăng lên tương ứng; trong khi

các khoản thu nhập từ trái phiếu là cố định nên giá trái phiếu sẽ phải giảm xuống để lãi suất hoàn vốn của nó tăng lên. Như vậy nếu lãi suất tăng lên gây ra sự giảm đáng kể trong giá trái phiếu thì dù người đầu tư vẫn nhận đủ tiền lãi, tỷ suất lợi tức của anh ta vẫn có thể âm, tức là bị thua lỗ. Rõ ràng là lãi suất thị trường tăng lên không phải bao giờ cũng là một tin tốt lành đối với các nhà đầu tư.

➤ Kỳ hạn thanh toán của trái phiếu càng dài thì sự thay đổi về giá do lãi suất thay đổi càng lớn. Điều này giải thích tại sao giá và tỷ suất lợi tức của các trái phiếu dài hạn bất định hơn giá và tỷ suất lợi tức của các trái phiếu ngắn hạn. Do vậy, những trái phiếu dài hạn không được coi là những tài sản an toàn với lợi tức chắc chắn qua một thời gian lưu giữ ngắn.

3.5. Ứng dụng Excel trong tính toán lãi suất

1. Hàm EFFECT dùng để tính lãi suất bình quân năm (effective annual interest rate):

EFFECT(nominal_rate, npery)

Nominal_rate is the nominal interest rate

Npery is the number of compounding periods per year

2. Hàm PV dùng để tính giá trị hiện tại (present value)

PV(rate, nper, pmt, fv, type)

Rate is the interest rate per period.

Nper is the total number of payment periods in an annuity.

Pmt is the payment made each period and cannot change over the life of the annuity. If pmt is omitted, you must include the fv argument.

Fv is the future value, or a cash balance you want to attain after the last payment is made. If fv is omitted, it is assumed to be 0. If fv is omitted, you must include the pmt argument.

Type is the number 0 or 1 and indicates when payments are due. Set type equal to 0 or omitted if payments are due at the end of the period, 1 if payments are due at the beginning of the period.

3. Hàm FV dùng để tính giá trị tương lai (future value)

FV(rate, nper, pmt, pv, type)

Rate is the interest rate per period.

Nper is the total number of payment periods in an annuity.

Pmt is the payment made each period; it cannot change over the life of the annuity. Typically, pmt contains principal and interest but no other fees or taxes. If pmt is omitted, you must include the pv argument.

Pv is the present value, or the lump-sum amount that a series of future payments is

¹³⁹ Vì lúc đầu trái phiếu được mua với giá bằng mệnh giá.

¹⁴⁰ Tính theo công thức tính lãi suất hoàn vốn ở phần trái phiếu coupon

worth right now. If pv is omitted, it is assumed to be 0 (zero), and you must include the pmt argument.

Type is the number 0 or 1 and indicates when payments are due. If type is omitted, it is assumed to be 0.

4. Hàm NPER dùng để tính thời gian của công cụ nợ:

NPER(rate, pmt, pv, fv, type)

Rate is the interest rate per period.

Pmt is the payment made each period; it cannot change over the life of the annuity. Typically, pmt contains principal and interest but no other fees or taxes.

Pv is the present value, or the lump-sum amount that a series of future payments is worth right now.

Fv is the future value, or a cash balance you want to attain after the last payment is made. If fv is omitted, it is assumed to be 0 (the future value of a loan, for example, is 0).

Type is the number 0 or 1 and indicates when payments are due.

5. Hàm RATE dùng để tính lãi suất chiết khấu:

RATE(nper, pmt, pv, fv, type, guess)

Nper is the total number of payment periods in an annuity.

Pmt is the payment made each period and cannot change over the life of the annuity. Typically, pmt includes principal and interest but no other fees or taxes. If pmt is omitted, you must include the fv argument.

Pv is the present value - the total amount that a series of future payments is worth now.

Fv is the future value, or a cash balance you want to attain after the last payment is made. If fv is omitted, it is assumed to be 0 (the future value of a loan, for example, is 0).

Type is the number 0 or 1 and indicates when payments are due.

Guess is your guess for what the rate will be. If you omit guess, it is assumed to be 10 percent. If RATE does not converge, try different values for guess. RATE usually converges if guess is between 0 and 1.

6. Hàm PMT dùng để tính số tiền phải trả định kỳ trong khoản vay trả góp:

PMT(rate, nper, pv, fv, type)

Rate is the interest rate for the loan.

Nper is the total number of payments for the loan.

Pv is the present value, or the total amount that a series of future payments is worth now; also known as the principal.

Fv is the future value, or a cash balance you want to attain after the last payment is made. If fv is omitted, it is assumed to be 0 (zero), that is, the future value of a loan is 0.

Type is the number 0 (zero) or 1 and indicates when payments are due.

7. Hàm FVCHEDULE cho phép tính giá trị tương lai của khoản vốn gốc ban đầu theo phương pháp lãi ghép nhưng lãi suất thay đổi qua các năm:

FVCHEDULE(principal, schedule)

Principal is the present value.

Schedule is an array of interest rates to apply.

Nếu gọi P là số vốn gốc ban đầu, $i_1, i_2, i_3, \dots, i_n$ là các mức lãi suất trong n năm đầu tư.

Nếu $i_1 = i_2 = i_3 = \dots = i_n = i$ thì $FV_n = (1 + i)^n$ và có thể dùng hàm FV để tính.

Nếu các mức lãi suất này là khác nhau thì $FV_n = (1 + i_1)(1 + i_2) \dots (1 + i_n)$ và phải dùng hàm FVCHEDULE để tính.

8. Hàm IRR để tính lãi suất hoàn vốn hoặc tỷ suất hoàn vốn nội bộ:

IRR(values, guess)

Values is an array or a reference to cells that contain numbers for which you want to calculate the internal rate of return.

Values must contain at least one positive value and one negative value to calculate the internal rate of return.

IRR uses the order of values to interpret the order of cash flows. Be sure to enter your payment and income values in the sequence you want.

If an array or reference argument contains text, logical values, or empty cells, those values are ignored.

Guess is a number that you guess is close to the result of IRR. In most cases you do not need to provide guess for the IRR calculation. If guess is omitted, it is assumed to be 0.1 (10 percent).

IRR is closely related to NPV, the net present value function. The rate of return calculated by IRR is the interest rate corresponding to a 0 (zero) net present value.

Hàm IRR được dùng khi các dòng tiền vào ra xảy ra cách nhau những khoảng thời gian bằng nhau, nếu không cách nhau những khoảng thời gian bằng nhau thì phải dùng hàm XIRR.

9. Hàm NPV giá trị hiện tại ròng của một dự án đầu tư sử dụng một lãi suất chiết khấu nhất định. NPV dương thì có nghĩa là dự án này nên đầu tư và ngược lại.

NPV(rate, value1, value2, ...)

Rate is the rate of discount over the length of one period.

Value1, value2, ... are 1 to 29 arguments representing the payments and income. Value1, value2, ... must be *equally spaced in time and occur at the end of each period*.

NPV uses the order of value1, value2, ... to interpret the order of cash flows. Be sure to enter your payment and income values in the correct sequence.

Arguments that are numbers, empty cells, logical values, or text representations of numbers are counted; arguments that are error values or text that cannot be translated into numbers are ignored.

If an argument is an array or reference, only numbers in that array or reference are counted. Empty cells, logical values, text, or error values in the array or reference are ignored.

Remarks

The NPV investment begins one period before the date of the value1 cash flow and ends with the last cash flow in the list. The NPV calculation is based on future cash flows. If your first cash flow occurs at the beginning of the first period, the first value must be added to the NPV result, not included in the values arguments.

NPV is similar to the PV function (present value). The primary difference between PV and NPV is that PV allows cash flows to begin either at the end or at the beginning of the period. Unlike the variable NPV cash flow values, PV cash flows must be constant throughout the investment.

Hàm NPV chỉ áp dụng khi các dòng tiền cách nhau những khoảng thời gian đều đặn. Nếu không như vậy, phải áp dụng hàm XNPV.

10. Các hàm khác

Các hàm hay dùng cho khoản vay hoàn trả cố định: PPMT, IPMT, CUMIPMT, CUMPRINC.

Các hàm dùng cho chứng khoán chiết khấu (discounted security): PRICEDISC, DISC, YIELDDISC.

Các hàm dùng trong tính giá chứng khoán khác: TBILLEQ, RECEIVED, INTRATE, PRICEMAT, COUPNUM, COUPPCD, ODDLPRICE, COUPDAYS, COUPDAYSNC, COUPNCD, ODDFPRICE, COUPDAYBS, PRICE, ODDYIELD, YIELD, MDURATION, ACCRINT, ODDFYIELD, DURATION.

4. Các nhân tố ảnh hưởng đến lãi suất

Có thể chia các nhân tố này thành hai nhóm lớn sau:

4.1. Nhóm nhân tố ảnh hưởng đến cung và cầu vốn vay trên thị trường

Lãi suất được xem là giá cả của quyền sử dụng vốn vay do vậy nó sẽ được xác định trên

cơ sở quan hệ cung cầu vốn vay trên thị trường.

Cầu vốn vay là nhu cầu vay vốn phục vụ sản xuất kinh doanh hoặc tiêu dùng của các chủ thể khác nhau trong nền kinh tế. *Cầu về vốn vay được cấu thành từ các bộ phận sau:*

- Nhu cầu vay của các doanh nghiệp và hộ gia đình nhằm hình thành vốn đầu tư và trang trải các chi phí liên quan đến quá trình sản xuất và tiêu dùng. Trong điều kiện các yếu tố khác (lạm phát dự tính, khả năng sinh lợi dự tính của các cơ hội đầu tư) không đổi, nhu cầu vốn của doanh nghiệp và của hộ gia đình biến động ngược chiều với sự biến động của lãi suất.
- Nhu cầu vay vốn của khu vực chính phủ nhằm bù đắp thiếu hụt ngân sách nhà nước. Nhu cầu này độc lập với sự biến động của lãi suất.
- Nhu cầu vay vốn của chủ thể nước ngoài bao gồm các loại chủ thể như doanh nghiệp, chính phủ nước ngoài, các tổ chức tài chính trung gian nước ngoài. Nhóm nhu cầu này biến động ngược chiều với biến động của lãi suất.

Tổng hợp lại, cả ba bộ phận trên tạo thành cầu vốn vay của xã hội. Cầu vốn vay biến động ngược chiều với sự biến động của lãi suất. Vì lẽ đó, đường cầu biểu diễn mối quan hệ giữa lãi suất và cầu vốn vay là đường dốc xuống. Độ dốc càng thoải phản ánh lượng cầu vốn vay càng nhạy cảm nhiều với lãi suất.

Cung vốn vay là khối lượng vốn dùng để cho vay kiếm lời của các chủ thể khác nhau trong xã hội. *Cung vốn vay được tạo bởi các nguồn sau:*

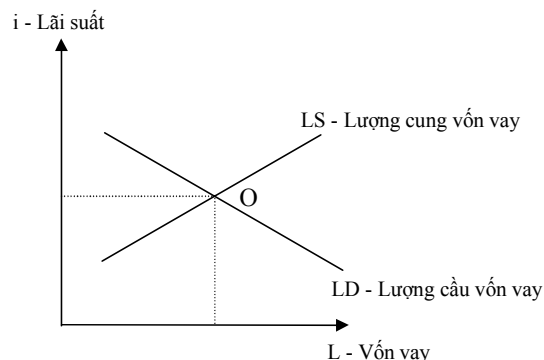
- Tiền gửi tiết kiệm của các hộ gia đình. Đây là bộ phận quan trọng nhất của quỹ cho vay. Trong điều kiện bình thường, tiền gửi tiết kiệm phụ thuộc nhiều vào lãi suất: nếu lãi suất tăng sẽ làm tăng nhu cầu tiết kiệm và ngược lại. Tuy nhiên mức độ nhạy cảm này còn tùy thuộc vào tình trạng của nền kinh tế cũng như thói quen tiết kiệm và tiêu dùng của công chúng.
- Nguồn vốn tạm thời nhàn rỗi của các doanh nghiệp dưới hình thức: quỹ khấu hao cơ bản, lợi nhuận chưa chia, các quỹ khác chưa sử dụng... Nguồn vốn này biến động cùng chiều với lãi suất tuy không nhạy cảm nhiều như nguồn trên.
- Các khoản thu chưa sử dụng đến của ngân sách nhà nước. Bộ phận này chỉ chiếm một phần nhỏ trong tổng quỹ cho vay của nền kinh tế và không phụ thuộc vào lãi suất.
- Nguồn vốn của các chủ thể nước ngoài có thể là chính phủ, có thể là doanh nghiệp, có thể là dân cư nước ngoài. Sự biến động của nguồn vốn này cùng chiều với sự biến động của lãi suất¹⁴¹.

¹⁴¹ Đối với các nước đang phát triển, trong bộ phận vốn vay từ nước ngoài còn có vốn vay phát triển chính thức do chính phủ các nước phát triển cấp cho các nước đang phát triển. Bộ phận này không chịu ảnh

Như vậy, cung vốn vay được tạo bởi số vốn dư thừa chưa sử dụng đến của các hộ gia đình, các doanh nghiệp, chính phủ và nước ngoài. Mặc dù có những bộ phận biến động không phụ thuộc vào lãi suất nhưng vì chúng không chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu quỹ cho vay nên nhìn chung cung vốn vay vẫn phụ thuộc vào lãi suất. Trong điều kiện các nhân tố khác (lạm phát dự tính, của cải...) không thay đổi, cung vốn vay tăng khi lãi suất tăng và ngược lại.

Đường cung vốn vay biểu diễn mối quan hệ giữa lãi suất và lượng cung vốn vay là đường dốc lên. Độ dốc càng thoải thể hiện cung vốn vay càng nhạy cảm với lãi suất.

Đường cung và cầu vốn vay cắt nhau tại điểm cân bằng làm hình thành nên mức lãi suất cân bằng trên thị trường (là mức lãi suất mà thị trường luôn hướng tới). Đó là mức lãi suất làm lượng cung vốn vay bằng với lượng cầu vốn vay.



Đường cung cầu vốn vay nói trên cho các nhà kinh tế một mô hình để xác định lãi suất thị trường, được gọi là *mô hình “Khuôn mẫu tiền vay” (Loanable funds framework)*.

Điểm cân bằng cung - cầu vốn vay tại một thời điểm xác định mức lãi suất thị trường tại thời điểm đó. Vì vậy, các nhân tố ảnh hưởng tới lãi suất thị trường cũng chính là những nhân tố làm thay đổi điểm cân bằng của thị trường. Những nhân tố này bao gồm:

- Những nhân tố làm dịch chuyển đường cung vốn vay: là những nhân tố làm cung vốn vay thay đổi ở mỗi mức lãi suất cho trước.
- Những nhân tố làm dịch chuyển đường cầu vốn vay: là những nhân tố làm cầu vốn vay thay đổi ở mỗi mức lãi suất cho trước.

4.1.1. Nhóm các nhân tố làm dịch chuyển đường cung vốn vay:

- *Tài sản và thu nhập*: Trong giai đoạn đang tăng trưởng kinh tế, thu nhập và do đó

hưởng của lãi suất. Ngoài ra, các nhân tố như mức độ mở cửa của thị trường tài chính trong nước cũng có thể làm giảm độ nhạy cảm của luồng vốn từ bên ngoài với lãi suất trong nước.

tài sản của các chủ thể kinh tế tăng lên làm tăng khả năng cung ứng vốn¹⁴². Cung vốn vay vì vậy tăng lên và đường cung vốn vay dịch chuyển sang phải. Ngược lại, trong giai đoạn suy thoái kinh tế, cung vốn cho vay giảm, đường cung vốn vay dịch chuyển sang trái.

- *Lợi tức dự tính*: Lợi tức dự tính của các công cụ nợ không chỉ phụ thuộc vào lãi suất của công cụ nợ mà còn phụ thuộc vào sự biến động giá thị trường của công cụ đó. Lợi tức dự tính của các công cụ nợ tăng lên¹⁴³ sẽ làm nhu cầu mua các công cụ đó tăng lên, do đó làm tăng cung vốn vay (đường cung vốn vay dịch chuyển sang phải) và ngược lại. Ví dụ: lãi suất được dự tính là cao hơn trong tương lai sẽ làm giảm nhu cầu mua các công cụ nợ dài hạn của các chủ thể kinh tế¹⁴⁴, vì thế mà nguồn cung vốn dài hạn giảm xuống. Lợi tức dự tính của các dạng tài sản khác thay đổi cũng có thể dẫn đến sự thay đổi trong cung vốn vay. Chẳng hạn, một sự tăng lên của lạm phát dự tính sẽ làm tăng giá của các tài sản hữu hình và do vậy sẽ làm giảm lợi tức dự tính của việc cho vay so với mua các tài sản hữu hình. Kết quả là cung vốn vay giảm xuống.
- *Rủi ro*: Nếu như rủi ro mất vốn khi cho vay tăng lên thì việc cho vay trở nên kém hấp dẫn, cung vốn vay sẽ giảm xuống làm cho đường cung vốn vay dịch chuyển sang trái. Điều này thường xảy ra khi giá cả các công cụ nợ lên xuống thất thường hay nguy cơ vỡ nợ của các tổ chức tín dụng tăng lên.
- *Tính lòng*: Tính lòng của các công cụ đầu tư là khả năng chuyển đổi thành tiền mặt của công cụ đó một cách nhanh chóng và ít tổn kém. Nếu như các công cụ nợ như trái phiếu có thể mua bán dễ dàng thì sẽ làm tăng nhu cầu đầu tư vào chúng và vì vậy cung vốn vay sẽ tăng lên, đường cung vốn dịch chuyển sang phải. Ví dụ giảm phí môi giới trên thị trường trái phiếu sẽ làm tăng tính lòng của chúng lên vì người ta có thể mua bán chúng với chi phí giao dịch thấp hơn trước.

4.1.2. Nhóm các nhân tố làm dịch chuyển đường cầu vốn vay:

- *Khả năng sinh lợi dự tính của các cơ hội đầu tư*: Càng có nhiều cơ hội đầu tư sinh lợi thì càng làm tăng nhu cầu đi vay, từ đó làm đường cầu vốn vay dịch chuyển sang phải. Điều này thường thấy trong điều kiện nền kinh tế tăng trưởng.
- *Lạm phát dự tính*: Chi phí thực của việc vay tiền được xác định chính xác hơn bằng lãi suất thực, nó bằng lãi suất danh nghĩa trừ đi tỷ lệ lạm phát dự tính. Với

¹⁴² Do một bộ phận lớn tài sản của các chủ thể được để dưới dạng các khoản cho vay cho nên khi tài sản tăng, bộ phận tài sản dưới dạng các khoản cho vay cũng tăng theo.

¹⁴³ Do các nhân tố không phải là lãi suất gây ra.

¹⁴⁴ Do trong trường hợp này giá của các trái phiếu dài hạn giảm mạnh có thể gây tổn thất về vốn cho những người sở hữu chúng.

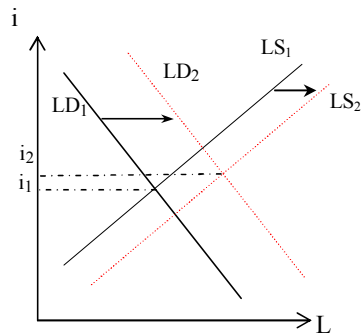
một mức lãi suất cho trước, khi lạm phát dự tính là tăng lên thì chi phí thực của việc vay tiền giảm xuống, điều này làm tăng nhu cầu vay vốn và đường cầu vốn vay dịch chuyển sang phải.

- *Tình hình ngân sách chính phủ:* Vì chính phủ các nước hiện nay có xu hướng tài trợ cho thâm hụt ngân sách bằng đi vay nên tình trạng thâm hụt ngân sách của chính phủ sẽ tác động tới nhu cầu vay vốn của chính phủ và do đó tác động đến nhu cầu vay vốn của nền kinh tế. Thâm hụt ngân sách chính phủ lớn hơn làm tăng nhu cầu vay vốn và làm cho đường cầu vốn vay dịch chuyển sang phải.

Để hiểu rõ hơn về cách dự báo sự thay đổi của lãi suất dựa vào mô hình này, chúng ta sẽ phân tích hai trường hợp cụ thể sau:

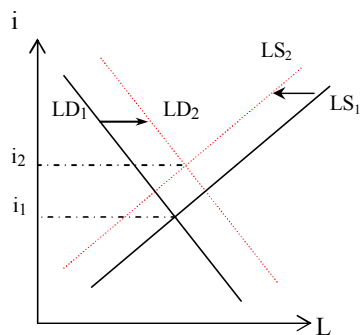
Trường hợp 1: Những thay đổi trong lạm phát dự tính (Hiệu ứng Fisher)

Khi lạm phát dự tính tăng lên, lợi tức dự tính của việc cho vay so với việc đầu tư vào các tài sản hữu hình giảm xuống tại mọi mức lãi suất làm cho cung vốn vay giảm, đường cung vốn vay dịch chuyển sang trái. Lạm phát dự tính xảy ra cũng làm chi phí thực của việc vay tiền giảm dẫn đến nhu cầu vay vốn tăng lên, đường cầu vốn vay dịch chuyển sang phải. Kết quả là lãi suất cân bằng tăng. Như vậy khi lạm phát dự tính xảy ra lãi suất sẽ tăng. Nhà kinh tế học Irving Fisher là người đầu tiên đã nêu ra sự liên hệ giữa lạm phát dự tính với lãi suất vì vậy mối liên hệ đó còn được gọi là *Hiệu ứng Fisher*.



Trường hợp 2: Giai đoạn phát triển trong chu kỳ kinh doanh

Khi kinh tế phát triển, các cơ hội đầu tư sinh lời tăng lên làm cho nhu cầu vay vốn tăng mạnh, đường cầu vốn vay dịch chuyển sang phải. Mặt khác, trong điều kiện kinh tế phát triển, của cải cũng tăng lên và sẽ kích thích tăng cung vốn vay, đường cung vốn vay sẽ dịch chuyển sang phải. Vậy lãi suất cân bằng sẽ tăng hay giảm? Điều này còn phụ thuộc vào mức độ dịch chuyển của các đường cung, cầu vốn vay. Nếu đường cầu vốn vay dịch chuyển nhiều hơn thì lãi suất cân bằng sẽ tăng lên và ngược lại đường cung vốn vay dịch chuyển nhiều hơn thì lãi suất cân bằng



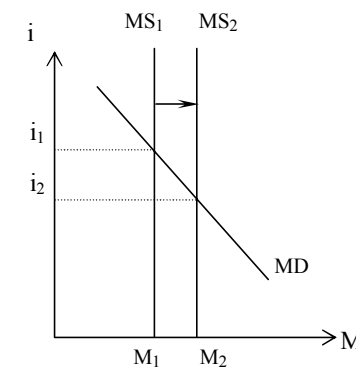
sẽ hạ xuống. Tuy nhiên trong thực tế thì lãi suất cân bằng trong những điều kiện như vậy thường tăng lên, tức là đường cầu vốn vay dịch chuyển nhiều hơn đường cung vốn vay (do hiệu ứng tăng cung vốn vay từ tăng của cải diễn ra chậm hơn hiệu ứng tăng cầu vốn vay do nền kinh tế tăng trưởng nhanh).

Trong thực tế, khi nghiên cứu về lãi suất người ta không nghiên cứu từ góc độ cung cầu vốn chung chung mà thường người ta tìm ra loại lãi suất nào có ảnh hưởng lớn nhất tới xu hướng biến động của lãi suất trên thị trường để rồi từ đó tập trung nghiên cứu nó. Ví dụ: Mỹ tập trung vào lãi suất trái phiếu còn Việt nam tập trung vào lãi suất ngân hàng.

4.2. Nhóm các nhân tố ảnh hưởng đến cung và cầu tiền tệ

Khi nghiên cứu về cung cầu tiền tệ, ta thấy có mối liên hệ giữa lãi suất với cung cầu tiền tệ trên thị trường: ứng với mỗi một mức cung cầu tiền sẽ xác định được một mức lãi suất cân bằng tương ứng. Cho nên có thể nói những nhân tố ảnh hưởng đến quan hệ cung cầu tiền tệ trên thị trường cũng sẽ ảnh hưởng tới sự biến động của lãi suất trên thị trường.

Để phân tích ảnh hưởng của cung cầu tiền tệ tới mức lãi suất cân bằng, mô hình “Khuôn mẫu ưa thích tiền mặt” (Liquidity preference framework) ở hình bên được sử dụng. Khuôn mẫu ưa thích tiền mặt cho thấy lãi suất cân bằng thay đổi khi các đường cung, cầu tiền tệ dịch chuyển. Vì vậy, các nhân tố làm dịch chuyển đường cung cầu tiền tệ (tức là các nhân tố làm cung cầu tiền tệ thay đổi ở mỗi mức lãi suất cho trước) cũng chính là các nhân tố làm thay đổi lãi suất cân bằng. Dưới đây, chúng ta sẽ xem xét lần lượt các nhân tố này.



4.2.1. Nhóm các nhân tố làm dịch chuyển đường cầu tiền:

- *Thu nhập:* Thu nhập tăng lên sẽ làm tăng nhu cầu nắm giữ tiền để giao dịch và làm nơi cất trữ giá trị, do đó làm cho lượng cầu tiền tăng lên và đường cầu tiền dịch chuyển sang phải. Lập luận tương tự với trường hợp thu nhập giảm sẽ có sự dịch chuyển của đường cầu tiền sang trái.
- *Mức giá:* Những thay đổi của mức giá sẽ làm cầu về tiền thực tế thay đổi nếu cầu tiền danh nghĩa chưa thay đổi. Do nền kinh tế có xu hướng cầu một lượng tiền thực tế không đổi ứng với một mức lãi suất và thu nhập nhất định nên cầu tiền danh nghĩa sẽ phải thay đổi theo mức giá để đảm bảo ổn định cầu tiền thực tế. Kết quả là một sự tăng lên của mức giá sẽ làm lượng cầu tiền tăng lên, đường cầu tiền dịch chuyển sang phải và ngược lại.

4.2.2. Nhóm các nhân tố làm dịch chuyển đường cung tiền:

Cung tiền trong nền kinh tế hiện nay phần lớn chịu sự tác động của chính sách tiền tệ của các NHTW. Do đó việc sử dụng các công cụ của chính sách tiền tệ sẽ làm thay đổi cung tiền. Một sự tăng lên của lượng tiền cung ứng do NHTW tạo ra sẽ làm dịch chuyển đường cung tiền sang phải và ngược lại.

Cung tiền (đặc biệt là cơ sở tiền) thay đổi, ngoài những hoạt động nhằm thực thi mục tiêu của chính sách tiền tệ ra, còn chịu ảnh hưởng bởi mức độ phụ thuộc của NHTW vào chính phủ và chế độ tỷ giá hối đoái của nước đó. Nếu sự phụ thuộc của NHTW vào chính phủ cao thì tình trạng thâm hụt ngân sách kéo dài có thể sẽ tạo sức ép khiến NHTW phải in tiền mua các chứng khoán chính phủ vào để tài trợ cho thâm hụt ngân sách dẫn đến tăng cung tiền. Thêm vào đó, một chế độ tỷ giá hối đoái cố định đòi hỏi sự can thiệp của NHTW vào thị trường ngoại hối thông qua hoạt động mua bán ngoại tệ, và do vậy cũng sẽ ảnh hưởng đến cơ sở tiền và do đó là cung tiền.

Những hiểu biết về mô hình “Khuôn mẫu ưa thích tiền mặt” sẽ giúp xem xét một cách toàn diện hơn ảnh hưởng của CSTT tới lãi suất cũng như hiểu sâu sắc hơn về sự tương quan giữa tiền và lãi suất.

Những nghiên cứu về ảnh hưởng của tiền tệ tới lãi suất đã gọi cho chúng ta ý nghĩ rằng: một sự tăng cung tiền sẽ làm cho lãi suất thị trường hạ xuống. Ý kiến này cũng nhận được sự ủng hộ của nhiều nhà hoạch định chính sách cho đến khi xuất hiện những chỉ trích gay gắt của Milton Friedman về hiệu quả của CSTT mở rộng tới lãi suất. Theo ông, một sự tăng lên của lượng tiền cung ứng sẽ chỉ làm lãi suất giảm xuống khi mọi nhân tố khác là không thay đổi. Tuy nhiên, một sự tăng lên của lượng tiền cung ứng sẽ không để cho các nhân tố khác không đổi, khiến cho có thể xuất hiện thêm các tác động khác. Và nếu như những tác động này là quan trọng thì ảnh hưởng của CSTT mở rộng tới lãi suất có thể không giống như mọi người vẫn nghĩ. Sau đây chúng ta sẽ xem xét tác dụng toàn diện của CSTT mở rộng tới lãi suất trên cơ sở vận dụng mô hình “Khuôn mẫu ưa thích tiền mặt”.

❶ *Tác dụng tính lỏng*: CSTT mở rộng làm cung tiền tăng, đường cung tiền dịch chuyển sang phải làm lãi suất cân bằng giảm xuống như đồ thị bên. Tác dụng này của CSTT mở rộng tới lãi suất được gọi là “*tác dụng tính lỏng*”.

❷ *Tác dụng thu nhập*: Lượng tiền cung ứng tăng lên còn làm cho nền kinh tế tăng trưởng, và do đó sẽ làm tăng thu nhập quốc dân và của cải. Điều này sẽ làm đường cầu tiền tệ dịch chuyển sang phải, và theo mô hình “Khuôn mẫu ưa thích tiền mặt” lãi suất cân bằng sẽ phải tăng lên. Tác dụng này của CSTT mở rộng tới lãi suất được gọi là “*tác dụng thu nhập*”.

❸ *Tác dụng mức giá*: Một sự tăng lượng tiền cung ứng cũng có thể làm cho mức giá

chung tăng. Mô hình “Khuôn mẫu ưa thích tiền mặt” báo trước rằng điều này sẽ dẫn đến một sự tăng lãi suất. Tác dụng này được gọi là “*tác dụng mức giá*”.

❹ *Tác dụng lạm phát dự tính*: Một sự tăng lên của lượng tiền cung ứng có thể khiến cho các chủ thể kinh tế dự tính một mức giá cao hơn trong tương lai, do đó mức lạm phát dự tính sẽ cao hơn. Những phân tích về mô hình “Khuôn mẫu tiền vay” ở trên đã cho ta biết rằng việc tăng lạm phát dự tính này sẽ đưa đến một mức lãi suất cao hơn¹⁴⁵.

Thoạt nhìn, có vẻ như là tác dụng mức giá và tác dụng lạm phát dự tính là như nhau. Cả hai chỉ ra rằng những sự tăng mức giá do một sự tăng lượng tiền cung ứng gây ra sẽ làm tăng lãi suất. Tuy nhiên, có một sự khác nhau khó nhận thấy giữa hai thứ, và đây là lý do vì sao chúng được thảo luận như hai tác dụng riêng biệt.

Giả sử có tăng một lần về lượng tiền cung ứng hôm nay, dẫn tới một sự tăng giá đến một mức cao hơn cố định vào năm tới. Do mức giá này tăng suốt thời gian của năm nay, lãi suất sẽ tăng thông qua tác dụng mức giá. Chỉ vào cuối năm, khi mức giá đã tăng đến đỉnh của nó thì tác dụng mức giá sẽ ở cực đại.

Mức giá tăng lên này cũng sẽ tăng lãi suất thông qua tác dụng lạm phát dự tính bởi vì các chủ thể kinh tế dự tính rằng lạm phát sẽ cao hơn suốt cả năm. Tuy nhiên, khi mức giá ngừng tăng ở năm sau, lạm phát và lạm phát dự tính sẽ giảm trở lại và tới mức số không. Bất kỳ sự tăng lãi suất nào vốn xem như kết quả của sự tăng lạm phát dự tính vào lúc đầu thì bây giờ sẽ bị đảo ngược. Như vậy, chúng ta thấy rằng, khác với tác dụng mức giá, là tác dụng đạt tới tác động mạnh nhất của nó vào năm sau, tác dụng lạm phát dự tính sẽ có tác dụng nhỏ nhất của nó (tức là mức số không) vào năm sau. Sự khác nhau cơ bản này giữa hai tác dụng diễn ra sau đó là ở chỗ tác dụng mức giá giữ nguyên ngay cả khi giá đã ngừng tăng, trong khi tác dụng lạm phát dự tính thì không như vậy. Một điều quan trọng là tác dụng lạm phát dự tính sẽ chỉ tiếp tục nếu mức giá tiếp tục tăng, và điều này sẽ chỉ có được nếu sự tăng trưởng mức cung tiền được duy trì.

Phối hợp lại các tác dụng đã chỉ ra, chúng ta thấy chỉ có tác dụng tính lỏng làm lãi suất giảm xuống khi cung tiền tăng, còn 3 tác dụng còn lại đều làm lãi suất tăng lên dưới tác động của tăng cung tiền. Do vậy, CSTT mở rộng sẽ làm lãi suất tăng hay giảm tùy thuộc vào việc tác dụng nào lớn hơn và chúng diễn ra sớm hay muộn.

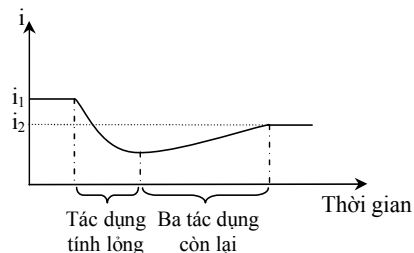
Nhìn chung, tác dụng tính lỏng thường xảy ra ngay tức khắc và do đó sẽ dẫn đến sự giảm ngay tức khắc lãi suất cân bằng. Tác dụng thu nhập và tác dụng mức giá cần có thời gian để tác động bởi vì lượng tiền cung ứng tăng lên cần thời gian để tăng mức giá và thu nhập, rồi chúng mới làm tăng lãi suất. Tác dụng lạm phát dự tính diễn ra nhanh hay chậm

¹⁴⁵ Cần chú ý là ảnh hưởng của việc tăng lượng tiền cung ứng trong tác dụng này là tác động tới dự tính của các chủ thể kinh tế về mức giá trong tương lai còn thực sự nó tác động tới mức giá như thế nào thì lại được đề cập ở “tác dụng mức giá”.

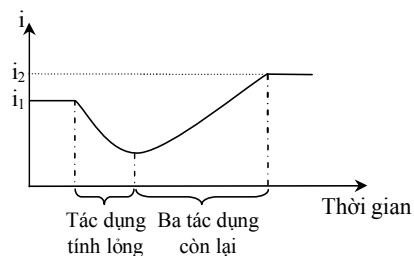
tùy theo sự điều chỉnh của các chủ thể kinh tế về dự tính lạm phát của mình.

Và như vậy, có thể có 3 khả năng xảy ra với lãi suất thị trường khi cung tiền tăng. Chúng được mô tả bằng 3 đồ thị dưới đây:

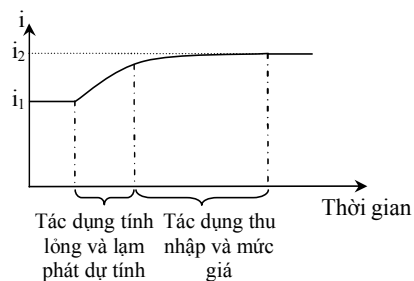
Đồ thị thứ nhất cho thấy một trường hợp trong đó tác dụng tính lỏng vượt trội hơn những tác dụng khác, do đó lãi suất giảm từ i_1 ở thời điểm bắt đầu tăng cung tiền tới i_2 ở thời điểm kết thúc tác dụng của việc tăng cung tiền. Tác dụng tính lỏng diễn ra nhanh chóng làm lãi suất tụt giảm, nhưng qua một thời gian, các tác dụng khác bắt đầu đảo lộn phần nào sự sụt giảm này. Tuy nhiên, do tác dụng tính lỏng lớn hơn các tác dụng khác, lãi suất không bao giờ tăng trở lại mức ban đầu.



Đồ thị thứ hai cho thấy trường hợp trong đó tác dụng tính lỏng yếu hơn so với các tác dụng khác. Đầu tiên, tác dụng tính lỏng đưa lãi suất xuống thấp. Sau đó các tác dụng thu nhập, mức giá và lạm phát dự tính bắt đầu làm tăng nó lên. Do những tác dụng này là vượt trội, lãi suất cuối cùng lại tăng lên trên mức ban đầu của nó, tới i_2 .



Đồ thị thứ ba biểu diễn trường hợp tác dụng lạm phát là vượt trội và diễn ra nhanh chóng bởi vì các chủ thể kinh tế tăng nhanh dự tính lạm phát của họ khi mức tăng trưởng tiền tệ được nâng lên. Tác dụng lạm phát dự tính bắt đầu ngay lập tức để chế ngự tác dụng tính lỏng, do đó lãi suất ngay lập tức bắt đầu tăng dần lên. Sau một thời gian, do tác dụng thu nhập và tác dụng mức giá bắt đầu tham dự, lãi suất tăng cao hơn nữa và kết quả sau cùng là một lãi suất cao hơn hẳn lãi suất ban đầu.



Tóm lại, nếu muốn giảm lãi suất thì cần nâng cao sự tăng trưởng cung tiền khi tác dụng tính lỏng vượt trội hơn các tác dụng khác (đồ thị 1), còn nếu các tác dụng khác vượt trội hơn tính lỏng và các dự tính lạm phát được chỉnh lại cho đúng một cách nhanh chóng thì lại phải giảm sự tăng trưởng cung tiền (đồ thị 3), trường hợp các tác dụng khác vượt trội hơn tính lỏng nhưng các dự tính lạm phát được chỉnh lại chậm chạp (đồ thị 2) thì việc

tăng hay giảm cung tiền sẽ tùy thuộc vào việc các nhà hoạch định chính sách quan tâm đến những diễn biến của lãi suất trong ngắn hạn hay dài hạn.

Trên đây là hai mô hình cơ bản thường được các nhà kinh tế sử dụng khi dự báo về lãi suất. Điều cần lưu ý khi sử dụng hai mô hình “Khuôn mẫu tiền vay” và “Khuôn mẫu ưa thích tiền mặt” để xác định lãi suất cân bằng là: mô hình “Khuôn mẫu tiền vay” xác định lãi suất cân bằng trên thị trường các công cụ nợ (các khoản vay) trong khi mô hình “Khuôn mẫu ưa thích tiền mặt” xác định lãi suất cân bằng trên thị trường tiền tệ. Tuy nhiên do có mối liên hệ chặt chẽ giữa hai thị trường này nên lãi suất trên hai thị trường có xu hướng tự cân bằng với nhau¹⁴⁶. Vì vậy, việc xác định lãi suất bằng mô hình nào cũng đưa đến các kết quả tương đương.

Ngoài ra cũng cần lưu ý là trong các phân tích trên chúng ta còn chưa tính đến yếu tố từ bên ngoài quốc gia tác động đến lãi suất trong nước trong điều kiện nền kinh tế mở như tình hình lãi suất quốc tế, tình hình các nguồn tài trợ của các cá nhân, tổ chức, chính phủ nước ngoài, tình hình đầu tư từ bên ngoài hoặc đầu tư ra bên ngoài.

¹⁴⁶ Lãi suất cân bằng nhờ nghiệp vụ Arbitrage lãi suất.

Chương 7. Tài chính doanh nghiệp

1. Một số khái niệm cơ bản

1.1. Các hình thức tổ chức doanh nghiệp

Doanh nghiệp tư nhân (Sole proprietorship): Thuộc sở hữu của một cá nhân, trách nhiệm là vô hạn, chủ sở hữu phải sử dụng cả tài sản của mình (ngoài phần tài sản trước đó đã đưa vào làm tài sản doanh nghiệp) để thực hiện các nghĩa vụ tài chính của doanh nghiệp. Doanh nghiệp tư nhân không tồn tại độc lập tới chủ sở hữu nên không phải chịu thuế thu nhập doanh nghiệp. Thu nhập của doanh nghiệp tư nhân sẽ chịu thuế thu nhập cá nhân của chủ doanh nghiệp.

Năm 1901, một dược sĩ là Charles Walgreen đã mua lại một hiệu thuốc ở phía Nam Chicago. Ngày nay, Walgreen's là chuỗi cửa hàng bán thuốc lớn nhất ở Mỹ, xếp hạng 45 trong Fortune 500 (2006), xếp thứ hai trong ngành Thực phẩm và dược phẩm Mỹ.

Doanh nghiệp hợp doanh (Partnership): Thuộc sở hữu của từ hai người trở lên, trách nhiệm là vô hạn. Loại hình này bao gồm hai loại:

- *General partnership:* mọi chủ sở hữu đều chịu trách nhiệm vô hạn.
- *Limited partnership:* có một số chủ sở hữu chỉ chịu trách nhiệm giới hạn ở số vốn đã góp, nhưng phải có ít nhất một chủ sở hữu chịu trách nhiệm vô hạn.

Rất nhiều các công ty kiểm toán, tư vấn lớn trên thế giới được tổ chức theo hình thức này. Hầu hết các ngân hàng đầu tư lớn như Morgan Stanley, Salomon, Smith Barney, Merrill Lynch, Goldman Sachs hay các công ty nổi tiếng như Apple Computer, Microsoft cũng khởi đầu từ mô hình doanh nghiệp này.

Công ty trách nhiệm hữu hạn (Limited Liability Company): Hoạt động như mô hình doanh nghiệp hợp doanh (tức là có nhiều người góp vốn để thành lập doanh nghiệp) nhưng trách nhiệm của mọi thành viên đều chỉ giới hạn ở số vốn đã góp.

Công ty cổ phần (Joint Stock Company): Là loại hình doanh nghiệp phổ biến và đa dạng nhất. Công ty cổ phần được thành lập trên cơ sở góp vốn cổ phần của các cổ đông. Công ty cổ phần tồn tại như một thực thể độc lập với các chủ sở hữu, trách nhiệm giới hạn ở số vốn điều lệ. Ở Mỹ, công ty cổ phần được gọi là Corporation, ngoài ra còn có các biến thể của nó như Professional Corporation hay Professional Association (là loại hình công ty cổ phần nhưng hoạt động trong các lĩnh vực chuyên nghiệp như bác sĩ, luật sư, kế toán), Private Corporation (cổ phần không phát hành rộng rãi mà chỉ giới hạn ở một nhóm cổ đông), Public Corporation (cổ phần được phát hành rộng rãi). Các công ty cổ phần ở Mỹ thường có phần đuôi, đằng sau tên công ty, là chữ 'Inc.' (viết tắt của từ Incorporated). Ở Anh, loại hình Private Corporation thường có đuôi Ltd. (viết tắt của chữ Limited) ở cuối tên công ty (ví dụ Shell UK Ltd.), còn Public Corporation được gọi là

Public limited company (có phần đuôi là PLC) (ví dụ Rolls-Royce PLC). Ở Đức, Private Corporation được gọi là Aktiengesellschaft viết tắt là AG (ví dụ Bayerische Motorenwerke AG – BMW), Private Corporation được gọi là Gesellschaft mit Beschraenkter Haftung viết tắt là GmbH. Công ty cổ phần ở Hà lan được gọi là Naamloze Vennootschap viết tắt là NV (ví dụ Unilever NV), ở Ý là Societa per Azioni viết tắt là SpA (ví dụ Fiat SpA), ở Pháp là Société Anonyme viết tắt là SA (ví dụ Peugeot SA), ở Thụy điển là Aktiebolag viết tắt là AB (ví dụ Volvo AB).

1.2. Vốn – Tài sản của doanh nghiệp (Assets)

Vốn và tài sản có mối quan hệ mật thiết với nhau, vốn của doanh nghiệp là giá trị tài sản của doanh nghiệp được biểu hiện bằng tiền, còn tài sản là biểu hiện bên ngoài của vốn. Khi xây dựng và phân tích các chỉ tiêu về tình hình sử dụng tài sản như tốc độ luân chuyển hàng tồn kho, hiệu suất sử dụng tài sản cố định... không thể sử dụng đơn vị đo lường tài sản là cái, chiếc, tấn, m... mà phải sử dụng đơn vị đo lường tài sản là giá trị. Vì vậy tuy mục tiêu là quản lý tài sản nhưng chủ yếu phải thông qua quản lý vốn.

Tuỳ thuộc vào mục đích quản lý có nhiều cách phân loại tài sản - vốn.

- Căn cứ vào đặc điểm luân chuyển và công dụng của tài sản có 3 nhóm tài sản cơ bản là tài sản cố định (TSCĐ), tài sản lưu động (TSLĐ) và tài sản đầu tư tài chính, ngoài ra còn có 1 số tài sản khác. Ứng với các loại tài sản này có các loại vốn là vốn cố định, vốn lưu động, vốn đầu tư tài chính và vốn khác. Các phân loại này giúp đưa ra các biện pháp quản lý tài sản - vốn phù hợp với đặc điểm và công dụng của tài sản.
- Căn cứ vào thời hạn đầu tư có tài sản đầu tư ngắn hạn và dài hạn. Các phân loại này giúp bố trí nguồn vốn đầu tư có thời hạn phù hợp.

Khi lập Bảng tổng kết tài sản người ta kết hợp cả 2 cách phân loại này. Tài sản được chia thành tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn, tài sản cố định và đầu tư dài hạn. Tài sản đầu tư gồm có đầu tư tài chính và một số tài sản khác như chi phí xây dựng cơ bản dở dang.

1.2.1. Các loại tài sản cố định (fixed assets)

Tài sản cố định là tài sản tham gia vào nhiều chu kỳ sản xuất kinh doanh như máy móc thiết bị, nhà xưởng... Như vậy giá trị tài sản cố định được luân chuyển dần dần từng phần vào giá trị sản phẩm của mỗi chu kỳ kinh doanh và được bù đắp dưới dạng trích khấu hao từ doanh thu tiêu thụ sản phẩm. Trong quá trình đó, mặc dầu tài sản cố định bị hao mòn, song chúng vẫn giữ nguyên (cố định) hình thái vật chất ban đầu. Chỉ khi nào chúng bị hư hỏng không sử dụng được hoặc xét thấy không có lợi về mặt kinh tế thì khi đó mới phải thay thế đổi mới. Do đó thời gian sử dụng tài sản cố định dài, thậm chí vài chục năm đối với nhà xưởng xây dựng kiên cố.

Do đặc điểm nêu trên của tài sản cố định mà cùng 1 tài sản nhưng ở trường hợp này được coi là tài sản cố định, ở trường hợp khác lại được coi là tài sản lưu động. Chẳng hạn bò nuôi lấy sữa, sinh sản, cày kéo được coi là tài sản cố định, còn nuôi lấy thịt là tài sản lưu động, máy móc thiết bị đang ở trong kho chờ tiêu thụ là tài sản lưu động.

Đặc điểm của tài sản cố định là tham gia vào nhiều chu kỳ sản xuất kinh doanh nên quản lý tài sản cố định về mặt tài chính, kế toán là rất phức tạp. Để giảm nhẹ công việc quản lý, trong thực tế người ta coi là tài sản cố định khi đồng thời thoả mãn 2 tiêu chuẩn sau:

1. Phải có thời hạn sử dụng từ 1 năm trở lên
2. Phải có giá trị tối thiểu đến 1 mức quy định. Ở Việt nam hiện nay quy định là 5 triệu đồng trở lên.

Như vậy trong thực tế khái niệm tài sản cố định hẹp hơn trong lý thuyết, những tài sản tuy tham gia vào nhiều chu kỳ sản xuất kinh doanh, nhưng thiếu 1 trong 2 điều kiện trên được coi là công cụ, dụng cụ lao động (gọi tắt là dụng cụ lao động) và thuộc nhóm tài sản lưu động. Tuy nhiên trong thực tế còn quy định những tài sản thiếu 1 trong 2 điều kiện trên, nhưng khi chúng tập hợp theo từng tổ hợp sử dụng đồng bộ mà thoả mãn được 2 điều kiện trên thì tổ hợp này cũng được coi là tài sản cố định như các phương tiện bàn ghế, quạt, điện thoại... trong 1 phòng làm việc.

Căn cứ vào hình thái biểu hiện và tính chất sở hữu, có thể chia TSCĐ thành 3 loại:

1.2.1.1. Tài sản cố định hữu hình (tangible fixed assets): là tài sản cố định có hình thái vật chất, được chia thành các nhóm như sau:

- Đất: chỉ tiêu này trên bảng tổng kết tài sản phản ánh trị giá đất (gồm cả mặt nước, mặt biển) hình thành do việc phải bỏ chi phí để mua, đền bù, san lấp, cải tạo nhằm mục đích có được mặt bằng kinh doanh.
- Máy móc, thiết bị.
- Phương tiện vận tải, truyền dẫn thông tin, điện, nước, băng truyền tải vật tư, hàng hoá.
- Thiết bị, dụng cụ quản lý như máy tính, quạt, thiết bị kiểm tra chất lượng...
- Cây lâu năm, súc vật làm việc và cho sản phẩm.
- Tài sản cố định hữu hình khác.

Tài sản cố định hữu hình còn có thể phân loại thành:

- Tài sản cố định đang dùng cho sản xuất kinh doanh
- Tài sản cố định chờ đưa vào sử dụng như công trình xây dựng đã nghiệm thu chờ đưa vào sử dụng. Tài sản cố định nằm chờ do thiếu nguyên liệu hoặc sản phẩm khó tiêu thụ.
- Tài sản cố định không cần dùng, chờ thanh lý, chuyển nhượng hoặc cho thuê.

Cách phân loại này giúp nhà quản lý biết được 1 cách tổng quát tình hình tài sản cố định đang được dùng cho sản xuất kinh doanh, còn tiềm tàng hoặc ứ đọng để đưa ra các biện pháp khai thác.

1.2.1.2. Tài sản cố định vô hình (intangible fixed assets): Xuất phát từ yêu cầu hạch toán chi phí, hạch toán kinh doanh mà tài sản cố định còn bao gồm tài sản không có hình thái vật chất như chi phí thành lập doanh nghiệp, chi phí bằng phát minh sáng chế... Phần vốn đã bỏ ra này gọi chung là tài sản cố định vô hình. Như vậy tài sản cố định vô hình là tài sản cố định không có hình thái vật chất, thể hiện 1 lượng giá trị đã được đầu tư chi trả nhằm có được các lợi ích hoặc các nguồn có tính kinh tế mà giá trị của chúng xuất phát từ các đặc quyền hoặc quyền của doanh nghiệp. Khoản chi phí nào không đồng thời thoả mãn 2 điều kiện để được coi là tài sản cố định thì được hạch toán thẳng hoặc được phân bổ dần vào chi phí kinh doanh.

Tài sản cố định vô hình được chia thành các nhóm như sau:

- Quyền sử dụng đất (chỉ áp dụng ở Việt nam): Giá trị quyền sử dụng đất là giá trị quyền sử dụng 1 diện tích đất trong 1 thời gian nhất định, thuộc nguồn vốn nhà nước cấp cho doanh nghiệp nhà nước. Đây là tài sản cố định vô hình duy nhất không phải do đầu tư chi trả mà doanh nghiệp nhà nước có được. Thường Nhà nước giao quyền sử dụng đất cho các doanh nghiệp nhà nước hoạt động công ích và yêu cầu tính khấu hao vào chi phí, còn các doanh nghiệp khác phải thuê đất.
- Chi phí thành lập, chuẩn bị sản xuất kinh doanh: Gồm có chi phí thăm dò thị trường, lập dự án đầu tư, quảng cáo, khai trương, lệ phí đăng ký kinh doanh...
- Bằng phát minh sáng chế: Giá trị bằng phát minh sáng chế được xác định bằng chi phí doanh nghiệp phải trả cho các công trình nghiên cứu, sản xuất thử được nhà nước cấp bằng phát minh sáng chế hoặc doanh nghiệp mua lại bản quyền phát minh sáng chế từ người sở hữu chúng.
- Chi phí nghiên cứu, phát triển: để chế thử sản phẩm mới, cải tiến công nghệ... tăng sức cạnh tranh. Đối với những doanh nghiệp lớn đây là công việc thường xuyên, bởi vì họ có vốn đầu tư và chịu được rủi ro nếu không thành công.
- Chi phí lợi thế kinh doanh (thương mại): Xuất hiện khi mua lại 1 doanh nghiệp khác. Ngoài số tiền trả bằng giá trị thực tế của các tài sản hữu hình, doanh nghiệp phải trả thêm 1 số tiền bởi sự thuận lợi của vị trí địa lý, danh tiếng của doanh nghiệp (uy tín mặt hàng, sự tin nhiệm đối với bạn hàng)...
- Tài sản cố định vô hình khác, thường có các dạng cơ bản sau:
 - Độc quyền nhãn hiệu và tên hiệu: Là chi phí phải trả cho việc mua loại nhãn hiệu, tên hiệu nào đó đã được đăng ký độc quyền.

- Quyền đặc nhượng: Là chi phí doanh nghiệp phải trả để có được đặc quyền thực hiện khai thác các nghiệp vụ quan trọng hoặc sản xuất độc quyền 1 loại sản phẩm theo các hợp đồng đặc nhượng ký kết với nước ngoài hoặc 1 đơn vị nhượng quyền.
- Bản quyền tác giả: Là chi phí tiền thù lao trả cho tác giả, người được Nhà nước cho độc quyền phát hành và bán tác phẩm của mình.

Khoản đầu tư chi trả kể trên được coi là tài sản và là tài sản cố định bởi vì:

Thứ nhất: Tất cả những gì doanh nghiệp phải bỏ tiền ra để có được đều là tài sản của doanh nghiệp. Theo nguyên tắc hạch toán kinh doanh thì mọi chi phí (vốn) bỏ ra cho hoạt động kinh doanh phải được bù đắp, tái tạo bằng cách tính vào chi phí sản phẩm và qua đó phản ánh đúng số lượng lợi nhuận thu được.

Thứ hai: Những khoản chi phí trên là không nhỏ, nếu tính hết vào 1 chu kỳ kinh doanh hoặc trong thời gian ngắn sẽ làm cho doanh nghiệp bị lỗ, như vậy mục đích thu hồi vốn đầu tư tài sản cố định vô hình không thực hiện được, đồng thời không phản ánh đúng kết quả kinh doanh vì tài sản cố định vô hình phát huy tác dụng trong thời gian dài.

Cạnh tranh trong nền kinh tế thị trường đòi hỏi các doanh nghiệp phải quan tâm đến đầu tư tài sản cố định vô hình vì hầu hết chúng có tác dụng quan trọng là tăng khả năng cạnh tranh tiêu thụ sản phẩm trong thời gian dài.

1.2.1.3. Tài sản cố định thuê tài chính: là các tài sản cố định hữu hình dưới dạng máy móc thiết bị sản xuất kinh doanh được doanh nghiệp thuê mua tài chính. Do chưa thuộc quyền sở hữu của doanh nghiệp nên không thể đưa chúng vào loại tài sản cố định hữu hình của doanh nghiệp.

Thuê tài chính có thời hạn dài nên tuy không thuộc quyền sở hữu của doanh nghiệp, nhưng doanh nghiệp có nghĩa vụ pháp lý khấu hao, bảo dưỡng, giữ gìn và sử dụng như tài sản của doanh nghiệp. Vì vậy, doanh nghiệp cũng cần quản lý tài sản cố định thuê tài chính như các tài sản cố định hữu hình thuộc sở hữu của doanh nghiệp. Hơn nữa thời hạn thuê rất dài nên có thể coi nó như khoản tín dụng trung, dài hạn. Vì lý do trên nên cần đưa tài sản cố định thuê tài chính vào bảng tổng kết tài sản để theo dõi tình hình khấu hao và tình hình trả nợ thuê.

Ở Việt nam, một giao dịch thuê TSCĐ được coi là giao dịch cho thuê tài chính nếu thoả mãn một trong những điều kiện sau đây:

- Khi kết thúc thời hạn cho thuê, bên đi thuê được chuyển quyền sở hữu hoặc được tiếp tục thuê hoặc được mua theo giá thấp hơn giá trị thực tế.
- Thời hạn cho thuê ít nhất phải bằng 60% thời gian cần thiết để khấu hao tài sản thuê.
- Tổng số tiền thuê ít nhất phải tương đương 90% giá trị tài sản đó vào thời điểm ký

hợp đồng. Việt nam quy định là 100%.

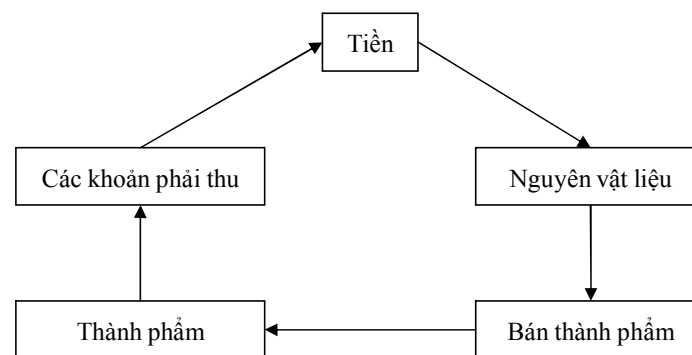
Giao dịch thuê TSCĐ không thoả mãn một trong các điều kiện trên được coi là thuê hoạt động (thuê vận hành). Do thời hạn thuê ngắn nên tài sản thuê vận hành theo dõi ngoài bảng tổng kết tài sản.

Bảng tổng kết tài sản phản ánh giá trị còn lại (nguyên giá trừ đi giá trị hao mòn lũy kế) của tài sản cố định. Nguyên giá tài sản cố định là giá trị của tài sản cố định tính theo hoá đơn cộng với các chi phí phát sinh trước khi đưa tài sản cố định vào sử dụng như chi phí vận chuyển, lắp đặt, chạy thử, thuế... nếu những chi phí này chưa đưa vào giá mua. Hao mòn TSCĐ là sự giảm dần giá trị TSCĐ do tham gia vào hoạt động kinh doanh, do bào mòn của tự nhiên và do tiến bộ kỹ thuật. Mức khấu hao hàng năm được tính bằng (=) nguyên giá tài sản cố định chia cho thời hạn khấu hao.

1.2.2. Các loại tài sản lưu động (current assets)

Tài sản lưu động là tài sản chỉ tham gia 1 chu kỳ sản xuất kinh doanh như nguyên vật liệu... Tức là đến chu kỳ sản xuất kinh doanh sau lại phải dùng tài sản lưu động mới. Do đặc điểm này nên toàn bộ giá trị của tài sản lưu động được chuyển dịch 1 lần vào sản phẩm và được bù đắp toàn bộ khi sản phẩm được tiêu thụ.

Tài sản lưu động (trừ dụng cụ lao động) qua quá trình sản xuất hợp thành thực thể của sản phẩm nên mỗi giai đoạn của chu kỳ kinh doanh luôn thay đổi hình thái biểu hiện theo 1 vòng khép kín như sau:



Xét về mặt giá trị thì doanh nghiệp thu được một số tiền lớn hơn tiền mua nguyên vật liệu do chi phí nhân công, chi phí khấu hao, lãi kinh doanh... cũng được tính vào giá trị sản phẩm tiêu thụ.

Để đảm bảo cho quá trình sản xuất kinh doanh được liên tục thì luôn cần dự trữ tài sản lưu động ở tất cả các khâu trong quá trình sản xuất: dự trữ nguyên vật liệu, dự trữ bán thành phẩm, thành phẩm, dự trữ tài sản dưới dạng các khoản phải thu, dự trữ tiền. Như

vậy tại mỗi thời điểm, tài sản lưu động của doanh nghiệp luôn tồn tại dưới các hình thái ở trên. Với doanh nghiệp thương mại, vòng luân chuyển của tài sản lưu động đơn giản hơn, tồn tại dưới dạng tiền, hàng hoá và các khoản phải thu.

Căn cứ vào vòng tuần hoàn của tài sản lưu động, có thể chia thành 4 loại là: tiền, các khoản phải thu, hàng tồn kho và tài sản lưu động khác.

1.2.2.1. Tiền (*Cash and equivalents*) tồn tại dưới 3 hình thức:

- Tiền mặt tại quỹ hình thành do doanh nghiệp sử dụng phương thức thanh toán bằng tiền mặt.
- Tiền gửi ngân hàng là tiền gửi không kỳ hạn tại các tài khoản thanh toán ở ngân hàng dùng cho mục đích thanh toán không dùng tiền mặt.
- Tiền đang chuyển: Quá trình chuyển tiền cần có thời gian nhất định chờ làm thủ tục nên tồn tại hình thức này. Chẳng hạn doanh nghiệp đã làm thủ tục chuyển một tiền từ tài khoản thanh toán tại ngân hàng để trả cho đơn vị khác nhưng chưa nhận được giấy báo nợ hay bản sao kê của ngân hàng nên vẫn coi là tiền của doanh nghiệp.

Tài sản bằng tiền có thể tồn tại dưới dạng nội tệ, ngoại tệ, vàng, bạc, kim khí quý, đá quý.

Chỉ tiêu này phản ánh toàn bộ số tiền hiện có của doanh nghiệp tại thời điểm báo cáo, qua đó giúp cho việc đánh giá khả năng thanh toán nhanh của doanh nghiệp và có kế hoạch trả nợ kịp thời, đồng thời có kế hoạch đầu tư tài chính vốn tiền tệ tạm thời nhằm rồi để tránh ứ đọng vốn.

1.2.2.2. Các khoản phải thu (*Accounts receivable*) gồm có:

- Phải thu của khách hàng: Là tiền bán hàng hoá, dịch vụ chưa thu được, nhưng đã được khách hàng chấp nhận thanh toán và tính vào doanh thu bán hàng trong kỳ, kể cả trường hợp cấp tín dụng thương mại ngắn và dài hạn.
- Trả trước cho người bán: Chỉ tiêu này phản ánh số tiền đã trả trước cho người bán mà chưa nhận được sản phẩm tại thời điểm báo cáo. Thường doanh nghiệp ứng trước trong 2 trường hợp:
 - Cần ổn định nguồn nguyên vật liệu, hàng hoá.
 - Doanh nghiệp đặt mua máy móc, thiết bị sản xuất kinh doanh. Số tiền trả trước để đảm bảo thực hiện hợp đồng của bên mua.
- Phải thu nội bộ: Xét từ góc độ hạch toán kinh tế có 2 dạng doanh nghiệp là doanh nghiệp độc lập và doanh nghiệp liên hợp gồm tổng công ty, tập đoàn, liên hiệp (gọi chung là tổng công ty). Trừ các doanh nghiệp nhỏ, mỗi doanh nghiệp này đều có 2 bộ phận là đơn vị (hay doanh nghiệp) cấp trên và đơn vị (hay doanh nghiệp) cấp dưới. Đơn vị cấp dưới còn gọi là đơn vị thành viên gồm các đơn vị trực thuộc hoặc phụ thuộc có tổ chức kế toán riêng. Đơn vị cấp trên và các đơn vị cấp dưới

gọi là các đơn vị nội bộ trong doanh nghiệp độc lập, tổng công ty. Các khoản phải thu nội bộ hình thành do cấp dưới có nghĩa vụ nộp lên cấp trên hoặc cấp trên phải cấp cho cấp dưới hoặc do các đơn vị nội bộ đã thu hộ chi hộ cho nhau hoặc giữa các đơn vị cấp dưới với nhau về bán hàng nội bộ. Các khoản phải thu nội bộ thường là: Đơn vị cấp dưới phải thu về số lỗ hoạt động sản xuất kinh doanh đã được cấp trên chấp nhận cấp bù, phải thu bổ sung các quỹ từ cấp trên (ở đơn vị phụ thuộc như viện nghiên cứu), đơn vị cấp trên phải thu của các đơn vị cấp dưới để lập các quỹ là quỹ quản lý của cấp trên (chỉ có ở cấp trên và được tính vào chi phí của doanh nghiệp cấp dưới), quỹ phát triển kinh doanh dự trữ, khen thưởng, phúc lợi, thu một phần lãi kinh doanh và thu hồi vốn kinh doanh đã giao.

- Các khoản phải thu khác như: các khoản phải thu về bồi thường vật chất đã có quyết định bồi thường, các khoản phải thu về lãi đầu tư tài chính...
- Dự phòng các khoản phải thu khó đòi: là khoản dự kiến bị tổn thất của các khoản phải thu sẽ xảy ra trong kỳ kinh doanh tiếp theo do con nợ không có khả năng thanh toán. Trong thực tế hoạt động sản xuất kinh doanh có những khoản thu mà người nợ khó có khả năng trả do bị thiệt hại lớn về tài sản. Các khoản tiền nợ của những người này gọi là các khoản phải thu khó đòi. Để đề phòng những tổn thất do các khoản phải thu khó đòi có thể xảy ra gây đột biến về kết quả kinh doanh trong kỳ hạch toán tiếp theo và tạo điều kiện cho việc bảo toàn vốn thì cuối niên độ kế toán doanh nghiệp phải dự kiến số nợ có khả năng khó đòi, tính trước vào chi phí sản xuất kinh doanh trong kỳ hạch toán. Số tính trước này được gọi là dự phòng các khoản phải thu khó đòi. Việc lập dự phòng nhằm phản ánh đúng giá trị thực tế thuần túy các khoản phải thu của doanh nghiệp để đưa ra một hình ảnh trung thực về tài sản của doanh nghiệp khi lập báo cáo tài sản. Giá trị của các khoản phải thu được xác định trên báo cáo tổng kết tài sản là giá trị toàn bộ các khoản phải thu sau khi đã trừ đi dự phòng phải thu khó đòi tại thời điểm báo cáo. Về nguyên tắc, căn cứ lập dự phòng là phải có bằng chứng đáng tin cậy về các khoản nợ phải thu khó đòi như là đã làm thủ tục đòi nợ nhiều lần nhưng vẫn không có kết quả. Nếu sau đó, việc đòi nợ kéo dài trong nhiều năm mà vẫn không thu được thì doanh nghiệp xoá nợ phải thu khó đòi trên sổ kế toán và chuyển ra theo dõi riêng ngoài bảng dưới dạng nợ khó đòi đã xử lý và ghi giảm vốn kinh doanh. Nhưng nếu thu được thì ghi vào kết quả kinh doanh trong kỳ.

1.2.2.3. Hàng tồn kho (*Inventories*) được chia thành 3 loại:

- Tài sản lưu động nằm trong quá trình dự trữ (chuẩn bị) sản xuất, gồm:
 - Hàng mua đang đi trên đường là hàng hoá doanh nghiệp đã thanh toán hoặc đã chấp nhận thanh toán nhưng chưa nhập kho.

- o Nguyên vật liệu tồn kho (đã nhập kho).
- o Dụng cụ trong kho: Loại tài sản không thể dùng đến đâu mua sắm đến đó mà phải luôn có một số lượng dự trữ để đảm bảo quá trình sản xuất được liên tục.

Các chỉ tiêu này trong bảng tổng kết tài sản thể hiện giá trị các tài sản đó tại thời điểm báo cáo. Giá trị hàng mua đang đi trên đường tính theo giá mua. Nhưng giá trị nguyên vật liệu, dụng cụ tính theo giá trị thực tế. Giá trị thực tế gồm giá mua theo hoá đơn cộng với các chi phí phát sinh trong quá trình mua hàng như:

- o Thuế nhập khẩu, thuế tiêu thụ đặc biệt hàng nhập khẩu (nếu có), chi phí vận chuyển, bảo hiểm hàng hoá vận chuyển, thuê kho bãi... khi các chi phí này chưa tính vào giá mua.
- o Chi phí thu mua (nếu có).

Việc tính theo giá trị thực tế tạo điều kiện cho việc hạch toán chi phí thuận lợi. Trong lĩnh vực tài chính khái niệm giá mua, giá trị được hiểu là tổng giá chứ không phải là giá đơn vị hàng hoá, hay đơn giá, giá cả.

- Tài sản lưu động đang trong quá trình trực tiếp sản xuất: Tồn tại dưới dạng chi phí sản xuất kinh doanh dở dang hay còn gọi là bán thành phẩm. Có loại tài sản này là do quy trình công nghệ sản xuất không thể cho ra thành phẩm ngay được. Chi phí sản xuất kinh doanh dở dang không chỉ bao gồm giá trị nguyên vật liệu được sử dụng vào sản xuất kinh doanh mà còn bao gồm cả chi phí nhân công trực tiếp, chi phí sản xuất chung (chi phí phục vụ sản xuất kinh doanh phát sinh trong quá trình chế tạo sản phẩm như chi phí nhân viên phân xưởng, khấu hao tài sản cố định của phân xưởng...)
- Tài sản lưu động nằm trong quá trình dự trữ tiêu thụ, gồm:
 - o Thành phẩm tồn kho là thành phẩm do doanh nghiệp chế tạo còn chưa tiêu thụ. Loại tài sản này chỉ có ở doanh nghiệp sản xuất. Giá trị thành phẩm tồn kho được đánh giá theo giá thành công xưởng, bao gồm các loại chi phí chi phí sản xuất kinh doanh dở dang chuyển vào thành phẩm.
 - o Hàng hoá tồn kho là hàng hóa còn tồn trong kho hàng, quầy bán hàng ở các doanh nghiệp thương mại. Giá trị hàng hoá tồn kho tính theo giá thực tế.
 - o Hàng gửi đi bán là thành phẩm, hàng hoá đang gửi đi bán dưới dạng ký gửi, đại lý hoặc dịch vụ đã hoàn thành nhưng chưa được chấp nhận thanh toán. Những tài sản này vẫn thuộc quyền sở hữu của doanh nghiệp nên chưa được tính vào doanh thu bán hàng trong kỳ hay chưa được tính vào các khoản phải thu trong kỳ.

- Dự phòng giảm giá hàng tồn kho: Là khoản giảm giá nguyên vật liệu, thành phẩm, hàng hoá tồn kho dự kiến sẽ xảy ra trong kỳ kinh doanh tiếp theo. Chủ yếu xảy ra đối với thành phẩm, hàng hoá và hàng gửi đi bán. Khi thấy hàng tồn kho bị giảm giá liên tục cần lập ngay dự phòng giảm giá. Trong doanh nghiệp có 3 loại tài sản có khả năng bị giảm giá trị thực tế so với giá trị ghi trên sổ sách nên cần phải lập dự phòng, đó là dự phòng phải thu khó đòi, dự phòng giảm giá hàng tồn kho và dự phòng giảm giá đầu tư tài chính. Ý nghĩa của việc lập dự phòng giảm giá giống như dự phòng phải thu khó đòi.

Chỉ tiêu hàng tồn kho là chỉ tiêu tổng hợp phản ánh giá trị các loại hàng tồn kho dự trữ cho quá trình sản xuất kinh doanh, sau khi đã trừ dự phòng giảm giá hàng tồn kho tại thời điểm báo cáo.

Trên bảng tổng kết tài sản, các tài sản lưu động thường được sắp xếp theo tính lỏng. Tính lỏng (tính thanh khoản) của tài sản là khả năng nó có thể chuyển sang tiền mặt nhanh đến mức nào mà không chịu nhiều phí tổn (mất giá của tài sản). Như vậy có 2 tiêu chuẩn để đánh giá mức độ lỏng của từng tài sản là: Thời gian chuyển thành tiền nhanh hay chậm và độ rủi ro mất giá của tài sản. Tài sản của doanh nghiệp có tính lỏng được xếp theo mức độ giảm dần như sau: Tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn (chủ yếu là các giấy tờ có giá), các khoản phải thu (trong đó có các thương phiếu) và hàng tồn kho.

Việc nghiên cứu tính lỏng của tài sản giúp cho nhà quản lý bố trí cơ cấu tài sản có tính lỏng 1 cách hợp lý để đáp ứng yêu cầu trả nợ kịp thời và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn thông qua việc không cần dự trữ tài sản bằng tiền nhiều mà dự trữ 1 phần dưới dạng đầu tư tài chính ngắn hạn nhất là các chứng khoán và dưới dạng thương phiếu. Người cho vay cũng quan tâm đến tính lỏng của tài sản để quy định và đánh giá khả năng chi trả của doanh nghiệp.

1.2.2.4. Tài sản lưu động khác

Ngoài 3 loại tài sản lưu động luôn luôn tồn tại kể trên, tùy doanh nghiệp và tùy từng thời kỳ có thể có các loại tài sản lưu động khác, trong đó có 3 dạng điển hình là:

- Tạm ứng cho người lao động: Là khoản tiền hoặc vật tư do doanh nghiệp giao cho người lao động để thực hiện nhiệm vụ sản xuất kinh doanh hoặc giải quyết công việc nào đó được phê duyệt.
- Chi phí trả trước (chi phí đợi phân bổ): Là chi phí thực tế đã phát sinh có liên quan đến hoạt động sản xuất kinh doanh của nhiều kỳ hạch toán nên chưa thể tính hết vào chi phí sản xuất kinh doanh trong kỳ phát sinh mà được tính cho cả hai hay nhiều kỳ tiếp theo như chi phí mua các loại bảo hiểm, các loại lệ phí trả một lần trong năm, chi phí sửa chữa lớn tài sản cố định... Chỉ tiêu này trong bảng tổng kết tài sản phản ánh số tiền đã thanh toán cho một số khoản chi phí nhưng đến

cuối kỳ hạch toán chưa được tính vào chi phí sản xuất kinh doanh của kỳ báo cáo.

- Các khoản cầm cố, ký cược, ký quỹ ngắn hạn: Các tài sản đem cầm cố, ký cược, ký quỹ vẫn thuộc tài sản doanh nghiệp nhưng doanh nghiệp không có quyền sử dụng và cũng không giữ tài sản này vì vậy cần tách ra khỏi khối tài sản doanh nghiệp đang giữ để đánh giá đúng khả năng thanh toán của doanh nghiệp và theo dõi thu hồi. Các loại tài sản đem cầm cố, ký cược, ký quỹ ngắn hạn có tính thanh khoản cao, nếu để chung với các tài sản cùng loại đang thuộc quyền sử dụng của doanh nghiệp thì không thể đánh giá đúng khả năng chi trả của doanh nghiệp.

Người cho vay yêu cầu doanh nghiệp giao cho họ cầm giữ tài sản là vàng, bạc, đá quý, các giấy tờ có giá và vật có giá trị khác để đảm bảo trả nợ. Còn những tài sản cầm cố, thế chấp bằng giấy tờ sở hữu như nhà xưởng, máy móc thiết bị, phương tiện vận tải... thì doanh nghiệp không thể chuyển nhượng cho người khác nên vẫn được sử dụng và không cần tách riêng thành một loại tài sản.

Ký cược là việc bên thuê, mượn tài sản là động sản giao cho bên cho thuê một khoản tiền hoặc kim khí quý, đá quý, giấy tờ có giá hoặc các vật có giá trị khác nhằm ràng buộc người đi thuê sử dụng tốt tài sản và hoàn trả tài sản thuê đúng thời hạn. Tiền đặt cược do bên có tài sản cho thuê quy định, có thể bằng hoặc lớn hơn trị giá của tài sản cho thuê. Ví dụ, cửa hàng đặt cược tiền vỡ chai với nhà máy bia.

Ký quỹ là việc bên có nghĩa vụ giao một khoản tiền hoặc kim khí quý, đá quý hoặc các giấy tờ có giá cho bên nhận ký quỹ giữ hoặc gửi tiền vào tài khoản phong tỏa tại một ngân hàng để đảm bảo thực hiện hợp đồng trong quan hệ mua bán, đại lý bán hàng, đấu thầu, mở thư tín dụng... Tiền ký quỹ thông thường do người bán hàng hoá, dịch vụ yêu cầu. Khác với hợp đồng vay, thuê, mượn tài sản, trong các hợp đồng cần ký quỹ các bên không giao tài sản cho nhau nên tiền ký quỹ không cao so với giá trị hợp đồng, thường 5 - 7%. Riêng mở thư tín dụng mang tính chất vay nợ nên có thể phải ký quỹ 100% nếu ngân hàng không tin tưởng vào người mở L/C.

Chỉ tiêu các khoản cầm cố, ký cược, ký quỹ ngắn hạn phản ánh giá trị tài sản còn đang cầm cố, ký cược, ký quỹ ngắn hạn. Trường hợp đặt cọc giống như ký quỹ, chỉ khác là tài sản đặt cọc không gửi ngân hàng mà giao cho bên kia cầm giữ, thường chỉ áp dụng trong các hợp đồng dân sự.

Các loại tài sản lưu động kể trên (trừ loại tài sản lưu động khác) là những mắt xích trong vòng tuần hoàn của tài sản lưu động nên thường khi tài sản lưu động này tăng kéo theo tài sản lưu động khác giảm. Sự biến động của mỗi loại tài sản được doanh nghiệp theo dõi bằng cách mở cho nó một tài khoản. Chẳng hạn khi thu được tiền của khách hàng

bằng chuyển khoản thì khoản phải thu cụ thể là phải thu của khách hàng giảm, đồng thời tài sản dạng tiền và cụ thể là tiền gửi ngân hàng tăng lên; khi hàng mua được nhập kho thì tài sản là hàng mua đang đi trên đường giảm, đồng thời nguyên vật liệu tồn kho tăng; xuất tiền mua nguyên vật liệu thì tài sản là tiền giảm, hàng mua đang đi trên đường tăng.

Cách phân loại tài sản lưu động như trên có ý nghĩa trong việc xác định cơ cấu dự trữ các tài sản lưu động (kể cả dự trữ bằng tiền và dưới các khoản phải thu) hợp lý để đảm bảo quá trình sản xuất kinh doanh được diễn ra liên tục, đồng thời không để tài sản lưu động dự trữ quá mức gây lãng phí vốn và giúp đưa ra biện pháp quản lý phù hợp với từng loại. Chẳng hạn thành phẩm ứ đọng nhiều do tiêu thụ chậm, doanh nghiệp cần đưa ra biện pháp như hạ giá, khuyến mại... với khoản phải thu thì đôn đốc khách hàng trả nợ kịp thời.

1.2.2.5. *Vốn lưu động thường xuyên cần thiết*

Trong phần nghiên cứu nội dung của tài sản lưu động chúng ta đã được biết: Để sản xuất kinh doanh diễn ra liên tục, doanh nghiệp luôn có 1 lượng tài sản lưu động dự trữ thường xuyên. Vốn lưu động đầu tư vào tài sản lưu động dự trữ thường xuyên gọi là vốn lưu động thường xuyên cần thiết.

Vốn này cần được đầu tư từ nguồn vốn dài hạn, từ nguồn vốn tự có, vay dài hạn ngân hàng hoặc từ nguồn vốn tín dụng thương mại thường xuyên của người cung cấp. Nếu dùng nguồn vốn vay ngắn hạn để dẫn đến tình trạng bị động. Hậu quả là gây chậm trễ thanh toán làm mất uy tín doanh nghiệp, thiếu nguyên vật liệu cho sản xuất, thiếu hàng bán, có khi bỏ lỡ cơ hội kinh doanh...

Với tài sản lưu động không thường xuyên cần thiết, thường có nhiều ở các doanh nghiệp hoạt động thời vụ thì chỉ cần nguồn vốn đầu tư ngắn hạn là vay ngắn hạn ngân hàng hoặc bạn hàng. Doanh nghiệp sẽ bị đọng vốn khi hết thời vụ.

Qua phân tích trên ta thấy xác định vốn lưu động thường xuyên cần thiết và lựa chọn nguồn vốn đầu tư phù hợp là biện pháp nâng cao hiệu quả sử dụng tài sản cố định.

Khối lượng vốn lưu động thường xuyên cần thiết được tổng hợp từ 3 loại vốn lưu động thường xuyên cần thiết trong các khâu dự trữ sản xuất, tiêu thụ và dự trữ trong thanh toán. Nhân tố cơ bản ảnh hưởng đến khối lượng vốn lưu động thường xuyên cần thiết là quy mô sản xuất kinh doanh, công nghệ chế biến, chu kỳ cung cấp nguyên vật liệu, chu kỳ cung cấp thành phẩm, hàng hoá...

1.2.3. **Các loại tài sản đầu tư tài chính**

Ngoài hoạt động chính cơ bản của doanh nghiệp phi tài chính là sản xuất, thương mại, dịch vụ (gọi chung là sản xuất kinh doanh) thì doanh nghiệp còn dùng 1 phần vốn kinh doanh đầu tư ra bên ngoài gọi là đầu tư tài chính. Lợi nhuận của hoạt động đầu tư tài chính được hình thành từ bên ngoài doanh nghiệp như lãi cổ phần, lãi liên doanh...

Đầu tư tài chính nhằm:

- Làm cho vốn tạm thời nhàn rỗi sinh lời.
- Phân tán rủi ro bằng sự đa dạng hoá các hình thức đầu tư, nhất là biện pháp liên doanh, đầu tư bất động sản.
- Tận dụng những lợi thế của doanh nghiệp trong hoạt động liên doanh.
- Tận dụng các cơ hội kinh doanh trong đầu tư tài chính.
- Tạo nguồn dự trữ đảm bảo khả năng thanh toán nợ đến hạn khi tài sản bằng tiền không đủ dưới dạng đầu tư chứng khoán. Khi đó doanh nghiệp không cần dự trữ nhiều vốn bằng tiền gây lãng phí.

Nguồn vốn cho đầu tư tài chính lấy từ vốn tạm thời nhàn rỗi, nếu đầu tư liên doanh, bất động sản còn dùng cả vốn vay. Vốn nhàn rỗi là do chưa tích lũy đủ để đầu tư hoặc chưa chọn được phương án đầu tư hiệu quả.

Căn cứ vào nội dung kinh tế, hoạt động đầu tư tài chính tồn tại dưới 5 hình thức sau:

- Đầu tư chứng khoán.
- Góp vốn liên doanh với doanh nghiệp khác để hình thành doanh nghiệp liên doanh hoặc góp vốn hợp doanh vào 1 doanh nghiệp khác dưới dạng hợp đồng hợp tác kinh doanh.
- Cho vay, chủ yếu cho các tổ chức tín dụng vay.
- Mua bán ngoại tệ: Khi có sự biến động tỷ giá, doanh nghiệp có thể đầu cơ hoặc mua bán ngoại tệ có kỳ hạn để tránh rủi ro.

Tín dụng thương mại, kể cả cho vay dài hạn dưới dạng bán chịu máy móc thiết bị vẫn không thuộc loại đầu tư tài chính cho vay mà thuộc tài sản phải thu của khách hàng vì tín dụng thương mại có mục đích, khả năng chuyển hoá thành tiền (độ lỏng) và biện pháp theo dõi quản lý giống các khoản phải thu hơn.

Căn cứ vào thời hạn đầu tư, có 2 loại tài sản đầu tư tài chính:

- Tài sản đầu tư tài chính ngắn hạn, bao gồm những tài sản đầu tư tài chính có thời hạn thu hồi vốn không quá 1 năm hoặc trong 1 chu kỳ kinh doanh. Như vậy đầu tư tài chính ngắn hạn bao gồm cả đầu tư chứng khoán dài hạn (cổ phiếu, trái phiếu dài hạn) mà có thể thu hồi vốn trong thời gian không quá 1 năm hoặc trong 1 chu kỳ kinh doanh. Chủ yếu dưới dạng đầu tư chứng khoán ngắn hạn.
- Tài sản đầu tư tài chính dài hạn, bao gồm những tài sản đầu tư tài chính có thời hạn thu hồi vốn trên 1 năm.

Mỗi loại đầu tư tài chính lại được chi tiết theo từng hình thức đầu tư để dễ quản lý. Cách phân loại này có ý nghĩa trong việc bố trí nguồn vốn đầu tư có thời hạn phù hợp với thời hạn đầu tư và giúp đánh giá khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Tài sản đầu tư tài chính ngắn hạn có tính lỏng cao hơn, thậm chí còn cao hơn 1 số loại tài sản lưu động.

Tài sản đầu tư tài chính có thể bị giảm giá liên tục, khi đó phải lập dự phòng giảm giá đầu tư tài chính. Cổ phiếu, trái phiếu thường bị giảm giá nhiều hơn cả trong số tài sản đầu tư tài chính. Chỉ tiêu tài sản đầu tư tài chính phản ánh giá trị của các khoản đầu tư tài chính sau khi trừ đi dự phòng giảm giá để thấy đúng giá trị thực tế của tài sản đầu tư tài chính. Mức lập dự phòng được xác định bằng chênh lệch giữa giá thực tế mua và giá có thể bán được. Phần lỗ này được trích trước vào chi phí để không gây ra đột biến về kết quả kinh doanh và bù đắp phần vốn đầu tư bị mất trong cả thời gian trước khi nó xảy ra.

1.2.4. Tài sản khác

Ngoài 3 loại tài sản cơ bản kể trên, doanh nghiệp còn có 3 dạng tài sản sau:

1.2.4.1. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang

Chỉ tiêu này trong bảng tổng kết tài sản phản ánh giá trị tài sản cố định đang mua sắm, chi phí đầu tư xây dựng cơ bản, sửa chữa lớn tài sản cố định dở dang hoặc đã hoàn thành chưa được quyết toán. Khi tài sản cố định mua sắm xong, công trình xây dựng cơ bản được quyết toán thì chỉ tiêu này giảm, đồng thời chỉ tiêu tài sản cố định hữu hình tăng lên tương ứng.

1.2.4.2. Các khoản mang đi ký cược, ký quỹ dài hạn

Doanh nghiệp vẫn sở hữu tài sản ký cược, ký quỹ nhưng không có quyền sử dụng nên cần tách ra quản lý riêng giống việc tách ký cược, ký quỹ ngắn hạn để có kế hoạch thu hồi và đánh giá đúng khả năng thanh toán. Do không thể xảy ra việc cầm cố dài hạn bằng việc cầm giữ tài sản nên loại tài sản này không bao gồm cầm cố dài hạn.

1.2.4.3. Chi sự nghiệp

Chỉ tiêu này phản ánh số chi (số tiền đã sử dụng) bằng nguồn kinh phí sự nghiệp chưa được quyết toán tại thời điểm báo cáo. Tài sản này chỉ có ở những doanh nghiệp được cấp kinh phí sự nghiệp để thực hiện công việc không vì mục đích lợi nhuận được trang trải bằng nguồn kinh phí do ngân sách nhà nước hoặc doanh nghiệp cấp trên (cấp tổng công ty...) cấp phát theo dự toán phê duyệt. Kinh phí sự nghiệp cấp cho mục đích gì thì chỉ sử dụng cho mục đích ấy. Mỗi khi được quyết toán, tài sản chi sự nghiệp giảm tương ứng với số tiền được quyết toán đồng thời bên nguồn kinh phí cũng giảm tương tự. Khi tính thu nhập chịu thuế, chi sự nghiệp không được coi là chi phí hợp lý, tức là thuế thu nhập tính trên cả kinh phí sự nghiệp được cấp.

Ngoài cách phân loại tài sản như trên, trong thực tế khi lập bảng cân đối kế toán người ta kết hợp 2 căn cứ là đặc điểm luân chuyển và thời hạn luân chuyển của tài sản, chia tài sản làm 2 loại:

- ✓ Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn
- ✓ Tài sản cố định và đầu tư dài hạn

Đầu tư dài hạn gồm đầu tư tài chính dài hạn, chi phí xây dựng cơ bản dở dang và tài sản

đi ký quỹ ký cược dài hạn.

Cách phân loại này, ngoài tác dụng giống trong trường hợp phân loại theo đặc điểm ở trên còn có tác dụng bố trí nguồn vốn đầu tư (ngắn hạn, dài hạn) phù hợp với thời hạn luân chuyển của tài sản và xác định khả năng thanh toán kịp thời các khoản nợ đến hạn của doanh nghiệp.

1.3. Nguồn vốn của doanh nghiệp

Nguồn vốn thể hiện trách nhiệm pháp lý của doanh nghiệp đối với tài sản đang quản lý và sử dụng ở doanh nghiệp. Vốn đầu tư vào các loại tài sản của doanh nghiệp được hình thành từ nhiều nguồn khác nhau, song căn cứ vào đặc điểm trách nhiệm pháp lý có 2 loại là nguồn vốn chủ sở hữu và nợ phải trả (ngắn hạn và dài hạn). Cách phân loại này đồng thời cho thấy thời hạn sử dụng của các nguồn vốn. Tài sản cố định và đầu tư dài hạn được cân đối với nguồn vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn.

1.3.1. Nguồn vốn chủ sở hữu (Equity)

Vốn chủ sở hữu là vốn thuộc sở hữu của chủ doanh nghiệp nên doanh nghiệp không có trách nhiệm phải trả vốn đó cho người khác. Số liệu về vốn chủ sở hữu giúp cho thấy trong số giá trị tài sản của doanh nghiệp có bao nhiêu được dùng để đảm bảo trả nợ.

Có 2 nguồn hình thành vốn chủ sở hữu là nguồn vốn - quỹ (vốn tự có) và nguồn kinh phí. Vốn tự có được tạo thành từ vốn góp của chủ doanh nghiệp và lợi nhuận để lại, ngoài ra còn có thể từ viện trợ, biếu tặng.

1.3.1.1. Nguồn vốn - quỹ

Được chia thành 5 chi tiêu phân tích, quản lý như sau:

- ✓ Nguồn vốn kinh doanh: là nguồn vốn tạo ra các tài sản đang phục vụ các hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, trừ 1 phần tài sản là tiền và chi phí của 4 nguồn vốn - quỹ còn lại. Vì vậy đây là nguồn vốn chính tạo nên vốn tự có. Nguồn vốn kinh doanh được hình thành chủ yếu từ 2 nguồn:
 - Từ sự đóng góp của chủ doanh nghiệp (chủ sở hữu) khi thành lập doanh nghiệp và đóng góp bổ sung trong quá trình hoạt động. Nguồn vốn đóng góp ban đầu có ý nghĩa quan trọng trong việc xin giấy phép thành lập. Muốn thành lập doanh nghiệp, vốn tự có ít nhất bằng vốn pháp định. Vốn pháp định là số vốn tối thiểu cần thiết để doanh nghiệp hoạt động được bình thường do Nhà nước quy định phù hợp với từng ngành nghề kinh doanh. Vốn tự có ban đầu khi thành lập doanh nghiệp gọi là vốn điều lệ vì được ghi trong điều lệ hoạt động của doanh nghiệp. Riêng đối với doanh nghiệp tư nhân không cần có điều lệ hoạt động thì gọi là vốn kinh doanh. Doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài, vốn tự có ban đầu gọi là vốn pháp định. Vốn điều lệ, vốn tự có ban đầu của doanh nghiệp tư nhân ít

nhất phải bằng vốn pháp định, thường trong thực tế lớn hơn vốn pháp định.

Trong quá trình kinh doanh, các chủ sở hữu có thể góp vốn bổ sung tăng vốn điều lệ (tăng nguồn vốn kinh doanh), chẳng hạn công ty cổ phần phát hành cổ phiếu mới. Ngược lại khi trả vốn cho chủ sở hữu thì nguồn vốn kinh doanh bị giảm.

- Bổ sung từ lợi nhuận để lại cho doanh nghiệp. Đây là nguồn vốn bổ sung quan trọng cho sự phát triển vốn tự có.

Ngoài 2 nguồn cơ bản trên thì 1 số doanh nghiệp có thể bổ sung nguồn vốn kinh doanh từ quà tặng, biếu của các tổ chức, cá nhân trong và ngoài nước...

- ✓ Nguồn vốn đầu tư xây dựng cơ bản: là nguồn vốn dùng cho việc xây dựng cơ bản và mua sắm tài sản cố định để mở rộng quy mô kinh doanh và đổi mới công nghệ. Chỉ tiêu nguồn vốn đầu tư xây dựng cơ bản trong bảng phản ánh vốn đầu tư xây dựng cơ bản hiện có của doanh nghiệp gồm vốn chưa sử dụng hoặc đã sử dụng nhưng công tác xây dựng cơ bản chưa hoàn thành, chưa được quyết toán tại thời điểm báo cáo.

Vốn đầu tư xây dựng cơ bản được hình thành từ 2 nguồn giống như của nguồn vốn kinh doanh: vốn góp bổ sung của chủ sở hữu và từ lợi nhuận để lại.

Xây dựng chỉ tiêu này trong thành phần của nguồn vốn - quỹ để theo dõi tiến độ xây dựng cơ bản và sử dụng vốn đúng mục đích. Khi có phần công trình xây dựng cơ bản hoàn thành và quyết toán thì nguồn vốn đầu tư xây dựng cơ bản giảm và nguồn vốn kinh doanh tăng tương ứng với phần giá trị công trình được quyết toán.

Hai nguồn vốn kể trên (gọi chung là nguồn vốn) còn được phân loại thành vốn chủ sở hữu cấp (chẳng hạn vốn ngân sách nhà nước cấp), vốn cổ phần, vốn liên doanh (đối với doanh nghiệp liên doanh) và vốn tự bổ sung.

- ✓ Quỹ: Nói chung mỗi quỹ được thành lập là nhằm mục đích chi tiêu nhất định, sự khác nhau giữa các quỹ thường là do mục đích của quỹ quyết định và cũng mục đích của quỹ quyết định nguồn hình thành quỹ. Doanh nghiệp có 3 quỹ và đều được hình thành từ lợi nhuận.
 - Quỹ phát triển kinh doanh: Dùng để đầu tư chiều sâu như nghiên cứu cải tiến kỹ thuật, hợp lý hoá dây chuyền công nghệ, chế thử sản phẩm mới và dùng để mua sắm đổi mới tài sản cố định. Khi các công trình nghiên cứu và mua sắm tài sản cố định hoàn thành thì kết chuyển sang nguồn vốn kinh doanh. Quỹ này còn dùng bổ sung vốn xây dựng cơ bản.
 - Quỹ dự phòng (dự trữ) tài chính: Nhằm đảm bảo cho doanh nghiệp hoạt động bình thường khi gặp rủi ro gây tổn thất tài sản mà biện pháp tham gia

bảo hiểm và phòng chống rủi ro khác không có hoặc khi khiếu nại bồi thường chưa được công ty bảo hiểm giải quyết xong hoặc không được bồi thường do doanh nghiệp thiếu trách nhiệm gây ra. Ngoài mục đích chính ở trên quỹ dự phòng tài chính còn có thể dùng để bổ sung nguồn vốn kinh doanh, nguồn vốn đầu tư xây dựng cơ bản nếu được phép của cơ quan có thẩm quyền khi quỹ dự phòng đã được trích lập tương đối lớn và doanh nghiệp đang có kế hoạch đầu tư. Sau đó phải bù đắp cho đủ mức quy định theo pháp luật (ít nhất 10% vốn điều lệ).

- o Quỹ khen thưởng và phúc lợi: Dùng để khen thưởng cho người lao động có thành tích như có sáng kiến cải tiến kỹ thuật, có năng suất lao động cao... và khen thưởng cuối năm, cuối quý. Phần phúc lợi dùng để chi trợ cấp khó khăn, nghỉ mát, phong trào văn hoá văn nghệ...

Trong bảng tổng kết tài sản, chỉ tiêu quỹ phản ánh số tiền còn chưa sử dụng của từng quỹ tại thời điểm báo cáo. Riêng quỹ phát triển kinh doanh còn phản ánh cả công trình nghiên cứu và hoạt động mua sắm tài sản cố định chưa quyết toán hoặc chưa hoàn thành.

- ✓ **Lãi chưa phân phối:** phản ánh số lãi hoặc số lỗ chưa được quyết toán hoặc quyết toán rồi nhưng chưa phân phối vào 2 nguồn vốn và các quỹ ở trên và chưa trả lãi cho người góp vốn.
- ✓ **Chênh lệch giá, gồm có 2 loại:**
 - o Chênh lệch đánh giá lại tài sản, chủ yếu đối với tài sản cố định trong 2 trường hợp sau:
 - Khi giá cả tài sản bị biến động, thường do lạm phát hoặc tiến bộ khoa học kỹ thuật nhằm bảo toàn vốn.
 - Khi góp vốn liên doanh, cổ phần bằng tài sản mà có sự chênh lệch giữa giá trị còn lại của tài sản ghi trên sổ kế toán với giá trị thực tế.
 - o Chênh lệch tỷ giá: Do nguyên tắc hạch toán kế toán là chỉ ghi sổ kế toán bằng đồng nội tệ và chuyển đổi theo tỷ giá thực tế tại thời điểm phát sinh nghiệp vụ kinh tế có sử dụng ngoại tệ nên khi tỷ giá thay đổi dẫn đến chênh lệch giá trị tài sản, nguồn vốn có gốc ngoại tệ. Nếu tỷ giá tăng thì chênh lệch tỷ giá dương và ngược lại. Chỉ tiêu chênh lệch giá phản ánh chênh lệch do đánh giá lại tài sản hoặc do thay đổi tỷ giá chưa được xử lý. Chỉ tiêu lãi chưa phân phối và chênh lệch giá mà âm thì khi xử lý sẽ làm giảm nguồn vốn kinh doanh, nếu dương thì làm tăng nguồn vốn kinh doanh; đồng thời giá trị của các loại tài sản liên quan để đánh giá lại tài sản và điều chỉnh tỷ giá cũng giảm, tăng tương ứng.

Chỉ tiêu lãi chưa phân phối và chênh lệch giá chỉ tồn tại tạm thời khi chưa xử lý, nếu âm

thì khi xử lý sẽ làm giảm nguồn vốn kinh doanh, ngược lại nếu dương thì tăng nguồn vốn kinh doanh. Riêng lãi chưa phân phối còn được đưa vào nguồn vốn xây dựng cơ bản, quỹ và trả lãi cho người góp vốn. Như vậy nó không gắn với bất kỳ hoạt động kinh doanh nào của doanh nghiệp. Lập 2 chỉ tiêu này để thấy được cần tiếp tục phân phối vốn mới được bổ sung từ lợi nhuận và chênh lệch giá, đồng thời khi 2 chỉ tiêu này âm cho thấy vốn tự có của doanh nghiệp thực chất là bao nhiêu.

Trong quá trình hoạt động kinh doanh, vốn tự có liên tục được bổ sung từ lợi nhuận thu được nhưng không bắt buộc phải đăng ký tăng vốn điều lệ vì vậy vốn tự có nói chung và nguồn vốn kinh doanh nói riêng luôn lớn hơn vốn điều lệ đang đăng ký.

Các nguồn vốn tự có ở trên có mối quan hệ chuyển hoá sang nhau, nguồn này tăng thì nguồn kia giảm, nhất là 2 chỉ tiêu lãi chưa phân phối và nguồn vốn kinh doanh.

Giống như quản lý tài sản, việc quản lý nguồn vốn cũng được thông qua công cụ kế toán. Số dư bên phải (bên có) thể hiện giá trị nguồn vốn tại thời điểm xem xét và ghi vào bên phải của bảng tổng kết tài sản.

1.3.1.2. Nguồn kinh phí

- ✓ **Quỹ quản lý của cấp trên:** Chỉ có ở các doanh nghiệp cấp trên được phép lập quỹ quản lý, đó là tổng công ty. Quỹ hình thành do các đơn vị cấp dưới nộp lên để chi tiêu cho bộ máy quản lý của đơn vị cấp trên. Chỉ tiêu này phản ánh số tiền quỹ quản lý của cấp trên hiện còn chưa chi dùng.
- ✓ **Nguồn kinh phí sự nghiệp:** Chỉ tiêu nguồn kinh phí sự nghiệp trong bảng phản ánh số kinh phí được cấp đã chi tiêu nhưng chưa được quyết toán hoặc chưa sử dụng. Số tiền chi sự nghiệp bên tài sản ứng với số tiền của nguồn kinh phí sự nghiệp đã chi tiêu nhưng chưa được quyết toán. Kinh phí chưa sử dụng là hiệu số giữa chỉ tiêu nguồn kinh phí sự nghiệp và chi sự nghiệp.

Nguồn kinh phí là của ngân sách nhà nước và cấp trên cấp nên khi chưa sử dụng hoặc chưa được quyết toán thì vẫn chưa thuộc quyền sở hữu của doanh nghiệp vì vậy vốn tự có không bao gồm chỉ tiêu này.

1.3.2. Nợ phải trả (Debt)

Nợ phải trả là số tiền mà doanh nghiệp vay, thuê tài chính cho nên doanh nghiệp có trách nhiệm trả cho các chủ nợ số tiền đó sau 1 thời hạn nhất định. Có 4 nguồn hình thành nợ phải trả:

- ✓ **Vay nợ (nợ vay):** thông qua các hình thức vay ngân hàng, phát hành trái phiếu, vay cán bộ công nhân viên, vay chính phủ. Có thể vay trong nước và nước ngoài. Còn hình thức tín dụng thương mại thuộc các khoản phải trả, giống như khoản cấp tín dụng thương mại thuộc phải thu của khách hàng.
- ✓ **Thuê tài chính.**

✓ Các khoản phải trả (Accounts payable) gồm có nợ tiền hàng, nợ thuế, nợ lương: hình thành do 2 nguyên nhân sau:

- Do chế độ thanh toán đem lại nên có thời hạn ngắn và không phải trả lãi như thuế, tiền lương chưa đến kỳ phải trả, tiền hàng chưa đến ngày hết hạn thanh toán... vì trong tiền bán hàng thu được đã có chứa thuế, tiền lương nhưng các khoản nợ này trả theo định kỳ nên chưa đến kỳ trả thì doanh nghiệp được tạm thời sử dụng. Các hình thức thanh toán ngay (trừ thanh toán bằng tiền mặt) cũng sau 1 thời gian từ khi chấp nhận trả tiền (tức là từ khi sở hữu hàng hoá dịch vụ) mới phải thanh toán.

Khoản phải trả kể trên sẽ trở thành vốn chiếm dụng bất hợp pháp nếu không được trả nợ đúng hạn. Tỷ lệ vốn chiếm dụng bất hợp pháp trên tổng số vốn chiếm dụng của không ít doanh nghiệp hiện nay rất cao, cho thấy tình hình tài chính khó khăn và kết quả kinh doanh yếu kém của những doanh nghiệp đó.

- Do doanh nghiệp mua chịu hàng hoá dịch vụ, tức là thanh toán về sau.
- Nhận ký quỹ, ký cược, chi phí trả trước...

Trong các nguồn nợ phải trả trên thì vay nợ, thuê tài chính và mua chịu có ý nghĩa quan trọng trong việc mở rộng quy mô kinh doanh và hiện đại hoá thiết bị.

Căn cứ vào thời hạn trả nợ, nợ phải trả được chia thành 3 loại: nợ ngắn hạn, dài hạn và nợ khác.

1.3.2.1. Nợ ngắn hạn (Short-term debt): là khoản nợ mà doanh nghiệp có trách nhiệm trả trong vòng 1 năm hoặc 1 chu kỳ kinh doanh. Căn cứ vào nguồn hình thành, nợ ngắn hạn chia thành 3 loại:

- ✓ **Vay ngắn hạn:** Thường dùng để đầu tư tài sản lưu động không thường xuyên cần thiết như mua nguyên vật liệu dự trữ khi thời vụ... hoặc để trả các khoản nợ đến hạn do chưa kịp thu hồi các khoản phải thu.
- ✓ **Nợ dài hạn đến hạn trả:** là nợ dài hạn đến hạn trả trong niên độ kế toán. Vào cuối năm tài chính, doanh nghiệp căn cứ vào hợp đồng vay và thuê tài chính xác định số nợ dài hạn đã đến hạn phải thanh toán trong niên độ kế toán tiếp theo và chuyển sang chỉ tiêu nợ dài hạn đến hạn trả.

Việc tách ra này có tác dụng giúp doanh nghiệp bố trí nguồn vốn trả nợ kịp thời mà không bị đọng vốn, đồng thời cho ta thấy nợ dài hạn đã đến hạn phải trả trong năm tài chính kể cả nợ quá hạn, qua đó giúp đánh giá đúng khả năng thanh toán nợ của doanh nghiệp.

Chỉ tiêu này phản ánh số nợ còn phải trả của nợ dài hạn đã đến hạn trả trong năm tài chính hoặc quá hạn phải trả.

✓ **Các khoản phải trả, gồm 6 hình thức cụ thể sau:**

- Phải trả cho người bán.
- Người mua trả tiền trước: tức là người mua đã ứng trước cho doanh nghiệp, khi giao sản phẩm, doanh nghiệp trừ đi số tiền này.
- Thuế và các khoản phải nộp ngân sách nhà nước như phí, lệ phí, thu sử dụng vốn ngân sách nhà nước, phụ thu.
- Phải trả công nhân viên về tiền lương, tiền công, phụ cấp.
- Phải trả cho các đơn vị nội bộ: Trong phần tài sản chúng ta đã được biết các khoản phải thu nội bộ. Phải thu của đơn vị cấp dưới là khoản phải trả của đơn vị cấp trên hoặc của đơn vị cấp dưới khác, phải thu của đơn vị cấp trên là khoản phải trả của đơn vị cấp dưới.
- Các khoản phải trả, phải nộp khác: Như nhận ký quỹ, ký cược ngắn hạn của đơn vị khác, phần bảo hiểm xã hội, bảo hiểm y tế do doanh nghiệp đóng góp phải nộp cho cơ quan bảo hiểm xã hội, y tế, trả lãi cho các bên tham gia góp vốn... Trong thời hạn ký quỹ, ký cược doanh nghiệp được sử dụng số tài sản này và đồng thời theo dõi nó như một khoản nợ ngắn hạn. Trong số các tài sản của doanh nghiệp có 2 loại chưa thuộc quyền sở hữu của doanh nghiệp: tài sản thuê tài chính và tài sản nhận ký quỹ, ký cược ngắn dài hạn; do đó nguồn vốn hình thành thuộc nợ phải trả. Ký cược thường ít thực hiện còn ký quỹ thường gửi ở tài khoản phong toả ở ngân hàng nên nguồn vốn này không đáng kể và đưa vào loại nợ phải trả khác.

Các khoản nợ ngắn hạn được trang trải từ tiền bán hàng và tiền thu hồi các khoản đầu tư tài chính đến hạn. Nếu gặp khó khăn tiêu thụ sản phẩm hoặc tiền bán hàng và các khoản đầu tư tài chính không thu hồi được đúng hạn thì doanh nghiệp phải vay nợ mới để trả nợ cũ đến hạn.

Chỉ tiêu nợ ngắn hạn phản ánh số nợ ngắn hạn chưa đến ngày phải trả hoặc đã quá hạn trả. Nợ quá hạn làm suy giảm khả năng thanh toán của doanh nghiệp và phản ánh tình hình tài chính và uy tín của doanh nghiệp.

Cách phân loại nợ ngắn hạn kể trên giúp cho việc đánh giá tính chất của từng khoản nợ để bố trí thời gian, nguồn trả nợ phù hợp và có sự ưu tiên khi cần thiết, chẳng hạn ưu tiên trả lương cho người lao động.

1.3.2.2. Nợ dài hạn (Long-term debt): là khoản nợ mà thời gian trả nợ trên 1 năm hoặc trên 1 chu kỳ kinh doanh. Khoản nợ này dùng để đầu tư tài sản cố định và vốn lưu động thường xuyên cần thiết. Căn cứ vào nguồn hình thành, nợ dài hạn chia làm 2 loại:

- ✓ Vay dài hạn
- ✓ Nợ vay dài hạn khác, chủ yếu là thuê tài chính

Chỉ tiêu này phản ánh nợ dài hạn còn chưa đến hạn trả trong niên độ kế toán. Phần đến hạn trả đã được tách ra như chúng ta đã nói ở nợ dài hạn đến hạn trả. Như vậy nợ dài hạn không bao gồm nợ quá hạn.

1.3.2.3. *Nợ khác*: có các dạng chính sau:

- ✓ *Nhận ký quỹ, ký cược dài hạn*: Chi bao gồm tài sản ký quỹ, ký cược dưới dạng tiền. Vì trong thời hạn doanh nghiệp được dùng tạm thời và làm tăng khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Nếu bằng hiện vật thì được theo dõi ngoài bảng nhưng ít khi xảy ra. Nếu có nhận cầm cố thế chấp bằng tài sản cũng đưa ra ngoài bảng.
- ✓ *Chi phí phải trả hay chi phí trích trước*: Là chi phí hoạt động kinh doanh được ghi nhận trong kỳ nhưng thực tế chưa phát sinh. Cần tính trước vào chi phí hoạt động kinh doanh trong kỳ để đảm bảo khi chi phí phát sinh thực tế không gây ra đột biến cho chi phí sản xuất kinh doanh. Những chi phí này phải dự trù trước được như tiền lương phải trả cho công nhân sản xuất trong thời gian nghỉ phép, chi phí sửa chữa tài sản cố định...

Cách phân loại nợ phải trả theo thời gian như trên có tác dụng bố trí nguồn trả nợ kịp thời mà không bị đọng vốn, đồng thời giúp đánh giá đúng đắn khả năng thanh toán của doanh nghiệp (vì nợ dài hạn đến hạn trả và toàn bộ nợ quá hạn thuộc về nợ ngắn hạn).

Toàn bộ nguồn vốn của doanh nghiệp còn có thể chia thành nguồn vốn ngắn hạn và dài hạn. Nguồn vốn dài hạn gồm vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn. Cách phân loại này có ý nghĩa trong việc đánh giá, bố trí nguồn vốn ngắn hạn, dài hạn phù hợp với thời hạn đầu tư của tài sản.

1.4. Chi phí kinh doanh và giá thành sản phẩm của doanh nghiệp

Để tạo ra thu nhập, doanh nghiệp phải chịu mất đi 1 khoản tiền do nguyên vật liệu bị tiêu dùng, máy móc bị hao mòn, trả lương cho người lao động... Khoản tiền bị mất đi đó gọi là chi phí. Chi phí là biểu hiện bằng tiền toàn bộ các hao phí về vật chất, về lao động mà doanh nghiệp đã phải bỏ ra để có được thu nhập trong 1 thời kỳ (thường là tháng, quý, năm). Nếu tài sản, vốn, nguồn vốn được xét tại mỗi thời điểm thì chi phí, thu nhập, lợi nhuận lại cần xét trong 1 khoảng thời gian.

Không phải toàn bộ số tiền doanh nghiệp bỏ ra chi tiêu (sử dụng quỹ tiền tệ) mua sắm tài sản trong kỳ đều trở thành chi phí mà chỉ gồm phần thực sự mất đi để tạo ra thu nhập trong kỳ. Chẳng hạn trong số tiền chi mua máy móc trong kỳ thì chỉ có 1 phần tiền đó bị mất đi trong kỳ sản xuất kinh doanh do máy móc bị hao mòn.

Chi phí không chỉ liên quan trực tiếp mà còn liên quan gián tiếp đến thu nhập của doanh nghiệp như chi phí đào tạo, y tế, trợ cấp thôi việc...

Không phải khoản chi nào của doanh nghiệp cũng được coi là chi phí. Các khoản chi không liên quan đến quá trình tạo ra thu nhập như chi ủng hộ, từ thiện không được coi là chi phí. Chi khen thưởng, phúc lợi, ốm đau, chi sự nghiệp cũng không được coi là chi phí.

Nghiên cứu chi phí có ý nghĩa trong việc tính toán đúng kết quả kinh doanh (lãi, lỗ), tránh hiện tượng lãi giả lỗ thật do không hạch toán đầy đủ chi phí. Đồng thời giúp tính giá thành sản phẩm để từ đó phát hiện nguyên nhân dẫn đến chi phí bất hợp lý để có biện pháp khắc phục và để xác định giá cả.

Doanh nghiệp phi tài chính gồm có 2 hoạt động là sản xuất, thương mại, dịch vụ (gọi chung là sản xuất kinh doanh) và đầu tư tài chính. Do đó căn cứ vào loại hoạt động, chi phí của doanh nghiệp phi tài chính gồm có chi sản xuất kinh doanh, chi phí hoạt động tài chính và chi phí bất thường.

1.4.1. Chi phí sản xuất kinh doanh

Xét theo nguyên nhân phát sinh hay nội dung kinh tế của chi phí, có 8 yếu tố chi phí sản xuất kinh doanh như sau:

1. Chi phí nguyên vật liệu (trong doanh nghiệp sản xuất, dịch vụ), hàng hoá mua vào (trong doanh nghiệp thương mại). Để tiết kiệm chi phí nguyên vật liệu các doanh nghiệp thường xây dựng các định mức tiêu hao.
2. Chi phí dụng cụ sản xuất kinh doanh.
3. Chi phí khấu hao tài sản cố định hay chi phí hao mòn tài sản cố định.
4. Chi phí nhân công: gồm tiền lương, tiền công¹⁴⁷, các khoản có tính chất tiền lương như phụ cấp, trợ cấp và các khoản đóng góp bảo hiểm xã hội, y tế do doanh nghiệp chịu.
5. Chi phí dịch vụ mua ngoài: là chi phí trả cho tổ chức, cá nhân bên ngoài về các dịch vụ được thực hiện theo yêu cầu của doanh nghiệp như: điện, nước, điện thoại, uỷ thác xuất nhập khẩu, bảo hiểm...
6. Chi phí tiếp thị như quảng cáo, khuyến mại...
7. Thuế và các khoản nộp ngân sách nhà nước khác, trừ thuế thu nhập doanh nghiệp và thu sử dụng vốn ngân sách nhà nước, vì đây là những khoản lấy từ lợi nhuận.
8. Chi phí khác như lãi vay, chi phí tiếp khách, hội nghị, công tác phí...

Doanh nghiệp có 3 bộ phận làm việc, đó là bộ phận sản xuất, bán hàng và quản lý doanh nghiệp. Căn cứ vào địa điểm phát sinh, tương ứng có 3 loại chi phí là chi phí sản xuất, bán hàng và quản lý doanh nghiệp. Hai loại chi phí sau gọi là chi phí ngoài sản xuất. Để phục vụ quản lý chi phí, mỗi loại chi phí này lại được chia tiếp theo nguồn gốc phát sinh.

¹⁴⁷ Tiền công là tiền trả cho người lao động làm việc theo thời vụ.

Cách phân loại kết hợp như vậy có tác dụng trong việc xây dựng các định mức chi tiêu phù hợp và tạo thuận tiện cho việc phân tích tìm ra chi phí bất hợp lý để khắc phục.

1. *Chi phí sản xuất*: là chi phí mà doanh nghiệp đã bỏ ra để chế tạo sản phẩm hoặc cung ứng dịch vụ. Doanh nghiệp thương mại không có loại chi phí này. Xét theo mối quan hệ giữa chi phí và khối lượng sản phẩm có 2 loại:

- *Chi phí sản xuất trực tiếp*: là chi phí có mối quan hệ tỉ lệ thuận với khối lượng sản xuất nên nó là chi phí biến đổi. Tất cả các chi phí còn lại của doanh nghiệp là chi phí cố định. Chi phí sản xuất gồm:
 - *Chi phí nguyên vật liệu trực tiếp*: là giá trị nguyên vật liệu được sử dụng trực tiếp để chế tạo sản phẩm hay thực hiện dịch vụ trong kỳ.
 - *Chi phí nhân công trực tiếp*: là khoản tiền trả cho công nhân trực tiếp sản xuất, thực hiện dịch vụ.
- *Chi phí sản xuất chung*: là chi phí phục vụ sản xuất phát sinh trong quá trình chế tạo sản phẩm hay thực hiện dịch vụ, không phụ thuộc vào khối lượng sản phẩm tạo ra trong kỳ, bao gồm:
 - *Chi phí vật liệu, dụng cụ sản xuất*
 - *Chi phí khấu hao tài sản cố định thuộc bộ phận sản xuất*
 - *Chi phí nhân viên phân xưởng* (quản đốc, nhân viên kế toán, thống kê, thủ kho phân xưởng, công nhân sửa chữa máy móc thiết bị...)
 - *Chi phí dịch vụ mua ngoài*
 - *Chi phí khác* như chi phí tiếp khách của phân xưởng, thuế tài nguyên (nếu có)...

2. *Chi phí ngoài sản xuất*, gồm 2 loại:

- *Chi phí bán hàng hay chi phí tiêu thụ*: là chi phí phát sinh trong quá trình tiêu thụ sản phẩm. Căn cứ vào tác dụng, chi phí bán hàng chia thành 2 loại:
 - *Chi phí lưu thông*: là những chi phí liên quan tới bảo quản, đóng gói, vận chuyển, bốc xếp, bán hàng.
 - *Chi phí tiếp thị*: là những chi phí gắn liền với việc đẩy mạnh khả năng cạnh tranh, mở rộng thị trường như chi phí giới thiệu sản phẩm (quảng cáo, tham gia hội chợ, chào hàng), bảo hành, khuyến mại, hội nghị khách hàng.

Xét về nội dung kinh tế, chi phí bán hàng gồm có các chi tiêu: chi phí nhân viên (nhân viên bán hàng, vận chuyển, bảo hành...), khấu hao tài sản cố định (cửa hàng, kho, phương tiện vận tải...), bao bì, dụng cụ (đo lường, tính toán...), dịch vụ mua ngoài... ở khâu bán hàng.

- *Chi phí quản lý doanh nghiệp* (gọi tắt là *chi phí quản lý*) hay còn gọi là *chi phí quản lý chung*: là chi phí bỏ ra để duy trì hoạt động của bộ máy quản lý doanh nghiệp (ban giám đốc và các phòng ban), gồm chi phí quản lý kinh doanh, chi phí quản lý hành chính và các chi phí khác. Căn cứ vào nội dung kinh tế, chi phí quản lý doanh nghiệp bao gồm những chi tiêu sau:

- *Chi phí vật liệu, đồ dùng văn phòng*
- *Chi phí khấu hao tài sản cố định ở bộ phận quản lý*
- *Chi phí nhân viên quản lý*
- *Thuế, phí, lệ phí như thuế môn bài, thuế nhà đất...*
- *Chi phí dự phòng: phản ánh các khoản dự phòng được tính vào chi phí sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp (trừ chi phí dự phòng giảm giá đầu tư tài chính)*
- *Chi phí dịch vụ mua ngoài*
- *Chi phí bằng tiền* khác như chi phí hội nghị, giám đốc, tiếp khách, công tác phí, đào tạo, lãi vay, phí bảo hiểm tài sản ở bộ phận quản lý...

So với chi phí sản xuất và chi phí bán hàng thì đây là chi phí không liên quan trực tiếp đến sản xuất và tiêu thụ sản phẩm nên còn gọi là chi phí gián tiếp.

Khi tính lãi gộp (lãi vẫn còn chứa chi phí bán hàng, quản lý doanh nghiệp) doanh nghiệp cần biết giá trị gốc của thành phẩm, hàng hoá, dịch vụ xuất bán trong kỳ. Giá trị gốc đó gọi là giá vốn hàng bán. Đối với doanh nghiệp sản xuất, dịch vụ, giá vốn hàng bán được tạo thành từ chi phí sản xuất. Đối với doanh nghiệp thương mại giá vốn hàng bán là giá trị thực tế của hàng hoá xuất bán trong kỳ. Giá trị thực tế là giá mua cộng với các chi phí phát sinh cho đến khi hàng nhập kho của doanh nghiệp. Như vậy chi phí của doanh nghiệp thương mại được chia thành giá vốn hàng bán, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp.

Căn cứ vào mối quan hệ giữa chi phí sản xuất kinh doanh với khối lượng sản phẩm được tạo ra, toàn bộ chi phí sản xuất kinh doanh còn chia thành 2 loại:

- ❖ *Chi phí cố định hay chi phí bất biến*: là những chi phí không bị biến động trực tiếp theo sự thay đổi của khối lượng sản phẩm được sản xuất. Thuộc loại này gồm có chi phí nguyên vật liệu trực tiếp và chi phí nhân công trực tiếp.
- ❖ *Chi phí biến đổi hay chi phí khả biến*: là những chi phí bị biến động trực tiếp theo sự thay đổi của khối lượng sản phẩm được sản xuất. Thuộc loại này gồm các chi phí còn lại là chi phí sản xuất chung, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh

ngiệp.

Cách phân loại này giúp nhà quản lý phân tích điểm hoà vốn để ra quyết định đầu tư và phân tích giá thành sản phẩm.

1.4.2. Chi phí hoạt động tài chính và chi phí bất thường

1.4.2.1. *Chi phí hoạt động tài chính*: là chi phí phát sinh liên quan đến các hoạt động đầu tư tài chính. Ứng với từng loại hoạt động tài chính có các khoản chi sau:

- ❖ Chi phí đầu tư chứng khoán như hoa hồng môi giới mua bán chứng khoán...
- ❖ Chi phí hoạt động liên doanh như chi phí đánh giá lại tài sản cố định đem góp vốn liên doanh, chi phí vận chuyển, lãi tiền vay góp vốn...
- ❖ Chi phí hoạt động cho thuê bất động sản như thuế, khấu hao... chi phí liên quan đến đầu tư bất động sản như hoa hồng môi giới...
- ❖ Chi phí liên quan đến cho vay vốn và mua bán ngoại tệ.
- ❖ Các khoản lỗ về hoạt động tài chính như giá mua chứng khoán cao hơn giá bán, vốn liên doanh thu về thấp hơn vốn góp... Lỗ đưa vào chi phí để được bù đắp đủ vốn đầu tư ban đầu và nhằm tính đúng lợi nhuận thu được trong kỳ.
- ❖ Dự phòng giảm giá đầu tư tài chính.

1.4.2.2. *Chi phí bất thường*: là chi phí do các sự kiện hay các nghiệp vụ riêng biệt với hoạt động thông thường của doanh nghiệp mang lại. Có thể do nguyên nhân khách quan hay chủ quan gây ra. Gồm những khoản chi phí sau:

- ❖ Chi phí thanh lý, nhượng bán tài sản cố định.
- ❖ Giá trị còn lại của tài sản cố định khi thanh lý và nhượng bán, tức là phần giá trị chưa khấu hao hết nhằm bù đắp đủ vốn đầu tư ban đầu.
Tài sản nhượng bán là tài sản vẫn còn tiếp tục sử dụng được trong sản xuất kinh doanh nhưng doanh nghiệp có vốn và nhu cầu thay thế để hiện đại hoá hoặc do thu hẹp hay thay đổi ngành nghề sản xuất kinh doanh. Thanh lý khi tài sản hư hỏng hoặc lạc hậu về mặt kỹ thuật không thể sử dụng tiếp nên không nhượng bán được. Khi phải thanh lý tài sản cố định chưa khấu hao hết do lạc hậu có nghĩa là người quản lý tài chính đã chọn thời điểm khấu hao không sát với tuổi thọ kinh tế của tài sản cố định.
- ❖ Tiền phạt do vi phạm hợp đồng như để nợ vay quá hạn, vi phạm pháp luật như chậm nộp thuế ...
- ❖ Các khoản chi phí do kế toán bị nhầm hay bỏ sót khi vào sổ, kỳ này mới phát hiện.

Hai khoản chi phí đầu tiên là do nguyên nhân chủ quan, còn lại là do khách quan.

1.4.3. Giá thành sản phẩm

Chi phí sản xuất kinh doanh trong kỳ biến động theo số lượng sản phẩm được tạo ra, cho

nên không có cơ sở để đánh giá tình hình chi phí bỏ ra trong kỳ là hợp lý hay không so với kỳ trước và so với các doanh nghiệp khác và cũng không có căn cứ để tính chi phí trên 1 đơn vị sản phẩm để xác định giá bán. Vì vậy cần phải so sánh chi phí với số lượng sản phẩm do chi phí đó tạo ra, chi tiêu so sánh này gọi là giá thành sản phẩm.

Giá thành sản phẩm là chi phí mà doanh nghiệp bỏ ra để hoàn thành việc sản xuất 1 thành phẩm hoặc thực hiện việc cung ứng 1 dịch vụ. Như vậy chi phí sản xuất kinh doanh và giá thành sản phẩm đều là chi phí nên có mối quan hệ mật thiết. Giá thành sản phẩm được tính bằng chi phí chia cho số lượng sản phẩm do chi phí đó tạo thành.

Căn cứ vào loại chi phí chứa trong giá thành sản phẩm, có 2 loại giá thành:

- ❖ *Giá thành sản xuất*: là chi phí sản xuất cần thiết để tạo ra 1 đơn vị sản phẩm được tính trên cơ sở giá vốn hàng bán.
- ❖ *Giá thành toàn bộ*: là chi phí sản xuất kinh doanh cần thiết để tạo ra 1 đơn vị sản phẩm.

Chi phí trong giá thành sản phẩm chia thành chi phí cố định và chi phí biến đổi. So sánh, đánh giá các chi phí này giữa các thời kỳ giúp xác định nơi phát sinh chi phí bất hợp lý.

Muốn xác định giá bán, nhất là với sản phẩm mới ngoài việc căn cứ vào tình hình cung cầu thị trường, doanh nghiệp phải căn cứ vào giá thành sản phẩm.

1.5. Thu nhập và lợi nhuận của doanh nghiệp

1.5.1. Thu nhập của doanh nghiệp

Thu nhập của doanh nghiệp là toàn bộ số tiền thu được từ hoạt động sản xuất kinh doanh, hoạt động đầu tư tài chính trong 1 thời gian nhất định. Tùy từng thời kỳ còn có thể xuất hiện thu nhập bất thường như tiền nhượng bán thanh lý tài sản cố định.

Khi có thu nhập, quỹ tiền tệ của doanh nghiệp tăng. Trong toàn bộ chu trình kinh doanh nhờ có thu nhập mà chi phí (vốn) bỏ ra được bù đắp hay tái tạo và đem lại lợi nhuận cho doanh nghiệp, tạo tiền đề cho quá trình kinh doanh tiếp theo. Ứng với các mặt hoạt động của doanh nghiệp có các khoản thu nhập sau:

1.5.1.1. *Doanh thu bán hàng hay doanh thu tiêu thụ* là số tiền thu được từ việc bán thành phẩm hàng hoá, dịch vụ trong 1 thời kỳ. Sản xuất kinh doanh là hoạt động chính của doanh nghiệp phi tài chính nên doanh thu bán hàng là bộ phận chính của thu nhập doanh nghiệp.

Doanh thu bán hàng ngoài ý nghĩa nêu trên, nó còn quan trọng trong việc chứng tỏ sản phẩm của doanh nghiệp được thị trường chấp nhận. Ngược lại nếu sản phẩm khó tiêu thụ thì doanh thu không đủ bù đắp chi phí, có thể dẫn đến giải thể hay phá sản.

Muốn tăng doanh thu tức là tăng khả năng tiêu thụ sản phẩm thì doanh nghiệp cần quan tâm nâng cao chất lượng sản phẩm và cải tiến mẫu mã cho phù hợp nhu cầu thị trường, hạ

giá thành để hạ giá bán và đẩy mạnh hoạt động marketing. Còn giá cả là giá thị trường doanh nghiệp không thể tăng được.

Chỉ tiêu *doanh thu bán hàng* trong kỳ gồm *số tiền đã thu được* và *cả số tiền chưa thu được* nhưng đã được khách hàng chấp nhận thanh toán¹⁴⁸.

1.5.1.2. Thu nhập từ hoạt động đầu tư tài chính là khoản thu nhập do hoạt động đầu tư tài chính đem lại, gồm các khoản tương ứng với hoạt động tài chính như sau:

- ❖ Thu nhập từ hoạt động đầu tư chứng khoán: lãi được trả, chênh lệch giữa giá bán và mua.
- ❖ Thu nhập từ hoạt động liên doanh: lãi được trả, lãi giữ lại tăng vốn góp liên doanh.
- ❖ Thu nhập về cho thuê tài sản: tiền thuê thu được.
- ❖ Thu lãi tiền cho vay, lãi bán chịu hàng hoá.
- ❖ Thu lãi bán ngoại tệ.
- ❖ Thu lãi kinh doanh bất động sản.

1.5.1.3. Thu nhập bất thường là khoản thu nhập không mang tính thường xuyên và hầu hết không dự tính trước được, có thể do chủ quan hay khách quan đưa tới. Vì có tính khác biệt này so với 2 khoản thu nhập thông thường ở trên nên còn được gọi là thu nhập đặc biệt. Bao gồm các khoản sau:

- ❖ Thu tiền nhượng bán, thanh lý tài sản, chủ yếu là tài sản cố định
- ❖ Thu tiền được phạt vi phạm hợp đồng
- ❖ Tiền thuế nhà nước hoàn trả
- ❖ Thu các khoản nợ khó đòi đã xử lý xoá sổ
- ❖ Thu từ các khoản nợ phải trả không xác định được chủ
- ❖ Thu nhập kinh doanh của những kỳ trước bị bỏ sót hay ghi nhầm sổ kế toán...

1.5.2. Lợi nhuận của doanh nghiệp

Lợi nhuận hay lợi tức hay lãi là phần chênh lệch dương giữa thu nhập và chi phí tạo ra thu nhập đó trong 1 thời kỳ (thường là quý, nửa năm, năm). Nếu chênh lệch âm thì kết quả kinh doanh là lỗ.

Lợi nhuận là 1 chỉ tiêu quan trọng đánh giá kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Có lợi nhuận chứng tỏ hoạt động kinh doanh đã bù đắp được chi phí bỏ ra và có tích lũy. Lợi nhuận kỳ này cao hơn kỳ trước biểu hiện hàng hoá được tiêu thụ nhiều hơn hoặc giá

¹⁴⁸ Mặc dù chưa thu được tiền nhưng vẫn được tính vào doanh thu vì nếu số tiền hàng bán chịu mà không tính vào doanh thu sẽ giúp cho doanh nghiệp không phải nộp thuế ngay đối với phần tiền hàng bán chịu đó, dẫn đến đọng thuế, trong khi đó doanh nghiệp vẫn được hưởng tiền lãi từ việc bán chịu. Hơn nữa, việc tính cả khoản nợ tiền hàng vào doanh thu như vậy còn đảm bảo công bằng cho doanh nghiệp sử dụng hình thức bán hàng thanh toán ngay. Trong trường hợp những khoản nợ tiền hàng sau này không thu được thì sẽ chuyển thành những khoản phải thu có khả năng khó đòi và được tính vào chi phí trong kỳ.

thành sản phẩm giảm, hoặc các hoạt động đầu tư tài chính hiệu quả hơn. Lợi nhuận tăng góp phần cơ bản tăng hiệu quả kinh doanh. Mục tiêu kinh doanh là thu lợi nhuận, có lợi nhuận mới trả lãi được cho người góp vốn và mở rộng quy mô kinh doanh, hiện đại hoá thiết bị, đẩy mạnh nghiên cứu phát triển.

Muốn nâng cao lợi nhuận cần tăng doanh thu và giảm giá thành sản phẩm để tăng lợi nhuận thu được trên 1 đơn vị sản phẩm. Một trong các biện pháp tăng doanh thu là hạ giá thành sản phẩm, qua đó ta thấy hạ giá thành sản phẩm là vấn đề quan trọng. Phương pháp phân tích tài chính sẽ giúp tìm ra các biện pháp thích hợp trong từng thời kỳ để nâng cao lợi nhuận và hiệu quả kinh doanh.

Lợi nhuận của doanh nghiệp có 3 loại, trong đó lợi nhuận thu từ hoạt động sản xuất kinh doanh là quan trọng nhất. Sau đây là cách tính các loại lợi nhuận:

1.5.2.1. Lợi nhuận hoạt động sản xuất kinh doanh được xác định từng bước như sau:

1. Trước hết cần tính doanh thu thuần (thực)

DT thuần = Tổng DT - Các khoản giảm trừ và thuế gián thu phát sinh khi bán hàng

Tổng doanh thu là số tiền ghi trên hoá đơn bán hàng, hoá đơn thanh toán dịch vụ.

Từ khi khách hàng chấp nhận thanh toán cho đến khi thu được tiền có thể xảy ra 1 số khoản giảm trừ làm giảm số tiền thu được so với hoá đơn. **Các khoản giảm trừ** gồm có:

- ✓ Chiết khấu bán hàng do khách hàng thanh toán trước thời hạn thoả thuận gọi là chiết khấu thanh toán.
- ✓ Hàng bán bị trả lại do vi phạm hợp đồng như giao hàng không đúng phẩm chất, không đúng quy cách...
- ✓ Giảm giá hàng bán, gồm 3 nguyên nhân:
 - *Bớt giá* là khoản giảm trừ trên giá bán thông thường vì lý do mua với khối lượng lớn, tính theo 1 tỷ lệ nào đó trên giá bán, được thực hiện ngay sau từng lần mua hàng.
 - *Giảm giá* là khoản giảm trừ trên giá đã thoả thuận vì lý do hàng kém phẩm chất, không đúng quy cách theo quy định trong hợp đồng.
 - *Hồi khấu* là khoản giảm trừ tính trên tổng số khối lượng hàng hoá đã thực hiện với 1 khách hàng trong 1 thời gian nhất định.

Thuế gián thu ở khâu bán hàng là thuế tiêu dùng thu ở khâu bán hàng do người tiêu dùng chịu khi họ mua sản phẩm, tức là doanh nghiệp chỉ là người nộp hộ thuế, vì vậy đây cũng được coi là khoản giảm trừ để xác định doanh thu thuần. Thuế gián thu gồm thuế VAT, thuế xuất khẩu và thuế tiêu thụ đặc biệt đánh vào hàng hoá sản xuất trong nước. Doanh nghiệp không phải ứng trước tiền cho các khoản thuế này để tạo ra thu nhập trong kỳ nên các khoản thuế này không được coi là chi phí của doanh nghiệp.

2. Tiếp theo tính lợi nhuận gộp

Lợi nhuận gộp = Doanh thu thuần - Giá vốn hàng bán

3. Cuối cùng là tính lợi nhuận hoạt động SXKD

Lợi nhuận hoạt động SXKD = LN gộp - Chi phí bán hàng, chi phí quản lý DN

1.5.2.2. Lợi nhuận từ hoạt động đầu tư tài chính

Được xác định bằng thu nhập hoạt động tài chính trừ chi phí hoạt động tài chính.

1.5.2.3. Lợi nhuận bất thường

Được xác định bằng thu nhập bất thường trừ chi phí bất thường.

Thực chất đây không phải là lợi nhuận được tạo ra từ hoạt động kinh doanh trong kỳ mà từ kỳ trước để lại hoặc do khách quan đem lại, chứ không phải do kết quả kinh doanh.

Tổng lợi nhuận trước thuế (lợi nhuận thuần) bằng 3 khoản lợi nhuận trên cộng lại.

Lợi nhuận sau thuế bằng tổng lợi nhuận trước thuế trừ thuế thu nhập doanh nghiệp.

Các chỉ tiêu kể trên được đưa vào báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Lợi nhuận thu được qua tính toán ở trên là lợi nhuận kế toán. Muốn đánh giá đúng kết quả của hoạt động kinh doanh đang thực hiện cần xem xét chỉ số lợi nhuận kinh tế của nó, bằng cách lấy lợi nhuận kế toán trừ đi các chi phí cơ hội. Chi phí cơ hội quan trọng là tiền lãi cho vay của số vốn tự có của doanh nghiệp, đối với doanh nghiệp tư nhân còn gồm tiền lương của chủ doanh nghiệp.

2. Các nội dung của tài chính doanh nghiệp

Mọi nhà quản trị tài chính đều phải thường xuyên đưa ra các quyết định liên quan đến ba vấn đề cơ bản sau:

1. Doanh nghiệp nên đầu tư vào lĩnh vực kinh doanh nào? Dự án đầu tư dài hạn của doanh nghiệp là gì? Những trang thiết bị, nhà xưởng, nguyên vật liệu gì cần cho dự án đó? Khả năng sinh lời và những rủi ro của dự án đầu tư là gì? (Capital budgeting decision)
2. Doanh nghiệp phải làm thế nào để huy động vốn tài trợ cho hoạt động đầu tư dài hạn đó? (Financing decision). Doanh nghiệp sẽ phát hành cổ phần (equity) hay vay nợ (debt) để huy động vốn? (Capital structure).
3. Doanh nghiệp sẽ phải quản lý các hoạt động tài chính hàng ngày như thế nào? Nội dung quản lý chủ yếu là xử lý những sai lệch (mismatch) giữa các luồng tiền vào (cash inflows) và các luồng tiền ra (cash outflows) trong hoạt động hàng ngày của doanh nghiệp. Trong trường hợp luồng tiền ra lớn hơn luồng tiền vào, doanh nghiệp phải vay ngắn hạn để đáp ứng nhu cầu thanh toán. Trong trường hợp luồng tiền vào lớn hơn luồng tiền ra, doanh nghiệp cần xử lý để tránh tình trạng dòng

tiền nhàn rỗi không sinh lời. (Net working capital¹⁴⁹ management and short-term finance).

Nghiên cứu về Tài chính doanh nghiệp là nhằm giải quyết tốt các vấn đề cơ bản nêu trên. Mục tiêu cuối cùng mà tài chính doanh nghiệp hướng tới thông qua việc giải quyết các vấn đề trên có thể tóm tắt ở một câu “Tạo ra các dòng tiền vào lớn hơn các dòng tiền ra, qua đó làm tăng giá trị cho doanh nghiệp”. Nói cách khác, các nhà quản trị tài chính phải lựa chọn và thực hiện các dự án đầu tư sao cho luồng thu nhập tạo ra từ các dự án đó phải lớn hơn chi phí bỏ ra để huy động vốn tài trợ cho các dự án, qua đó làm gia tăng giá trị của các khoản đầu tư của các chủ đầu tư vào doanh nghiệp.

Cần lưu ý là hoạt động tài chính trong doanh nghiệp được chia làm hai nhóm hoạt động cơ bản là kiểm soát (controller) và ngân quỹ (treasurer). Bộ phận kiểm soát có nhiệm vụ theo dõi các chi phí sản xuất kinh doanh, kế toán tài chính, thanh toán thuế và quản trị thông tin tài chính (là nhiệm vụ của các phòng Kế toán tài vụ tại doanh nghiệp). Bộ phận ngân quỹ có nhiệm vụ quản lý tiền mặt (các luồng vào, ra), quản lý các hoạt động tín dụng (cho vay và đi vay) của doanh nghiệp, lập kế hoạch tài chính và đầu tư. Nội dung quản trị tài chính doanh nghiệp tập trung chủ yếu ở phần quản lý ngân quỹ này. Do vậy, mục đích quan tâm của quản trị tài chính doanh nghiệp sẽ không giống với kế toán quản trị. Quản trị tài chính quan tâm nhiều hơn tới vấn đề thời điểm diễn ra luồng tiền (timing of cash flows) do tồn tại yếu tố giá trị thời gian của dòng tiền và rủi ro luồng tiền (risk of cash flows) vì số lượng và thời điểm luồng tiền nhận được không thể chắc chắn.

Ba nội dung cơ bản của tài chính doanh nghiệp có thể mô tả tóm tắt như sau:

2.1. Lập kế hoạch đầu tư (Capital Budgeting)

Đây là quá trình lập kế hoạch và quản lý các dự án đầu tư dài hạn của doanh nghiệp. Nhà quản trị tài chính cần phát hiện ra các cơ hội đầu tư có khả năng đem lại thu nhập nhiều hơn chi phí tài trợ cho việc thực thi hoạt động đầu tư đó. Một cách cụ thể, nhà quản trị phải lên được kế hoạch mua sắm, chi tiêu cho dự án, không chỉ bao gồm những chi tiêu ban đầu mà cả các chi tiêu trong suốt quá trình thực hiện dự án, phải dự tính được những thay đổi trong chi phí. Đồng thời, nhà quản trị phải dự tính được doanh thu, lợi nhuận trong suốt vòng đời của dự án. Điểm quan trọng nhất là qua đó phải xác định được thời điểm (timing) diễn ra các luồng tiền vào ra doanh nghiệp, giá trị (size) của các luồng tiền đó cũng như những rủi ro (risk) gắn với các luồng tiền, trên cơ sở đó đánh giá được mức sinh lời của dự án cũng như có các biện pháp quản trị thích hợp nhằm kiểm soát rủi ro để có được những luồng tiền đúng như dự tính cả về giá trị lẫn thời điểm.

¹⁴⁹ Vốn lưu động thuần (Net working capital) = Tài sản lưu động (Current assets) – Nợ ngắn hạn (Current liabilities)

2.2. Xác định cấu trúc vốn tài trợ (capital structure)

Đây là quá trình xác định cách thức để doanh nghiệp có thể huy động được nguồn vốn đầu tư dài hạn cũng như quản lý nguồn vốn đó. Nguồn vốn huy động của doanh nghiệp cho các dự án đầu tư dài hạn tồn tại dưới hai dạng: vốn góp của các cổ đông và vốn vay. Nhiệm vụ của nhà quản trị tài chính ở đây là phải xác định được cấu trúc vốn huy động sao cho vừa đảm bảo giảm thiểu chi phí huy động, gia tăng giá trị cho doanh nghiệp đồng thời vẫn kiểm soát được những rủi ro cho doanh nghiệp. Ví dụ: Nếu tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp mà cao thì sẽ rất có lợi cho doanh nghiệp vì nó có thể giúp gia tăng giá trị doanh nghiệp. Chẳng hạn, lãi trả cho các khoản nợ được khấu trừ khi tính thuế nên nếu tỷ lệ phần nguồn vốn cho dự án dưới dạng nợ mà cao thì doanh nghiệp sẽ được lợi về thuế. Hơn nữa, trong khi khả năng tạo ra lợi nhuận của từng đồng vốn sử dụng thì được coi là như nhau nhưng lãi trả cho những đồng vốn huy động bằng vay nợ sẽ luôn cố định. Như vậy cùng một mức sinh lời, nếu tỷ lệ nợ trong nguồn vốn đầu tư mà cao thì doanh nghiệp càng lợi. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu mà cao thì doanh nghiệp sẽ dễ gặp những khó khăn về tài chính khi dự án không sinh lời như mong muốn. Hơn thế, các chủ nợ sẽ đòi hỏi lãi suất cao hơn khi thấy tỷ lệ nợ trong nguồn vốn huy động của doanh nghiệp quá cao vì sợ rủi ro. Thậm chí, doanh nghiệp có thể gặp khó khăn trong vay vốn.

2.3. Quản trị vốn lưu động (Working Capital Management)

Nội dung của hoạt động quản trị vốn lưu động là kiểm soát các tài sản lưu động và nợ ngắn hạn (bao gồm cả nợ dài hạn đến hạn trả) nhằm đảm bảo doanh nghiệp có đủ tiền cho các chi tiêu cho hoạt động của mình. Các câu hỏi mà nhà quản trị tài chính thường phải trả lời là 1) Doanh nghiệp cần phải nắm giữ bao nhiêu tiền (tiền mặt và tiền gửi ngân hàng), bao nhiêu hàng dự trữ (bao gồm nguyên vật liệu, bán thành phẩm và thành phẩm trong kho)? 2) Trường hợp nào thì doanh nghiệp nên bán chịu, thời hạn bán chịu nên là bao lâu và đối tượng nào sẽ được doanh nghiệp bán chịu? 3) Doanh nghiệp nên vay ngắn hạn hay mua chịu hay thanh toán ngay?

3. Phân tích các báo cáo tài chính

Để đưa ra quyết định, nhà quản trị tài chính doanh nghiệp phải dựa trên các thông tin từ các báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Nhà quản trị tài chính không chỉ phải hiểu được nội dung của các báo cáo tài chính mà còn phải biết rút ra những thông tin gì từ các báo cáo tài chính để phục vụ cho quá trình ra quyết định của mình. Do vậy nội dung của phần này không đi sâu vào việc nghiên cứu các báo cáo tài chính mà sẽ tập trung vào cách thức lọc ra các thông tin có ích cho hoạt động quản trị tài chính từ các báo cáo tài chính này, hiểu được những hạn chế của các thông tin mà các báo cáo tài chính cung cấp cũng như

giới thiệu các chỉ tiêu tài chính mà các nhà quản trị tài chính thường sử dụng để đánh giá về tình hình tài chính của doanh nghiệp.

Có ba loại báo cáo tài chính cơ bản sau:

3.1. Bảng cân đối kế toán (The balance sheet)

3.1.1. Giới thiệu về bảng cân đối kế toán

Bảng cân đối kế toán (còn được gọi là bảng tổng kết tài sản) cung cấp một bức tranh về tình hình tài chính của doanh nghiệp tại một thời điểm nhất định.

Bảng cân đối kế toán chia làm hai phần, phần bên trái liệt kê các tài sản, bên phải là các khoản nợ và vốn cổ phần. Bản cân đối kế toán cho biết doanh nghiệp sở hữu những gì và nó tài trợ cho việc sở hữu những tài sản đó như thế nào? Xem mẫu bảng cân đối kế toán ở phần phụ lục.

Gọi là bảng cân đối kế toán vì nó luôn phải đảm bảo cân bằng sau:

$$\text{Tổng tài sản} = \text{Tổng các khoản nợ} + \text{Tổng vốn cổ phần}$$

Tổng giá trị tài sản luôn phải bằng tổng giá trị nguồn vốn cho nên mỗi khi có sự tăng giảm 1 loại tài sản hay nguồn vốn nào do có hoạt động kinh tế phát sinh đều kéo theo sự biến động của 1 loại tài sản hay nguồn vốn khác. Tóm lại có 2 trường hợp cơ bản dẫn đến sự biến động tài sản như sau:

- Tăng (giảm) nguồn vốn đồng thời kéo theo sự tăng (giảm) tài sản. Thường xảy ra đối với với loại nguồn vốn và tài sản cụ thể sau:
 - Nguồn vốn vay tăng kéo theo tài sản bằng tiền tăng hoặc các tài sản khác là máy móc thiết bị, nguyên vật liệu, dụng cụ tăng, tùy thuộc doanh nghiệp hay ngân hàng đứng ra trả tiền hàng hoá dịch vụ được đầu tư bằng vốn vay.
 - Khi trả nợ ngắn hạn, tài sản bằng tiền giảm.
- Tăng (giảm) tài sản hoặc nguồn vốn này kéo theo sự giảm (tăng) tài sản hoặc nguồn vốn khác. Có sự biến động ngược chiều là do có sự chuyển hoá lẫn nhau giữa các tài sản, giữa các nguồn vốn. Thường xảy ra trong các trường hợp cụ thể sau:
 - Bên tài sản:
 - Tài sản bằng tiền giảm, đồng thời tài sản là nguyên vật liệu, dụng cụ hoặc tài sản cố định hữu hình, vô hình hoặc đầu tư tài chính tăng.
 - Khi các khoản phải thu, đầu tư tài chính được thu hồi, thu lãi thì tài sản này giảm, tài sản bằng tiền tăng.
 - Khi các công trình xây dựng, mua sắm tài sản cố định được quyết toán thì chi phí xây dựng cơ bản dở dang giảm, tài sản cố định hữu hình tăng.
 - Bên nguồn vốn:

- o Các loại nguồn vốn - quỹ chuyển hoá sang nhau, trong đó lãi chưa phân phối là điểm bắt đầu cơ bản, điểm cuối là nguồn vốn kinh doanh, quỹ khen thưởng, phúc lợi và 1 phần quỹ dự trữ, còn lại là nguồn trung gian.
- o Nợ dài hạn đến hạn trả được chuyển thành nợ ngắn hạn.

Do đặc điểm đối ngược của nguồn vốn chủ sở hữu và nợ phải trả nên chỉ diễn ra sự chuyển hoá giữa các nguồn vốn trong cùng 1 nhóm.

Để phục vụ công tác quản lý tài chính của doanh nghiệp, ngoài các chỉ tiêu trong bảng cân đối kế toán, nhà quản lý tài chính còn phải xem xét thêm một số chỉ tiêu khác gọi là chỉ tiêu ngoài bảng. Các chỉ tiêu này phản ánh những tài sản hiện có ở đơn vị nhưng không thuộc quyền sở hữu của đơn vị hoặc làm rõ hơn nội dung của 1 số tài sản trong bảng. Các tài sản ngoài bảng cũng phải được bảo quản và tiến hành kiểm kê định kỳ như tài sản sở hữu của doanh nghiệp vì doanh nghiệp có trách nhiệm pháp lý được quy định trong các hợp đồng. Có 7 chỉ tiêu sau, trong đó có 3 chỉ tiêu đầu phản ánh tài sản không thuộc sở hữu của doanh nghiệp:

1. *Tài sản thuê ngoài* (thuê vận hành) phản ánh giá trị tài sản hiện còn thuê ngoài.
2. *Vật tư hàng hoá nhận giữ hộ, nhận gia công* phản ánh giá trị vật tư hàng hoá còn giữ hộ (như công ty xây lắp nhận thiết bị của người giao thầu để lắp đặt...) hoặc nhận gia công chưa xong.
3. *Hàng hoá nhận bán hộ, nhận ký gửi* thể hiện giá trị hàng hoá đã nhận bán hộ, nhận ký gửi nhưng chưa tiêu thụ ở các doanh nghiệp thương mại hoặc các đại lý tiêu thụ.
4. *Nợ khó đòi đã xử lý* là nợ khó đòi đã được xoá sổ, nhưng cần theo dõi để tiếp tục đòi nợ vì tình hình tài chính của người mắc nợ có thể tốt lên. Chỉ tiêu này phản ánh số nợ khó đòi đã xử lý còn chưa truy thu được, cần tiếp tục theo dõi.
5. *Nguồn vốn khấu hao cơ bản* là vốn khấu hao cơ bản chỉ được dùng cho những mục đích nhất định là tái đầu tư tài sản cố định, trả vốn vay đầu tư tài sản cố định, tạm thời dùng đầu tư tài chính nếu nhân rồi, trong bảng mới chỉ phản ánh được tổng số vốn đã được khấu hao. Chỉ số này phản ánh vốn khấu hao cơ bản hiện còn chưa sử dụng, qua đó giúp doanh nghiệp có kế hoạch sử dụng.
6. *Hạn mức kinh phí* phản ánh hạn mức kinh phí còn lại chưa rút, qua đó giúp doanh nghiệp thấy tiến độ thực hiện công việc được giao và có kế hoạch thực hiện.
7. *Ngoại tệ các loại*: Trong bảng cân đối kế toán, nguồn vốn bằng ngoại tệ không được phản ánh theo nguyên tệ, mà doanh nghiệp cần biết số ngoại tệ hiện có và số nợ phải trả bằng ngoại tệ để tính chênh lệch tỷ giá và có biện pháp chống rủi ro hối đoái. Vì vậy chỉ tiêu này phản ánh số ngoại tệ còn lại theo nguyên tệ của từng loại ngoại tệ.

3.1.2. Các lưu ý khi phân tích bảng cân đối kế toán

Ba vấn đề cần lưu ý khi phân tích bảng cân đối kế toán là tính lỏng của các tài sản (accounting liquidity), so sánh giữa nợ và vốn cổ phần (debt versus equity), phân biệt giá trị thị trường và giá trị ghi sổ (market value versus book value).

3.1.2.1. Tính lỏng của các tài sản: phản ánh khả năng chuyển thành tiền mặt một cách dễ dàng và nhanh chóng của một tài sản mà không phải hy sinh về mặt giá trị (tức là không phải bán rẻ). Trong bảng cân đối kế toán, các tài sản thường được liệt kê theo mức độ giảm dần của tính lỏng. Tài sản lưu động (current assets) là các tài sản có tính lỏng cao nhất vì nó bao gồm tiền mặt và các tài sản sẽ chuyển thành tiền mặt trong vòng 1 năm kể từ ngày lập bảng cân đối kế toán. Các tài sản cố định (fixed assets) có tính lỏng thấp hơn nên được liệt kê sau các tài sản lưu động trên bảng cân đối kế toán. Tính lỏng của các tài sản doanh nghiệp càng cao thì doanh nghiệp càng tránh được nguy cơ gặp khó khăn khi phải thực hiện các nghĩa vụ tài chính trong ngắn hạn. Tuy nhiên, tài sản có tính lỏng cao thường tạo ra lợi nhuận thấp hơn. Do vậy, luôn có sự đánh đổi giữa việc duy trì các tài sản có tính lỏng cao để đảm bảo khả năng thanh toán với khả năng sinh lời từ các tài sản đó.

3.1.2.2. So sánh giữa nợ và vốn cổ phần: Các khoản nợ thường gắn với trách nhiệm hoàn trả những khoản tiền cố định, do vậy sẽ đặt doanh nghiệp vào tình trạng phá sản nếu không thực hiện được. Các cổ phần không đòi hỏi những khoản thanh toán cố định. Các cổ đông chỉ được nhận phần còn lại sau khi đã thanh toán hết nợ. Nợ có vai trò đòn bẩy (financial leverage), nó có khả năng khuếch đại khả năng sinh lời của một đồng vốn cổ phần nhưng đồng thời cũng làm tăng nguy cơ vỡ nợ của doanh nghiệp.

3.1.2.3. Phân biệt giá trị thị trường và giá trị ghi sổ: Điều cần lưu ý là giá trị của các tài sản ghi trong các bảng cân đối kế toán là giá trị ghi sổ, tức là được ghi chép trên cơ sở chi phí chứ không phải giá trị của chúng. Chi phí đây là chi phí bỏ ra để mua tài sản đó. Còn giá trị là giá mà tài sản đó được mua bán thị trường. Tại thời điểm mua tài sản, giá trị tài sản có thể bằng chi phí (nếu doanh nghiệp phải tốn tiền thuê lắp đặt, vận chuyển thì chi phí sẽ cao hơn giá trị tài sản), nhưng ở các thời điểm sau đó thì thường là không phải vậy. Vì thế có thể gây nhầm lẫn cho những người đọc các báo cáo tài chính, khiến họ nghĩ đây là giá trị thực của tài sản (thực ra chỉ là chi phí). Ngoài ra, rất nhiều giá trị của công ty không được phản ánh trên bảng tổng kết tài sản, ví dụ: trình độ quản lý tốt, những tài sản có bản quyền, điều kiện kinh doanh thuận lợi...

3.2. Bảng báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh (The income statement):

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh (hay còn gọi là báo cáo lãi lỗ) phản ánh kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong một khoảng thời gian, thường là 1 năm.

Nếu như bảng cân đối kế toán được ví như một bức ảnh chụp tình hình tài chính của doanh nghiệp trong một thời điểm thì bảng báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh là một đoạn băng video ghi lại hoạt động của doanh nghiệp giữa hai thời điểm chụp ảnh. Xem mẫu báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh ở phần phụ lục.

Khi phân tích một báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh cần lưu ý 3 vấn đề sau: Nguyên tắc kế toán thống nhất (GAAP – General Accepted Accounting Principles), các mục phi tiền mặt (noncash items), vấn đề thời gian và chi phí (time and costs).

3.2.1. Nguyên tắc kế toán thống nhất hay Chuẩn mực kế toán là các quy định của từng quốc gia nhằm thống nhất các nguyên tắc xây dựng các báo cáo tài chính trong các doanh nghiệp. Việc nắm các nguyên tắc kế toán này sẽ giúp hiểu được đầy đủ các nội dung thông tin mà báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh cung cấp. Ví dụ: Doanh thu chỉ được phản ánh trên báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh khi có hàng hoá hay dịch vụ bán ra. Do vậy, sự tăng lên về mặt giá trị của các tài sản mà doanh nghiệp sở hữu sẽ không được coi như là một khoản thu nhập. Hơn nữa, doanh thu được ghi nhận ngay cả khi hàng hoá được bán chịu, nghĩa là không nhất thiết phải có luồng tiền vào khi thu nhập được ghi nhận. Do cái nhà quản trị tài chính quan tâm là các luồng tiền nên thông tin mà báo cáo cung cấp không phải lúc nào cũng là thông tin về luồng tiền. Nói cách khác, các thu nhập hay chi phí được ghi chép trong báo cáo không phải lúc nào cũng tương ứng với các luồng tiền vào hoặc ra của doanh nghiệp.

3.2.2. Các hạng mục phi tiền mặt: Giá trị kinh tế của các tài sản phụ thuộc rất nhiều vào các dòng tiền trong tương lai mà nó tạo ra. Tuy nhiên, dòng tiền lại không được phản ánh trong báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh. Trong khi đó, có những hạng mục của báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh được coi là chi phí đối với doanh thu nhưng lại không làm thay đổi luồng tiền và do vậy được gọi là hạng mục phi tiền mặt. Một trong những hạng mục quan trọng đó là Khấu hao. Khi mua tài sản thì có một dòng tiền chạy ra nhưng khấu hao lại được thực hiện dần theo thời gian. Như vậy, trên thực tế, dòng tiền đã diễn ra một lần tại thời điểm mua tài sản nhưng trên báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, nó lại được chia thành nhiều phần nhỏ và hạch toán dần theo thời gian. Như vậy, khấu hao sẽ không được coi là luồng tiền ra (thực tế lại là luồng tiền vào). Một hạng mục phi tiền mặt khác là thuế trả chậm. Thuế trả chậm xảy ra khi công ty tiến hành khấu hao tăng dần (khấu hao ít lúc đầu và tăng dần về sau) trong khi hạch toán của cơ quan thuế là khấu hao đều. Kết quả là thời kỳ đầu khi khấu hao ít, khoản thuế thực nộp sẽ thấp hơn khoản thuế lẽ ra phải nộp, nhưng về sau sẽ xảy ra tình trạng ngược lại. Phần chênh lệch thuế hiện tại sẽ phải thanh toán về sau. Phần này được hạch toán là thuế thanh toán chậm trong báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, xét dưới góc độ phân tích luồng tiền thì khoản thuế trả chậm này không phải là một luồng tiền ra.

3.2.3. Vấn đề thời gian và chi phí: Trong phân tích tài chính vấn đề dự tính luồng tiền rất quan trọng. Và vì vậy người ta chia thời gian thành hai loại là ngắn hạn và dài hạn. Trong ngắn hạn, các điều kiện sản xuất (máy móc), môi trường (thuế, các cam kết theo hợp đồng) được giả định là không thay đổi, chỉ có các nhân tố như chi phí lao động, nguyên vật liệu là được phép thay đổi. Và do vậy các chi phí liên quan đến lao động, nguyên vật liệu thì được coi là chi phí khả biến, còn các chi phí liên quan đến sản xuất, môi trường như thuế, lãi trái phiếu được coi là chi phí bất biến. Còn về mặt dài hạn, thì mọi chi phí đều thay đổi. Việc phân chia này có ảnh hưởng rất quan trọng đến lập kế hoạch kinh doanh cũng như phân tích luồng tiền. Tuy nhiên, trong báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh lại phân chia các chi phí không theo ngắn và dài hạn mà theo chi phí liên quan đến sản xuất (tức là các chi phí sẽ tăng lên khi mở rộng sản xuất) và các chi phí liên quan đến một thời kỳ (ví dụ các chi phí quản lý hành chính). Và như vậy cả chi phí khả biến và chi phí bất biến đều bao hàm trong phần chi phí sản xuất mà không được phân biệt riêng ra.

3.3. Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Thông tin quan trọng nhất cần rút ra từ các báo cáo tài chính là các luồng tiền bởi vì trong tài chính, giá trị của công ty được đánh giá trên khả năng tạo ra các luồng tiền. Báo cáo tài chính về những thay đổi về tiền tệ của doanh nghiệp được gọi là **Báo cáo lưu chuyển tiền tệ** (the statement of cash flows). Báo cáo này cho biết doanh nghiệp đã thực sự chi bao nhiêu tiền và thu bao nhiêu trong một khoảng thời gian (thường là 1 năm).

Cần chú ý là thay đổi trong luồng tiền không đồng nhất với thay đổi trong vốn lưu động thuần (net working capital). Ví dụ cả hàng tồn kho và tiền mặt đều là thành phần của vốn lưu động (current assets). Khi mua nguyên liệu, hàng tồn kho tăng lên, vốn tiền mặt giảm tương ứng khiến vốn hiện hành và do đó vốn lưu động thuần không thay đổi nhưng đã xảy ra một luồng tiền đi ra khỏi doanh nghiệp.

Tổng giá trị các luồng tiền doanh nghiệp thu được từ các tài sản đầu tư = Tổng giá trị các luồng tiền chạy tới các chủ nợ và cổ đông của doanh nghiệp:

$$\text{Cash flow from assets} = \text{Cash flow to creditors} + \text{Cash flow to stockholders}$$

Luồng tiền từ các tài sản (Cash flow from assets) bao gồm:

- **Luồng tiền từ hoạt động kinh doanh** (operating cash flow): là luồng tiền thu được từ tiền bán hàng hoá, dịch vụ và các hoạt động kinh doanh hợp pháp khác. Luồng tiền này phản ánh cả chi phí trả thuế, nhưng không bao gồm các chi phí liên quan đến đầu tư như chi cho mua tài sản cố định và thay đổi trong vốn lưu động thuần (tức là không tính đến phần đầu tư thêm của doanh nghiệp vào vốn lưu động và vốn cố định).

Do khấu hao không tạo ra luồng tiền nên phải cộng lại khấu hao vào thu nhập

EBIT¹⁵⁰. Chi phí lãi suất là chi phí liên quan đến nguồn vốn nên không được tính ở đây. Thuế thì doanh nghiệp thực tế phải trả nên phải khấu trừ.

	(Đơn vị: Triệu USD)
Thu nhập chưa trả thuế và lãi (<i>Earnings before interest and taxes – EBIT</i>)	219
Khấu hao (<i>Depreciaton</i>)	90
Thuế phải trả trong kỳ (<i>Current tax</i>)	(71)
Luồng tiền từ hoạt động kinh doanh (<i>Operating cash flow</i>)	238

Luồng tiền từ hoạt động kinh doanh là một chỉ tiêu tài chính rất quan trọng vì nó cho biết về cơ bản các luồng tiền tạo ra từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp có đủ để bù đắp những chi tiêu hàng ngày của doanh nghiệp không. Luồng tiền này luôn dương khi công ty làm ăn tốt. Nếu nó âm trong một thời gian dài thì chứng tỏ doanh thu của công ty không đủ bù chi phí, và công ty sẽ khó tránh khỏi rơi vào tình trạng khó khăn về tài chính.

Một điểm khác biệt cần lưu ý giữa báo cáo lưu chuyển tiền tệ ở đây và báo cáo lưu chuyển tiền tệ theo chuẩn mực kế toán là báo cáo lưu chuyển tiền tệ theo chuẩn mực kế toán có trừ lãi suất vì coi đây là một chi phí kinh doanh. Tuy nhiên trong phân tích tài chính lãi suất cần được coi là chi phí huy động vốn nên sẽ được hạch toán riêng.

- *Luồng tiền từ hoạt động đầu tư vào tài sản cố định* (capital spending) phản ánh những thay đổi trong tài sản cố định như mua tài sản cố định mới, bán hay thanh lý tài sản cố định cũ, điều chỉnh lại giá trị tài sản cố định...

Luồng tiền này được xác định bằng cách lấy tổng chi tiêu mua tài sản cố định trừ tổng thu từ bán tài sản cố định. Cụ thể, luồng tiền trong hoạt động đầu tư vào tài sản cố định trong một kỳ bằng tổng chi tiêu tài sản cố định thuần cuối kỳ (Ending net fixed assets) trừ đi tổng chi tiêu tài sản cố định thuần đầu kỳ (Beginning net fixed assets) cộng với Khấu hao trong kỳ.

	(Đơn vị: Triệu USD)
Tổng chi tiêu tài sản cố định thuần cuối kỳ (<i>Ending net fixed assets</i>)	198
Tổng chi tiêu tài sản cố định thuần đầu kỳ (<i>Beginning net fixed assets</i>)	(50)
Khấu hao (<i>Depreciaton</i>)	25
Luồng tiền từ hoạt động đầu tư TSCĐ (<i>Net capital spending</i>)	173

¹⁵⁰ Do khi tính EBIT, khấu hao được coi là một loại chi phí nên đã bị trừ ra khỏi thu nhập của doanh nghiệp.

Luồng tiền này âm khi doanh nghiệp bán tài sản cố định nhiều hơn mua.

- *Luồng tiền từ những thay đổi trong vốn lưu động thuần* (change in net working capital) phản ánh những thay đổi trong tài sản lưu động (current assets) trong tương quan với nợ ngắn hạn (current liabilities). Doanh nghiệp không chỉ đầu tư vào tài sản cố định, nó có thể bổ sung (đầu tư) vào vốn lưu động hoặc giảm vốn lưu động. Các hoạt động này là nguyên nhân dẫn đến những thay đổi trong vốn lưu động thuần.

Để tính luồng tiền này, đơn giản chỉ cần tính chênh lệch giữa vốn lưu động thuần đầu kỳ và cuối kỳ.

	(Đơn vị: Triệu USD)
Vốn lưu động thuần cuối kỳ (<i>Ending net working capital</i>)	73
Vốn lưu động thuần đầu kỳ (<i>Beginning net working capital</i>)	(50)
Thay đổi vốn lưu động thuần (<i>Change in net working capital</i>)	23

Tóm tắt về luồng tiền từ tài sản được phản ánh trong bảng sau:

	(Đơn vị: Triệu USD)
Luồng tiền từ hoạt động kinh doanh (<i>Operating cash flow</i>)	238
Luồng tiền từ hoạt động đầu tư TSCĐ (<i>Net capital spending</i>)	(173)
Thay đổi vốn lưu động thuần (<i>Change in net working capital</i>)	(23)
Luồng tiền từ tài sản (<i>Cash flow from assets</i>)	42

Khi doanh nghiệp đang trong thời kỳ đầu tư tăng trưởng, luồng tiền từ tài sản này có thể âm, vì khi đó công ty sử dụng tiền huy động trong kỳ để đầu tư vào tài sản cố định và tài sản lưu động dẫn đến chi có thể vượt thu. Luồng tiền này còn được gọi là luồng tiền tự do (free cash flow) vì doanh nghiệp có thể tự do dùng nó để trả lãi cho trái chủ và cổ đông vì không cần dùng để đầu tư vào tài sản cố định hay tài sản lưu động. Tuy nhiên, nếu luồng tiền tự do quá lớn chứng tỏ số tiền mặt doanh nghiệp nắm giữ nhiều hơn số tiền cần để tài trợ cho các dự án có khả năng sinh lời. Hậu quả là phần tiền này không sinh lời được và có thể bị Ban giám đốc lợi dụng sử dụng vào các hoạt động mua sắm hay chi tiêu không cần thiết.

Cần lưu ý là thu nhập thuần (net income) và luồng tiền tự do (free cash flow) thường khác nhau vì thu nhập thuần không phải là dòng tiền. Khi đánh giá về tình hình tài chính của doanh nghiệp thì phân tích dòng tiền được sử dụng nhiều hơn.

Luồng tiền liên quan đến nguồn vốn của doanh nghiệp bao gồm:

- *Luồng tiền đến trái chủ (Cash flow to Creditors):*
 - Dòng tiền chạy ra để trả lãi và trả vốn gốc
 - Dòng tiền chạy vào do phát hành nợ dài hạn

	(Đơn vị: Triệu USD)
Tiền lãi thanh toán (<i>Interest</i>)	49
Hoàn trả vốn vay (<i>Retirement of debt</i>)	73
<hr/>	
Tổng chi trả cho các khoản nợ (<i>Debt service</i>)	122
Vốn vay dài hạn phát sinh trong kỳ (<i>Proceeds from long-term debt sales</i>)	(86)
<hr/>	
Luồng tiền đến trái chủ (Cash flow to Creditors)	36

- *Luồng tiền đến cổ đông (Cash flow to Stockholders):*
 - Dòng tiền chạy ra dưới dạng thanh toán cổ tức hoặc mua lại cổ phần
 - Dòng tiền chạy vào do phát hành cổ phần mới.

	(Đơn vị: Triệu USD)
Chi trả cổ tức (<i>Dividends paid</i>)	43
Mua lại cổ phần đã phát hành (<i>Repurchase of stock</i>)	6
<hr/>	
Tổng tiền mặt chuyển tới cổ đông (<i>Cash to stockholders</i>)	49
Thu từ phát hành cổ phần mới (<i>Proceeds from new stock issue</i>)	(43)
<hr/>	
Luồng tiền đến cổ đông (Cash flow to Stockholders)	6

3.4. Các chỉ tiêu tài chính

Các chỉ tiêu tài chính thường được chia thành 5 nhóm lớn sau:

1. Các chỉ tiêu phản ánh Khả năng trả nợ ngắn hạn hay tính thanh khoản của doanh nghiệp (Short-term solvency or liquidity ratios)
2. Các chỉ tiêu phản ánh Khả năng trả nợ dài hạn hay đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp (Long-term solvency or financial leverage ratios)
3. Các chỉ tiêu phản ánh Hiệu quả quản lý tài sản của doanh nghiệp (Asset management or turnover ratios)
4. Các chỉ tiêu phản ánh mức sinh lời (Profitability ratios)
5. Các chỉ tiêu phản ánh Giá trị thị trường của doanh nghiệp (Market value ratios)

3.4.1. Các chỉ tiêu phản ánh Khả năng trả nợ ngắn hạn

Các chỉ tiêu này được sử dụng để xác định khả năng đáp ứng các nhu cầu chi trả phát sinh trong vòng 1 năm của doanh nghiệp. Với mục đích như vậy, các chỉ tiêu này sẽ tập

trung vào khoản nợ ngắn hạn (current liabilities) của doanh nghiệp và nguồn để trả các khoản nợ này là vốn lưu động (current assets). Một thuận lợi khi so sánh giữa nợ ngắn hạn và vốn lưu động là các giá trị ghi sổ và giá trị thị trường của chúng là gần bằng nhau. Tuy nhiên giá trị các hạng mục thay đổi nhanh nên các số liệu ngày hôm nay không phải là một dự báo tin cậy cho tình hình tương lai.

3.4.1.1. Khả năng thanh toán hiện thời (current ratio)

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Current assets}}{\text{Current liabilities}}$$

- Current assets: Tổng giá trị vốn lưu động¹⁵¹
- Current liabilities: Tổng giá trị nợ ngắn hạn

Đối với những chủ nợ trong ngắn hạn của doanh nghiệp, tỷ lệ này càng cao càng tốt vì nó phản ánh khả năng đáp ứng kịp thời các nhu cầu chi trả của doanh nghiệp. Tuy nhiên đối với doanh nghiệp, khi tỷ lệ này quá cao thì có thể là một dấu hiệu cho thấy việc đầu tư vào các tài sản lưu động còn thiếu hiệu quả. Ngược lại, khi tỷ lệ này giảm, đó có thể là một dấu hiệu cho những nguy cơ gặp khó khăn về tài chính của doanh nghiệp. Tuy nhiên cần so sánh thêm tỷ lệ này với các tỷ lệ trong quá khứ và tỷ lệ của các doanh nghiệp cùng ngành để có đánh giá chính xác. Trong những điều kiện thông thường tỷ lệ này bằng 1 luôn được coi là một con số tối ưu.

Ngoài ra, cần lưu ý là:

- tỷ lệ này có thể chịu ảnh hưởng bởi một số giao dịch, ví dụ doanh nghiệp tài trợ cho khoản đầu tư vào tài sản lưu động bằng các khoản vay dài hạn, kết quả là vốn lưu động tăng lên tương đối so với nợ ngắn hạn làm tỷ lệ này tăng.
- khi tỷ lệ này nhỏ hơn 1, việc doanh nghiệp trả nợ ngắn hạn sẽ làm tỷ lệ này giảm đi, còn nếu tỷ lệ này lớn hơn 1 thì giao dịch nói trên sẽ làm tỷ lệ này tăng lên.
- giao dịch mua nguyên vật liệu không làm thay đổi tỷ lệ này vì vốn lưu động vẫn không đổi, chỉ cơ cấu vốn lưu động thay đổi mà thôi.
- khi doanh nghiệp tiêu thụ được một lượng hàng, tỷ lệ này thường tăng lên vì hàng lưu kho được hạch toán theo chi phí trong khi doanh thu thì hạch toán theo giá bán thực tế (thường cao hơn chi phí), kết quả là vốn lưu động tăng dù chỉ xảy ra sự thay đổi về cơ cấu vốn.

Do đó những biến động của tỷ lệ này cần xem xét nguồn gốc phát sinh trước khi đưa ra những đánh giá về tình hình tài chính của doanh nghiệp trong ngắn hạn.

3.4.1.2. Khả năng thanh toán nhanh (quick or acid-test ratio)

¹⁵¹ Nhiều nhà phân tích còn cộng thêm cả tài sản đầu tư tài chính ngắn hạn vào vốn lưu động để đánh giá khả năng thanh toán tổng quát của doanh nghiệp vì coi tài sản đầu tư tài chính ngắn hạn cũng là một bộ phận của vốn lưu động.

Khả năng thanh toán nhanh của doanh nghiệp được phản ánh thông qua chỉ tiêu tài chính sau:

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Quick assets}}{\text{Current liabilities}}$$

Quick assets bao gồm các tài sản lưu động có khả năng chuyển hoá thành tiền mặt một cách nhanh chóng. Trong các tài sản lưu động, hàng tồn kho/dự trữ là các tài sản có tính thanh khoản thấp nhất. Hơn nữa, giá trị ghi sổ của hàng tồn kho/dự trữ nhiều khi không nhất trí với giá trị thị trường của nó bởi vì trong quá trình cất trữ hàng hoá có thể mất, hỏng hay suy giảm chất lượng. Ngoài ra, một lượng hàng tồn kho quá lớn còn là một dấu hiệu không tốt trong ngắn hạn vì lượng hàng tồn kho quá lớn có thể là do doanh nghiệp dự đoán quá cao về khả năng bán hàng dẫn đến sản xuất quá nhiều hoặc mua quá nhiều hàng dự trữ. Vì những lý do đó mà khi muốn đánh giá khả năng thanh toán nhanh của doanh nghiệp người ta loại trừ đi phần hàng tồn kho trong tài sản lưu động. Nói cách khác: $\text{Quick assets} = \text{Current assets} - \text{Inventory}$ ¹⁵². Như vậy, việc dùng tiền mặt để mua hàng hoá dự trữ chỉ làm giảm quick ratio chứ không làm thay đổi current ratio.

Một số chỉ tiêu tài chính khác cũng được sử dụng để xác định khả năng thanh toán của doanh nghiệp như:

$$\text{Cash ratio} = \frac{\text{Cash}}{\text{Current liabilities}}, \quad \text{Net working capital to total assets} = \frac{\text{Net working capital}}{\text{Total assets}}$$

3.4.2. Các chỉ tiêu phản ánh Khả năng trả nợ dài hạn

Các chỉ tiêu này được sử dụng để đánh giá khả năng thực hiện các nghĩa vụ tài chính dài hạn của doanh nghiệp. Ngoài ra, chúng còn phản ánh mức độ sử dụng các khoản nợ để tài trợ cho đầu tư của doanh nghiệp so với mức độ sử dụng vốn chủ sở hữu. Các chỉ tiêu này càng cao thì xác suất mất khả năng trả nợ của doanh nghiệp càng lớn. Mặt khác, tỷ lệ vay nợ cao lại tạo ra những lợi ích cho doanh nghiệp vì chi phí trả lãi được khấu trừ thuế. Hơn nữa, tỷ lệ nợ so với vốn chủ sở hữu càng lớn thì khả năng sinh lời của vốn chủ sở hữu càng cao khi doanh nghiệp có khả năng đảm bảo nghĩa vụ trả lãi của mình. Sau đây là các chỉ tiêu tài chính hay được sử dụng:

3.4.2.1. Tỷ lệ nợ (Total debt ratio)

$$\text{Total debt ratio} = \frac{\text{Total assets} - \text{Total equity}}{\text{Total assets}}$$

Như vậy tỷ lệ này tính tới tất cả các khoản nợ phải trả (mọi kỳ hạn và với mọi chủ nợ). Tỷ lệ nợ cung cấp thông tin về mức độ bảo vệ cho các trái chủ trước rủi ro không thể trả nợ của doanh nghiệp cũng như thông tin về những cơ hội mà doanh nghiệp có thể vay

¹⁵² Nhiều nhà phân tích còn cộng thêm cả tài sản đầu tư tài chính ngắn hạn vào vốn lưu động vì coi tài sản đầu tư tài chính ngắn hạn cũng là một bộ phận của vốn lưu động.

thêm. Tuy nhiên, nợ được ghi trong bảng cân đối kế toán chi đơn giản là số dư nợ mà không được điều chỉnh khi lãi suất thị trường thay đổi, cao hơn hoặc thấp hơn lãi suất khi khoản nợ được phát hành hoặc không được điều chỉnh theo thay đổi của rủi ro. Do vậy giá trị kế toán của khoản nợ có thể khác xa giá trị thị trường của khoản nợ đó. Một số khoản nợ khác lại không được thể hiện trên bảng cân đối kế toán như nghĩa vụ trong hợp đồng thuê mua.

3.4.2.2. Các chỉ số khác

Các chỉ số khác cũng hay được sử dụng để phản ánh tình hình nợ của doanh nghiệp là:

- Tỷ lệ nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu: $\text{Debt - equity ratio} = \frac{\text{Total debt}}{\text{Total equity}}$
- Thừa số vốn tự có: $\text{Equity multiplier} = \frac{\text{Total assets}}{\text{Total equity}}$

Thông thường, các nhà phân tích tài chính quan tâm nhiều tới tình hình nợ dài hạn của doanh nghiệp hơn là tình hình nợ ngắn hạn bởi vì các khoản nợ ngắn hạn hay thay đổi nên không phản ánh chính xác tình hình nợ của doanh nghiệp. Vì lý do đó, chỉ tiêu tài chính sau đây thường được tính:

$$\text{Long - term debt ratio} = \frac{\text{Long - term debt}}{\text{Long - term debt} + \text{Total equity}}$$

Một chỉ tiêu tài chính khác cũng được sử dụng để phản ánh tình hình nợ dài hạn của doanh nghiệp là khả năng chi trả lãi:

$$\text{Interest coverage ratio} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest}}$$

Tỷ lệ này cho biết khả năng của doanh nghiệp trong việc tạo ra thu nhập để trả lãi. Tuy nhiên, để phản ánh chính xác hơn khả năng trả lãi của doanh nghiệp, cần cộng thêm khấu hao vào thu nhập trước thuế và lãi (EBIT) cũng như đưa thêm các chi phí tài chính khác như chi cho hoàn trả vốn gốc và chi trả tiền thuê mua vào phần lãi phải trả (interest). Doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn trong trả nợ khi luồng thu nhập tạo ra không đủ để trả chi phí cho các dịch vụ vay nợ. Điều này phụ thuộc vào tính không chắc chắn của các luồng tiền. Những doanh nghiệp có những khoản thu nhập có độ chắc chắn cao sẽ được coi là có khả năng trả nợ tốt hơn so với những doanh nghiệp không chắc chắn về các luồng thu nhập của mình. Vì vậy, cũng cần tính toán mức độ dao động của luồng thu nhập. Cụ thể có thể tính độ lệch chuẩn của luồng tiền thực tế so với luồng tiền trung bình.

Chỉ tiêu tài chính trên có hạn chế là nó dựa vào EBIT để xác định khả năng trả lãi của doanh nghiệp mà EBIT thì không phản ánh đầy đủ số tiền mà doanh nghiệp có sẵn để chi trả lãi (vì như đề cập ở trên, các khoản khấu hao, các khoản chi không đòi hỏi phải xuất

tiền mặt mà chỉ cần hạch toán lại bị khấu trừ khi tính EBIT). Vì vậy, chỉ số sau cũng được sử dụng:

$$\text{Cash coverage ratio} = \frac{\text{EBIT} + \text{Depreciation}}{\text{Interest}}$$

3.4.3. Các chỉ tiêu phản ánh Hiệu quả quản lý tài sản của doanh nghiệp

Các chỉ tiêu này được sử dụng để đánh giá xem các tài sản của doanh nghiệp được quản lý hiệu quả như thế nào?

Các chỉ tiêu sau thường được sử dụng để đánh giá mức độ hiệu quả của việc sử dụng các tài sản trong quá trình tạo ra doanh thu.

3.4.3.1. Số vòng quay toàn bộ vốn hay hiệu suất sử dụng vốn

$$\text{Total asset turnover} = \frac{\text{Total operating revenues}}{\text{Total assets}}$$

Total operating revenues là tổng thu nhập của doanh nghiệp trong một giai đoạn nhất định.

Total assets là giá trị tài sản trung bình của doanh nghiệp trong giai đoạn đó (nhiều nhà phân tích lấy tổng giá trị tài sản cuối giai đoạn cho đơn giản).

Chỉ tiêu này cho biết doanh nghiệp đã sử dụng tài sản hiệu quả như thế nào trong việc tạo ra doanh thu. Tỷ trọng này càng cao chứng tỏ tính hiệu quả càng lớn. Nếu tỷ trọng này thấp, chứng tỏ tồn tại một số tài sản sử dụng không hiệu quả, có thể tăng hiệu suất sử dụng các tài sản đó hoặc loại bỏ chúng. Tất nhiên các doanh nghiệp có mức đầu tư vào tài sản cố định thấp như các doanh nghiệp thương mại đương nhiên có tỷ trọng doanh thu trên tài sản cao hơn so với các doanh nghiệp đòi hỏi đầu tư nhiều vào tài sản cố định như các doanh nghiệp sản xuất.

3.4.3.2. Số vòng quay các khoản phải thu (Receivables turnover)

$$\text{Receivables turnover} = \frac{\text{Total operating revenues}}{\text{Receivables}}$$

Receivables: là giá trị trung bình các khoản phải thu trong giai đoạn đó. Lưu ý là các khoản phải thu phải trừ đi phần dự tính không có khả năng thu nợ.

Cùng với chỉ tiêu này, chỉ tiêu Thời gian thu nợ trung bình (Average collection period) cũng được tính:

$$\text{Average collection period} = \frac{\text{Days in period} = 365}{\text{Receivables turnover}}$$

Hai chỉ tiêu này cho biết doanh nghiệp đã quản lý các khoản phải thu như thế nào. Nó cũng phản ánh chính sách tín dụng của doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp thoải mái trong chính sách tín dụng, các chỉ tiêu này sẽ cao. Một quy tắc chung mà các nhà phân tích tài chính sử dụng là Thời gian thu nợ trung bình không nên vượt quá thời gian phải thanh

toán quy định trong các điều khoản tín dụng của doanh nghiệp quá 10 ngày.

3.4.3.3. Số vòng quay hàng tồn kho hay tốc độ luân chuyển hàng tồn kho (Inventory Turnover)

$$\text{Inventory turnover} = \frac{\text{Cost of goods sold}}{\text{Inventory}}$$

Vi hàng lưu kho được hạch toán theo chi phí nên phải sử dụng chi phí của hàng đã bán để tính chứ không được dùng doanh thu bán hàng.

Trong chừng mực doanh nghiệp vẫn đảm bảo cung ứng đủ hàng cho hoạt động bán hàng, chỉ tiêu này càng cao càng chứng tỏ doanh nghiệp quản lý hàng tồn kho hiệu quả.

Để biết thời gian tồn kho trung bình của các hàng hoá, ta sử dụng chỉ tiêu sau:

$$\text{Day in inventory} = \frac{\text{Days in period} = 365}{\text{Inventory turnover}}$$

Đó là khoảng thời gian tính từ khi hàng hoá được sản xuất ra đến khi được đem bán. Trong các doanh nghiệp thương mại, nó được gọi là “shelf life”.

Các chỉ tiêu này cho biết hàng hoá được sản xuất và tiêu thụ nhanh cỡ nào. Độ lớn của các chỉ tiêu này khác nhau do đặc điểm của quy trình sản xuất (thời gian sản xuất lâu hay chóng), khả năng cất trữ của sản phẩm (dễ thối, hỏng hay có khả năng cất trữ lâu). Ngoài ra, khi phân tích cần lưu ý là phương pháp xác định hàng lưu kho khác nhau thì sẽ có các kết quả khác nhau.

3.4.4. Các chỉ tiêu phản ánh mức sinh lời

Một trong những tiêu chí khó xác định nhất của doanh nghiệp là khả năng sinh lời. Một cách đơn giản thì lợi nhuận kế toán là phần còn lại của doanh thu sau khi trừ đi chi phí. Trên thực tế không phải lúc nào dựa trên mức sinh lời trong quá khứ hoặc hiện tại cũng có thể dự đoán được mức sinh lời trong tương lai. Nhiều doanh nghiệp lúc bắt đầu hoạt động thường tạo ra lợi nhuận thấp hoặc thậm chí không tạo lợi nhuận, nhưng điều đó không có nghĩa là mức sinh lời của nó trong tương lai sẽ thấp.

Một vấn đề khác của việc xác định mức sinh lời trên cơ sở kế toán là nó bỏ qua vấn đề rủi ro. Không thể nào khẳng định hai doanh nghiệp có mức sinh lời hiện tại như nhau lại có khả năng sinh lời giống nhau trong tương lai nếu một doanh nghiệp có độ rủi ro cao hơn.

Hạn chế lớn nhất của việc đánh giá khả năng tạo lợi nhuận của doanh nghiệp dựa vào số liệu kế toán là nó không đưa ra được chuẩn mực để so sánh. Về mặt kinh tế, một doanh nghiệp chỉ được xem là có khả năng sinh lời khi mức sinh lời của nó cao hơn mức mà các nhà đầu tư có thể tự mình kiếm được trên thị trường tài chính.

Các chỉ tiêu sau đây thường được sử dụng:

3.4.4.1. Lợi nhuận cận biên (Profit margin) hay tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu

$$\text{Net profit margin} = \frac{\text{Net income}}{\text{Total operating revenue}},$$

$$\text{Gross profit margin} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total operating revenue}}$$

Lợi nhuận cận biên phản ánh khả năng của doanh nghiệp sản xuất ra các hàng hoá hoặc dịch vụ với chi phí thấp hoặc bán được với giá cao.

Lợi nhuận cận biên không phải là thước đo lợi nhuận trực tiếp bởi nó dựa trên tổng doanh thu chính chứ không dựa trên sự đầu tư tổng vốn của doanh nghiệp hoặc vốn cổ phần của cổ đông vào tài sản. Doanh nghiệp thương mại thường có lợi nhuận cận biên thấp còn các doanh nghiệp dịch vụ thì có lợi nhuận cận biên cao.

3.4.4.2. Tỷ suất lợi nhuận trên vốn (Return on Assets)

Một trong những thước đo phổ biến về khả năng sinh lời của doanh nghiệp là tỷ lệ giữa thu nhập trên giá trị trung bình của tổng tài sản (cả trước thuế và sau thuế).

$$\text{Net return on assets} = \frac{\text{Net income}}{\text{Average total assets}}, \quad \text{Gross return on assets} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Average total assets}}$$

Có thể sử dụng các chỉ tiêu tài chính khác để tính ra ROA (được gọi là DuPont system of financial control):

$$\text{ROA} = \text{Profit margin} \times \text{Asset turnover}$$

$$\text{ROA}(\text{net}) = \frac{\text{Net income}}{\text{Total operating revenue}} \times \frac{\text{Total operating revenue}}{\text{Average total assets}}$$

$$\text{ROA}(\text{gross}) = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total operating revenue}} \times \frac{\text{Total operating revenue}}{\text{Average total assets}}$$

Công ty có thể tăng ROA thông qua tăng Profit margin hoặc Asset turnover. Cạnh tranh không cho phép doanh nghiệp có thể tăng cả hai tỷ lệ này đồng thời. Doanh nghiệp thường phải đối mặt với sự đánh đổi giữa lợi nhuận cận biên và tốc độ quay vòng. Các doanh nghiệp bán lẻ thường chấp nhận lợi nhuận cận biên thấp và lấy tốc độ quay vòng cao. Còn các doanh nghiệp kinh doanh các mặt hàng xa xỉ như trang sức thì lấy lợi nhuận cận biên cao đổi cho tốc độ quay vòng thấp. Về mặt chiến lược tài chính cũng có hai hướng: lợi nhuận cận biên hoặc tốc độ quay vòng.

3.4.4.3. Tỷ suất lợi nhuận trên vốn tự có (Return on Equity):

$$\text{ROE} = \frac{\text{Net income}}{\text{Total equity}}$$

$$\text{ROE} = \text{Profit margin} \times \text{Asset turnover} \times \text{Equity multiplier} = \text{ROA} \times \text{Equity multiplier}$$

Như vậy sự khác biệt giữa ROE và ROA là do financial leverage tạo ra. Như vậy

financial leverage luôn thổi phồng ROE. Tuy nhiên, thực tế, điều này chỉ xảy ra khi **ROA (gross) lớn hơn lãi suất của các khoản vay**.

3.4.5. Các chỉ tiêu phản ánh Giá trị thị trường của doanh nghiệp

Nhiều thông tin về doanh nghiệp không thể lấy được từ các báo cáo tài chính. Các nhà phân tích tài chính cố gắng tìm ra những thông tin có ích từ những tín hiệu thị trường về doanh nghiệp, phổ biến là giá của cổ phiếu phổ thông do doanh nghiệp phát hành.

Giá trị thị trường (Market price / fair market value) là giá mà cổ phiếu phổ thông một doanh nghiệp được mua bán trên thị trường. Tuy nhiên nếu chỉ so sánh trực tiếp giá trị thị trường giữa các doanh nghiệp với nhau thì không phải lúc nào cũng chính xác vì giá trị thị trường của công ty lớn thường lớn hơn công ty nhỏ. Vì vậy, cần xây dựng những chỉ tiêu độc lập với quy mô của doanh nghiệp. Sau đây là một số chỉ tiêu hay được sử dụng:

3.4.5.1. Chỉ số PER

$$\text{Price - to - Earnings (P/E) Ratio} = \frac{\text{Price per share}}{\text{Earnings per share of common stock}}$$

Chỉ số PER hoặc P/E cho biết cái giá mà nhà đầu tư sẵn sàng trả để nhận được một đồng tiền lãi cổ tức. Chỉ số PER càng cao chứng tỏ các nhà đầu tư đánh giá cao về triển vọng phát triển của doanh nghiệp.

Tuy nhiên chỉ số PER sẽ không phải là một căn cứ tin cậy trong trường hợp đánh giá các công ty chưa có thu nhập hoặc thu nhập rất thấp.

3.4.5.2. Các chỉ số khác

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Market price per share}}$$

trong đó:

Dividend là giá trị cổ tức trong lần thanh toán gần đây nhất được bình quân hoá theo năm.

Market price là giá cả thị trường hiện tại của một cổ phiếu phổ thông.

$$\text{Market - to - Book Value} = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Book value per share}}$$

Chú ý là giá trị ghi sổ của cổ phiếu (Book value per share) được tính bằng cách lấy tổng giá trị vốn chủ sở hữu chia cho tổng số cổ phiếu do vậy đó không phải là giá trị ghi sổ của cổ phiếu thông thường.

Tobin's Q = giá trị thị trường của tất cả các khoản nợ của doanh nghiệp và vốn cổ phần / chi phí thay thế của tài sản công ty (chi phí phải bỏ ra để mua được các trang thiết bị như của công ty).

Chú ý là chỉ số này lấy giá trị thị trường của các khoản nợ công ty chứ không phải khoản

nợ theo sổ sách, giá tài sản của công ty cũng là giá thị trường của các tài sản đó. Các công ty có $Q > 1$ sẽ hấp dẫn đầu tư hơn các công ty có $Q < 1$. Các công ty có Q cao sẽ có lợi thế cạnh tranh trong thu hút đầu tư hơn so với các công ty có Q thấp hơn.

Phụ lục. Các báo cáo tài chính của doanh nghiệp

QUYẾT ĐỊNH CỦA BỘ TRƯỞNG TÀI CHÍNH
VỀ HỆ THỐNG CHẾ ĐỘ KẾ TOÁN DOANH NGHIỆP
(Số 1141 ngày 01 tháng 11 năm 1995 - Trích phần hệ thống Báo cáo tài chính)

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Ngày ... tháng ... năm 199...

Đơn vị tính

TÀI SẢN	Số đầu năm	Số cuối kỳ
A. TÀI SẢN LƯU ĐỘNG VÀ ĐẦU TƯ TÀI CHÍNH NGẮN HẠN		
I. Tiền		
1. Tiền mặt tại quỹ (gồm cả ngân phiếu)		
2. Tiền gửi Ngân hàng		
3. Tiền đang chuyển		
II. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn		
1. Đầu tư chứng khoán ngắn hạn		
2. Đầu tư ngắn hạn khác		
3. Dự phòng giảm giá đầu tư ngắn hạn (*)		
III. Các khoản phải thu		
1. Phải thu của khách hàng		
2. Trả trước cho người bán		
3. Phải thu nội bộ		
- Vốn kinh doanh ở các đơn vị trực thuộc		
- Phải thu nội bộ khác		
4. Các khoản phải thu khác		
5. Dự phòng các khoản phải thu khó đòi (*)		
IV. Hàng tồn kho		
1. Hàng mua đang đi trên đường		
2. Nguyên liệu, vật liệu tồn kho		
3. Công cụ, dụng cụ trong kho		
4. Chi phí sản xuất, kinh doanh dở dang		
5. Thành phẩm tồn kho		
6. Hàng hoá tồn kho		
7. Hàng gửi đi bán		
8. Dự phòng giảm giá hàng tồn kho (*)		
V. Tài sản lưu động khác		
1. Tạm ứng		
2. Chi phí trả trước		
3. Chi phí chờ kết chuyển		
4. Tài sản thiếu chờ xử lý		
5. Các khoản cầm cố, ký cược, ký quỹ ngắn hạn		
VI. Chi sự nghiệp		

1. Chi sự nghiệp năm trước		
2. Chi sự nghiệp năm nay		
B. TÀI SẢN CỐ ĐỊNH VÀ ĐẦU TƯ DÀI HẠN		
I- Tài sản cố định		
1. TSCĐ hữu hình		
- Nguyên giá		
- Giá trị hao mòn lũy kế (*)		
2. TSCĐ thuê tài chính		
- Nguyên giá		
- Giá trị hao mòn lũy kế (*)		
3. TSCĐ vô hình		
- Nguyên giá		
- Giá trị hao mòn lũy kế (*)		
II. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn		
1. Đầu tư chứng khoán dài hạn		
2. Góp vốn liên doanh		
3. Các khoản đầu tư dài hạn khác		
4. Dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn (*)		
III. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang		
IV. Các khoản ký quỹ, ký cược dài hạn		
TỔNG CỘNG TÀI SẢN		
NGUỒN VỐN		
A. NỢ PHẢI TRẢ		
I. Nợ ngắn hạn		
1. Vay ngắn hạn		
2. Nợ dài hạn đến hạn trả		
3. Phải trả cho người bán		
4. Người mua trả tiền trước		
5. Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước		
6. Phải trả công nhân viên		
7. Phải trả cho các đơn vị nội bộ		
8. Các khoản phải trả, phải nộp khác		
II. Nợ dài hạn		
1. Vay dài hạn		
2. Nợ dài hạn		
III. Nợ khác		
1. Chi phí phải trả		
2. Tài sản thừa chờ xử lý		
3. Nhận ký quỹ, ký cược dài hạn		
B. NGUỒN VỐN CHỦ SỞ HỮU		
I. Nguồn vốn - quỹ		
1. Nguồn vốn kinh doanh		
2. Chênh lệch đánh giá lại tài sản		
3. Chênh lệch tỷ giá		
4. Quỹ phát triển kinh doanh		
5. Quỹ dự trữ tài chính		
6. Lãi chưa phân phối		
7. Quỹ khen thưởng, phúc lợi		
8. Nguồn vốn đầu tư xây dựng cơ bản		
II. Nguồn kinh phí		