

FREDERIC S. MISHKIN

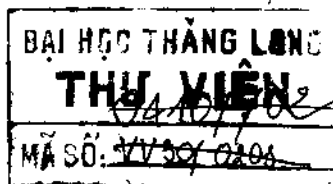
TIỀN TỆ, NGÂN HÀNG
VÀ
THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH



NHÀ XUẤT BẢN KHOA HỌC VÀ KỸ THUẬT 688/VV06

Hà Nội - 2001

300275



Người dịch :

Nguyễn Quang Cư, PTS Nguyễn Đức Dy

Dịch từ nguyên bản tiếng Anh :

Fredic S. Mishkin
Columbia University

**The Economics
of Money, Banking,
and Financial Markets**

Third Edition

HARPER COLLINS Publishers

New York - 1992

Lời giới thiệu

Tiền tệ có từ xa xưa, nhưng đến nay khi nhân loại sắp bước sang thiên niên kỷ thứ ba, nó vẫn chưa hết đi tính huyền bí vốn có. Cùng với đồng tiền, người ta đã làm nên nhiều công chuyện lớn, đặc biệt là trong các cuộc cách mạng kỹ thuật của nhân loại. Đồng thời cùng với đồng tiền, người ta cũng có thể làm nên nhiều chuyện xấu xa. Dĩ nhiên, không một học giả, không một nhà truyền bá kiến thức chân chính nào lại đi bày cho quảng đại dân chúng sử dụng đồng tiền vào mục đích kém nhân văn. Vậy là họ chỉ dùng nỗ lực của mình vào việc giúp cho người chưa biết hoặc đang biết dở đang phải biết tạo ra và sử dụng đồng tiền như một loại công nghệ bậc cao nhân danh những gì tốt đẹp nhất, tinh túy nhất của nền kinh tế thị trường. Thuộc số này, cả thế kỷ này, đi từ thấp đến cao, trên thế giới đã tạo ra một kho sách đồ sộ, nhưng với nước ta thì quả thật đang là chuyện hiếm hoi.

Vài năm lại đây, cùng với công cuộc đổi mới, một loại sách về kinh tế thị trường lần lượt được dịch và giới thiệu ở nước ta. Tuy nhiên, lần này, khi được đọc cuốn "Tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính" của Frederic S. Mishkin - Trường Đại học Columbia (Mỹ) xuất bản năm 1992 (in lần thứ 3), thì quả thật có sức hấp dẫn đặc biệt. Bởi lẽ : Nó là tài liệu đầu tiên được dịch ra, trung bị những tri thức hiện đại nhất, có hệ thống nhất về công nghệ ngân hàng nói riêng và thị trường tài chính nói chung, đáp ứng cho mọi khát vọng của những ai đang thật sự dẫn thân trên con đường đổi mới.

- Trước hết, đối với các thầy giáo về kinh tế, nó là cuốn sách giáo khoa, một thứ "bảo bối" không thể thiếu được, làm tài liệu chuẩn cho việc trang bị tri thức chuyên ngành ngân hàng, tài chính. Theo chỗ tôi được biết, sách giáo khoa này không chỉ dùng trong Trường Đại học Columbia (Mỹ) mà còn dùng cho nhiều trường đại học ở nhiều nước trên thế giới, đặc biệt là ở Australia và các nước khác trong khu vực châu Á Thái Bình Dương.

- Đối với sinh viên các trường kinh tế, đặc biệt là sinh viên chuyên ngành ngân hàng - tài chính, nó không chỉ dùng lại trong khuôn viên cuốn sách giáo

khoa, mà còn là bộ đảm nang gối đầu giường dẫn dụ cho các nghiệp, hành nghề trên thị trường tài chính – tiền tệ sau khi tốt nghiệp.

– Đối với các doanh nhân, các nhà quản trị, nó là tài liệu bổ trợ giúp xử lý các tình huống tài chính trong kinh doanh được thông đồng bên giọt.

– Đối với các nhà kinh tế, các nhà quản lý và vạch chính sách, nó là tài liệu cung cấp nhiều tri thức không chỉ là lý thuyết mà còn là thực tiễn, giúp cho việc lựa chọn các phương án tối ưu về vạch và chỉ đạo chính sách tài chính – tiền tệ trong hoàn cảnh tiến lên hội nhập với khu vực và quốc tế.

Đương nhiên, tôi cũng muốn lưu ý người đọc ba điều về cuốn sách này :

Thứ nhất : Nó là một cuốn sách giáo khoa chính thống ở Mỹ, nơi có công nghệ tài chính và ngân hàng tiên tiến ở tầm cỡ những nước đứng đầu thế giới. Song, tài liệu này không chỉ giới thiệu đơn phương thực tiễn kinh tế tiền tệ của Mỹ. Do vậy đòi hỏi người đọc cần phải lưu tâm đến nhiều phần phụ lục của các chương, trong đó được trình bày và phân tích sâu rộng về các mặt lý thuyết và thực tiễn của cục diện tài chính tiền tệ nhiều nước, nhiều khu vực và cả toàn cầu.

Hai là : Cuốn sách mang thành chất giáo khoa, cung cấp một khối lượng tri thức khá đồ sộ. Song người đọc trong giai đoạn đầu cần lưu ý đến các phần trọng tâm đã được gọi ý ở đầu mỗi chương và tóm tắt ở cuối mỗi chương. Đặc biệt, một phần lớn nội dung cuốn sách trang bị về công nghệ ngân hàng – tài chính nên các bài tập cũng được dẫn giải khá chu đáo, mong rằng người đọc hãy xem việc giải bài tập như là những trọng tâm trong quá trình nghiên cứu của mình.

Ba là : Chúng ta đang từ một nền kinh tế điều khiển chuyển sang kinh tế thị trường theo định hướng XHCN. Ở bước đầu phát triển này, nhiều ngôn từ của nền kinh tế tiền tệ chưa được du nhập vào Việt Nam cả về thực tiễn cũng như lý thuyết. Do vậy, mặc dù đã cố sự cố gắng đẩy "lao tâm khổ trí" của những người dịch, một số ngôn từ vẫn chưa được Việt hóa một cách trọn vẹn; các dịch giả buộc lòng phải chưa thêm bằng tiếng Anh theo nguyên bản và có bảng tru cứu những thuật ngữ chủ chốt Anh – Việt ở cuối sách làm căn cứ. Tin chắc rằng các độc giả sẽ tư duy và sẵn lòng góp ý cho Nhà xuất bản nhằm tu chỉnh cho lần tái bản sau này.

Với lương tâm của một nhà giáo, với tấm lòng cầu thị sự tiến bộ và tri thức tân tiến, tôi xin trân trọng giới thiệu cuốn sách này cùng độc giả.

Hà Nội 10/1993

Giáo sư CAO CỤ BỘI

Mục lục

	Trang
Lời giới thiệu	3
Lời tựa	15
<i>PHẦN I – MỞ ĐẦU</i>	25
Chương 1. Vì sao nghiên cứu tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính ?	26
Lời dẫn	26
Vi sao nghiên cứu tiền tệ ?	27
Vi sao nghiên cứu hoạt động ngân hàng ?	33
Vi sao nghiên cứu thị trường tài chính ?	35
Nhận xét kết luận	39
Tóm tắt	40
Câu hỏi và bài tập	40
<i>Phụ lục Chương 1 Định nghĩa tổng sản phẩm, tổng thu nhập và mức giá tổng hợp</i>	41
Chương 2. Tiền là gì ?	45
Lời dẫn	45
Nghĩa của tiền	45
Các chức năng của tiền	47
Sự tiến triển của hệ thống thanh toán	51
Đo lường tiền	56
Số liệu tiền đáng tin cậy như thế nào ?	62
Tóm tắt	64
Câu hỏi và bài tập	65

Chương 3. Tổng quan về hệ thống tài chính	67
Lời dẫn	67
Chức năng của thị trường tài chính	68
Cấu trúc của thị trường tài chính	70
Chức năng của những trung gian tài chính	74
Những trung gian tài chính	77
Các công cụ của thị trường tài chính	83
Việc điều hành hệ thống tài chính	89
Quốc tế hóa các thị trường tài chính	96
Tóm tắt	98
Câu hỏi và bài tập	99
PHẦN II - NHIỆM CƠ SỞ CỦA LÃI SUẤT	101
Chương 4. Tìm hiểu lãi suất	102
Lời dẫn	102
Đo các lãi suất	103
Các phép đo lãi suất khác	115
Sự phân biệt giữa lãi suất và lợi tức	123
Sự phân biệt giữa lãi suất thật và lãi suất danh nghĩa	128
Tóm tắt	131
Câu hỏi và bài tập	132
Chương 5. Một phương pháp đơn giản cho việc chọn chứng khoán đầu tư: lý thuyết lượng cầu tài sản	134
Lời dẫn	134
Những yếu tố quyết định lượng cầu tài sản	135
Lý thuyết lượng cầu tài sản	139
Những lợi ích của việc đa dạng hóa	139
Tóm tắt	143
Câu hỏi và bài tập	143
Chương 6. Hình thái diễn biến của lãi suất	145
Lời dẫn	145
Khuôn mẫu tiền vay: Lượng cung và cầu trong thị trường trái khoán	145
Những thay đổi trong lãi suất cân bằng	152
Khuôn mẫu ưa thích tiền mặt: Lượng cung và cầu trên thị trường tiền tệ	160

Những thay đổi trong lãi suất cân bằng	163
Ứng dụng tiền và lãi suất	166
Tóm tắt	173
Câu hỏi và bài tập	173
Chương 7. Cấu trúc rủi ro và cấu trúc hạn kỳ của lãi suất	175
Lời dẫn	175
Cấu trúc rủi ro của lãi suất	176
Cấu trúc kỳ hạn của lãi suất	185
Ứng dụng : Những đường lãi suất hoàn vốn đáng lưu ý 1980 - 1991	196
Tóm tắt	198
Câu hỏi và bài tập	198
PHẦN III - CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH	201
Chương 8. Phân tích kinh tế về cấu trúc tài chính	202
Lời dẫn	202
Những vấn đề cơ bản về cấu trúc tài chính	202
Các chi phí giao dịch ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính như thế nào	207
Thông tin không cân xứng : Chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức	210
Chọn lựa đối nghịch (vấn đề những quả chanh) ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính như thế nào ?	212
Rủi ro đạo đức tác động đến việc chọn lựa giữa các hợp đồng nợ và các hợp đồng vốn cổ phần như thế nào ?	220
Rủi ro đạo đức ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính trong thị trường nợ như thế nào ?	224
Ứng dụng : Những khủng hoảng tài chính và hoạt động kinh tế tổng hợp	229
Tóm tắt	235
Câu hỏi ôn tập	236
<i>Phụ lục cho Chương 8. Cấu trúc lại công ty : Một phân tích kinh tế.</i>	237
Chương 9. Ngân hàng và quản lý ngân hàng	254
Lời dẫn	254
Bản quyết toán tài sản của ngân hàng	255
Hoạt động cơ bản của một ngân hàng	261

Những nguyên lý chung của việc quản lý tài sản có và tài sản nợ của ngân hàng	265
Những nguyên tắc quản lý tiền cho vay	274
Quản lý rủi ro lãi suất	283
Những hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản	288
Tóm tắt	290
Câu hỏi và bài tập	292
Chương 10. Công nghiệp ngân hàng	294
Lời dẫn	294
Sự phát triển của hệ thống ngân hàng kép	295
Đặc quyền và kiểm tra	297
Bảo hiểm tiền gửi Liên bang và FDIC	298
Những hạn chế đối với các tài sản có và những đòi hỏi về vốn ngân hàng	301
Cấu trúc của công nghiệp ngân hàng thương mại	304
Công nghiệp tiết kiệm : Sự điều hành và cấu trúc	309
Ngân hàng quốc tế	311
Tóm tắt	317
Câu hỏi và bài tập	318
Chương 11. Cuộc khủng hoảng trong điều hành hoạt động ngân hàng	320
Lời dẫn	320
Bảo hiểm tiền gửi liên bang, chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức	321
Vì sao cuộc khủng hoảng trong ngân hàng đã xảy ra trong những năm 1980 ?	326
Bảo lãnh công nghiệp tiết kiệm và cho vay : Đạo luật 1989 về cường chế thi hành, khôi phục và cải tổ các tổ chức tài chính	330
Kinh tế chính trị của cuộc khủng hoảng tiết kiệm và cho vay	333
Hệ thống điều hành các hoạt động ngân hàng phải được cải tổ như thế nào ?	338
Ứng dụng : Đánh giá chương trình của kho bạc cho việc cải tổ hệ thống ngân hàng	344
Tóm tắt	349
Câu hỏi và bài tập	349
Chương 12. Các tổ chức tài chính phi ngân hàng	351
Lời dẫn	351

Các công ty bảo hiểm	351
Các quỹ trợ cấp	359
Các công ty tài chính	363
Các quỹ tương trợ	365
Sự trung gian tài chính của chính phủ	367
Các tổ chức ở những thị trường chứng khoán	369
Sự tách biệt ngân hàng thương mại và công nghiệp chứng khoán	376
Tóm tắt	381
Câu hỏi và bài tập	382
Chương 13. Sự đổi mới tài chính	384
Lời dẫn	384
Phân tích kinh tế về sự đổi mới	385
Sự đổi mới tài chính : Các điều kiện thị trường thay đổi	386
Sự đổi mới tài chính : Các tiến bộ kỹ thuật	392
Sự đổi mới tài chính : Sự né tránh các quy định hiện có	398
Sự đổi mới tài chính : Sự đáp ứng của bên điều hành	403
Ứng dụng : sự tiến triển trong tương lai của hệ thống tài chính	408
Tóm tắt	410
Câu hỏi và bài tập	411
PHẦN IV - QUÁ TRÌNH CUNG ỨNG TIỀN TỆ	413
Chương 14. Việc tạo ra bội số tiền gửi :	
Mở đầu quá trình cung ứng tiền tệ	414
Lời dẫn	414
Bốn tác nhân trong quá trình cung ứng tiền tệ	415
Tổng quan về hệ thống Dự trữ Liên bang	415
Tạo ra bội số tiền gửi : Một mô hình đơn	419
Phê phán mô hình đơn	430
Tóm tắt	431
Câu hỏi và bài tập	431
Chương 15. Những yếu tố quyết định của lượng tiền cung ứng	433
Lời dẫn	433
Việc kiểm soát cơ sở tiền tệ	434
Mô hình lượng tiền cung ứng và số nhân tiền	442
Ứng dụng : Việc giải thích các biến đổi của lượng tiền	

cung ứng 1980-1990	451
Tóm tắt	455
Câu hỏi và bài tập	455
<i>Phụ lục cho Chương 15. Số nhân tiền đối với M_2</i>	457
Chương 16. Giải thích thái độ cư xử của người gửi tiền và của ngân hàng : Mô hình lượng tiền cung ứng đầy đủ	460
Lời dẫn	460
Hình thái diễn biến của tỷ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc	461
Ứng dụng : Giải thích diễn biến lịch sử (CID)	467
Ứng dụng : Dự báo tương lai của (CID)	470
Giải thích thái độ cư xử của ngân hàng	471
Mô hình lượng tiền cung ứng đầy đủ	475
Phân tích kỹ một vụ hoảng loạn ngân hàng	480
Ứng dụng : Những vụ hoảng loạn ngân hàng trong thời kỳ Đại suy thoái 1930-1933	486
Tóm tắt	489
Câu hỏi và bài tập	490
PHẦN V - HỆ THỐNG DỰ TRỮ LIÊN BANG VÀ CHỈ ĐẠO CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ	
	491
Chương 17. Cấu trúc hệ thống Dự trữ Liên bang	492
Lời dẫn	493
Nguồn gốc của hệ thống Dự trữ Liên bang	492
Cấu trúc chính thức của hệ thống Dự trữ Liên bang	494
Cấu trúc không chính thức của hệ thống Dự trữ Liên bang	500
Cái gì thúc đẩy hoạt động của Fed	503
Nên chăng để cho Fed được độc lập	508
Tóm tắt	512
Câu hỏi và bài tập	513
Chương 18. Sự thấu hiểu về những chuyển động trong cơ sở tiền tệ	514
Lời dẫn	514
Bảng tổng kết tài sản của Fed và cơ sở tiền tệ	514
Các nhân tố tác động đến cơ sở tiền tệ	519

Thiếu hụt ngân sách và cơ sở tiền tệ	526
Thiếu hụt ngân sách có ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ không ?	532
Tóm tắt	534
Câu hỏi và bài tập	534
Chương 19. Công cụ của chính sách tiền tệ	536
Lời dẫn	536
Nghịệp vụ thị trường tự do	536
Chính sách chiết khấu	540
Dự trữ bắt buộc	549
Tóm tắt	552
Câu hỏi và bài tập	553
Chương 20. Chỉ đạo chính sách tiền tệ : Chỉ tiêu và mục tiêu	554
Lời dẫn	554
Mục tiêu của chính sách tiền tệ	554
Chiến lược Fed : Sử dụng các chỉ tiêu tiền tệ	558
Lựa chọn các chỉ tiêu	562
Các phương pháp chính sách của Fed : Bối cảnh lịch sử	566
Fed có thể kiểm soát cung ứng tiền tệ tốt như thế nào ?	579
Tóm tắt	580
Câu hỏi và bài tập	581
PHẦN VI – TÀI CHÍNH QUỐC TẾ	583
Chương 21. Thị trường ngoại hối	584
Lời dẫn	584
Thị trường ngoại hối	585
Tỷ giá dài hạn	
Xác định tỷ giá trong thời gian ngắn	593
Giải thích những thay đổi trong tỷ giá	600
Ứng dụng : Tại sao tỷ giá lại dễ biến động như vậy ?	608
Ứng dụng : Đôla và lãi suất 1973-1990	609
Sự can thiệp vào thị trường ngoại hối	612
Tóm tắt	618
Câu hỏi và bài tập	619

Chương 22. Hệ thống tài chính quốc tế và chính sách tiền tệ	620
Lời dẫn	620
Cán cân thanh toán	620
Sự tiến triển của hệ thống tài chính quốc tế	626
Ứng dụng : Hai cuộc khủng hoảng tài chính quốc tế :	
Phá giá của Anh năm 1967 và sự sụp đổ của	
Hệ thống Bretton Woods năm 1971	632
Mối quan tâm quốc tế và chính sách tiền tệ	637
Liệu thế giới có quay trở lại chế độ bản vị vàng hay không ?	639
Tóm tắt	641
Câu hỏi và bài tập	641
PHẦN VII – LÝ THUYẾT TIỀN TỆ	643
Chương 23. Câu về tiền tệ	644
Lời dẫn	644
Học thuyết số lượng tiền tệ	645
Cách tiếp cận của Cambridge về câu tiền tệ	648
Tốc độ có phải là một hằng số hay không ?	650
Lý thuyết của Keynes về sự ưa thích tiền mặt	653
Những phát triển thêm vào cách tiếp cận của Keynes	659
Học thuyết số lượng tiền tệ hiện đại của Friedman	666
Tóm tắt	671
Câu hỏi và bài tập	672
Phụ lục cho Chương 23. Chứng cứ thực nghiệm về câu tiền tệ	673
Chương 24. Khuôn mẫu học thuyết Keynes và mô hình ISLM	679
Lời dẫn	679
Việc xác định tổng sản phẩm	680
Ứng dụng : Sự sụp đổ của chỉ tiêu đầu tư và cuộc Đại suy thoái	691
Mô hình ISLM	698
Cách tiếp cận ISLM đến tổng sản phẩm lãi suất	706
Tóm tắt	708
Câu hỏi và bài tập	708
Chương 25. Chính sách tiền tệ và chính sách tài chính trong mô hình ISLM	710
Lời dẫn	710
Các nhân tố làm di chuyển đường IS	711

Những nhân tố làm di chuyển đường LM	714
Những thay đổi trong mức tăng hàng của lãi suất và tổng sản phẩm	716
Ứng dụng : Tiến hành cuộc chiến tranh Việt Nam và việc tăng lãi suất 1965-1966	719
Tính hiệu quả của chính sách tiền tệ đối lại với chính sách tài chính	720
Ứng dụng : Chỉ tiêu hóa cung tiền tệ đối lại chỉ tiêu hóa lãi suất	723
Mô hình <i>ISLM</i> và đường tổng cầu	726
Tóm tắt	731
Câu hỏi và bài tập	732
Chương 26. Phân tích tổng cầu và tổng cung	733
Lời dẫn	733
Tổng cầu	734
Tổng cung	740
Thăng bằng trong tổng cung và việc phân tích cầu	742
Ứng dụng : Giải thích các giai đoạn của chu kỳ kinh doanh đã qua	754
Ứng dụng : Dự đoán hoạt động kinh tế trong tương lai	757
Tóm tắt	758
Câu hỏi và bài tập	759
<i>Phụ lục Chương 26 - Tổng cung và đường Phillips : Bối cảnh lịch sử</i>	760
Chương 27. Tiền tệ và hoạt động kinh tế : Chứng cứ thực nghiệm	765
Lời dẫn	765
Hai loại chứng cứ thực nghiệm	766
Chứng cứ của Keynes trước đây về tầm quan trọng của tiền tệ	772
Chứng cứ của các nhà tiền tệ trước đây về tầm quan trọng của tiền tệ	776
Chứng cứ phức tạp hơn của các nhà tiền tệ : Mô hình St. Louis	784
Tìm kiếm một cơ chế truyền động tài chính mới : Mô hình <i>MPS</i>	786
Nhìn chung cuộc tranh luận giữa trường phái Keynes và trường phái tiền tệ về tiền tệ và hoạt động kinh tế	793
Tóm tắt	797
Câu hỏi và bài tập	798
Chương 28. Tiền tệ và lạm phát	800
Lời dẫn	800
Tiền tệ và lạm phát : Một chứng cứ	801
Định nghĩa của lạm phát	804

Những quan điểm về lạm phát	805
Tại sao xảy ra chính sách tiền tệ lạm phát	810
Ứng dụng : Giải thích lạm phát ở Mỹ tăng : 1960-1980	818
Cuộc tranh luận về chính sách giữa những người nâng động với người không nâng động	821
Ứng dụng : Tâm quan trọng của lòng tin đối với việc Volcker chống lạm phát thắng lợi	828
Tóm tắt	829
Câu hỏi và bài tập	829
Chương 29. Lý thuyết về dự tính hợp lý và thị trường vốn hữu hiệu	831
Lời dẫn	831
Vai trò của dự tính trong hoạt động kinh tế	832
Lý thuyết dự tính hợp lý	836
Lý thuyết thị trường hữu hiệu : Dự tính hợp lý trên thị trường tài chính	840
Ứng dụng : Một hướng dẫn thực tiễn để đầu tư và thị trường chứng khoán	843
Chứng cứ về dự tính hợp lý trên những thị trường khác	852
Tóm tắt	854
Câu hỏi và bài tập	854
Chương 30. Dự tính hợp lý : Những hàm ý đối với chính sách	856
Lời dẫn	856
Việc phê phán của Lucas về đánh giá chính sách	857
Mô hình kinh tế vi mô tân cổ điển	860
Mô hình dự tính hợp lý không cổ điển	866
Một sự so sánh hai mô hình dự tính hợp lý với mô hình truyền thống	869
Ứng dụng : Tín nhiệm và thâm hụt ngân sách của Reagan	880
Ảnh hưởng của cuộc cách mạng dự tính hợp lý	881
Tóm tắt	883
Câu hỏi và bài tập	884
Phụ lục toán cho Chương 5	886
Phụ lục toán cho Chương 23	896
Phụ lục toán cho Chương 25	902
Bảng Thuật ngữ Anh - Việt	906
Trả lời một số câu hỏi và bài tập chọn lựa	924

Lời tựa

Trong những năm gần đây, lĩnh vực tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính đã trở nên một trong những lĩnh vực kích thích nhất của toàn bộ nền kinh tế. Thị trường tài chính đang thay đổi nhanh chóng với những phương tiện tài chính mới xuất hiện hầu như ngày hàng ngày ; công nghiệp hoạt động ngân hàng trước kia vốn lặng lẽ, nay trở nên sôi động và thường xuyên được nêu trên các phương tiện thông tin đại chúng do những khủng hoảng trong công nghiệp ngân hàng thương mại, ngân hàng tiết kiệm cho vay ; mạo dịch và thị trường tài chính quốc tế hoạt động tốt đã tạo ra một nền kinh tế thế giới liên kết nhau, trong đó các diễn biến trong thị trường tài chính một nước có ảnh hưởng quan trọng tới cả thị trường tài chính ở nước khác ; vấn đề chi đạo chính sách tiền tệ là khâu trung tâm trong những cuộc tranh luận về đường lối kinh tế ; và các phát triển mới trong lý thuyết tiền tệ đã làm thay đổi cách suy nghĩ của chúng ta về vai trò của tiền tệ trong nền kinh tế.

Cuốn "*Tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính*" xuất bản thứ ba này có một sự sửa lại quan trọng so với lần xuất bản trước, nó phản ánh kịp những phát triển sôi động đó trong lĩnh vực tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính.

ĐẶC ĐIỂM CƠ BẢN

Khi viết bản thảo cho lần xuất bản này, tôi đã dựa theo bốn đặc điểm cơ bản, nhờ đó cuốn sách này luôn khác biệt với những cuốn cùng loại, đó là : Nhấn mạnh về phương pháp tư duy kinh tế, một cách tiếp cận hiện đại đối với chủ đề, tính mềm dẻo và nhiều hỗ trợ về mặt sự phạm.

Phương pháp tư duy kinh tế

Một trở ngại quan trọng khi giảng dạy về tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính là ở chỗ sinh viên thường nhớ một lượng lớn các kiến thức, rồi

họ quên chúng ngay sau kỳ thi cuối cùng và những kiến thức này nhanh chóng hóa ra lỗi thời vì nhịp điệu đổi mới nhanh chóng của lĩnh vực tài chính. Để tránh cho sinh viên không bị rơi vào cái bẫy đó, cuốn sách này luôn nhấn mạnh đến phương pháp tư duy kinh tế bằng cách tập trung vào một ít nguyên lý kinh tế cơ bản mà sinh viên có thể dùng để tìm hiểu được : Cấu trúc của thị trường và tổ chức tài chính, của việc điều hành hoạt động ngân hàng, hoạt động thị trường tài chính ở trong và ngoài nước, của vai trò tiền tệ trong nền kinh tế. Những nguyên lý này bao gồm : Một tiếp cận đơn giản hóa đối với việc chọn lựa chứng khoán (điều mà tôi gọi là Lý thuyết về lượng cầu tài sản - Theory of Asset Demand), khái niệm về sự cân bằng, phân tích về cung và cầu, làm cho lợi ích là cực đại, thông tin không cân xứng (chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức), phân tích tổng cung và cầu.

Lần xuất bản này còn chú trọng vào phương pháp tư duy kinh tế hơn cả lần xuất bản trước qua việc trình bày một phân tích kinh tế toàn diện về các thị trường và tổ chức tài chính ở Phần III. Phân tích này cho phép sinh viên có một hiểu biết mới mẻ và đầy đủ vì sao các thị trường và tổ chức tài chính được thiết lập, cách thức hiện diện của chúng và chúng hoạt động như thế nào để nâng cao hiệu quả kinh tế.

Để giúp sinh viên áp dụng các nguyên lý kinh tế này, đã chọn một cách tiếp cận dựa vào những nguyên lý tốt nhất để trình bày một cuốn sách kinh tế : Tạo các mô hình đơn giản nhất trong đó các biến số giữ không thay đổi được về một cách cẩn thận và các mô hình được dùng để giải thích các hiện tượng kinh tế quan trọng thông qua việc tập trung vào những thay đổi thích hợp ở các biến số. Nhằm tạo nên những chủ đề kêu gọi cho sinh viên, lần xuất bản này tiếp tục nhấn mạnh sự tương tác giữa lý thuyết kinh tế và số liệu kinh nghiệm. Xuyên qua nội dung - với hơn hai mươi ứng dụng quan trọng, trên 50 bài đọc thêm hứng thú đặc biệt - là minh chứng được trình bày, điều này giúp loại bỏ nghi ngờ đối với các vấn đề kinh tế đang thảo luận. Việc hướng vào những số liệu và sự kiện của đời sống thực tiễn nhằm tránh cho sinh viên khỏi nghĩ rằng các nhà kinh tế chỉ đơn thuần tạo ra những điều rắc rối khó hiểu và xây dựng những lý thuyết chẳng áp dụng được vào việc gì trong đời sống thực tại.

Một cách tiếp cận hiện đại

Giống như các lần xuất bản trước, lần xuất bản này cũng tìm cách trình bày một cách tiếp cận hiện đại với tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính giúp sinh viên đủ khả năng hiểu được nội dung những tranh luận quan trọng và những tranh luận về chính sách thích hợp. Trong cuốn sách này sử

dụng cách tiếp cận thị trường - tài sản hiện đại để xác định tỷ giá hối đoái và lãi suất thay vì cách tiếp cận cũ dùng trong những cuốn sách khác, nhưng cách tiếp cận cũ nhấn mạnh đến lưu lượng hơn là tồn lượng tài sản. Các cách tiếp cận thị trường - tài sản hiện đại thích hợp hơn nhiều để giải thích tính chất rất hay thay đổi trong định giá tài sản, ví dụ như tỉ giá hối đoái và lãi suất và điều đó đã được khoa học kinh tế chấp nhận khi bàn đến các cuộc tranh luận về chính sách hiện thời. Để giữ cho việc thảo luận về tính hiện đại của lý thuyết tiền tệ, cuốn sách này lý giải kỹ lưỡng vai trò của dự báo trong chính sách hiện thời. Lý thuyết dự tính hợp lý được đặc biệt chú trọng trong hai chương cuối. Tư liệu mới về các chủ đề như vậy cũng được nêu ra ở đây, ví dụ lý luận về chu trình kinh doanh thực tiễn và hiện tương trẻ.

Lần xuất bản thứ ba này cung cấp một lý luận mới nhất về thị trường và cấu trúc tài chính dựa trên những tài liệu mới gần đây về cấu trúc tài chính và thông tin không cân xứng. Tư liệu mới, duy nhất cho cuốn sách này mang lại cho sinh viên một cách tiếp cận hiện đại để hiểu thị trường và tổ chức tài chính và cho phép có một sự phân tích sâu sắc về cuộc khủng hoảng trong ngân hàng hiện nay. Nó cũng giúp sinh viên có thể hiểu rõ hơn vai trò của khủng hoảng tài chính trong hoạt động kinh tế tổng hợp, một vấn đề trong lý thuyết tiền tệ hiện đang được quan tâm nghiên cứu.

Tính linh hoạt

Khi sử dụng các lần xuất bản trước đây, những người bảo trợ, phê bình hoặc những người quan tâm theo dõi đã luôn ca ngợi tính linh hoạt của cuốn sách này. Có bao nhiêu thầy dạy về tiền tệ, về hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính thì có bấy nhiêu phương pháp dạy. Để đáp ứng mọi nhu cầu khác nhau của những người dạy, cuốn sách đã có một cách trình bày linh hoạt như sau : Các chương cốt yếu cung cấp sự phân tích cơ bản được dùng suốt cuốn sách, chương khác hoặc phân khác của các chương có thể dùng hoặc bỏ qua tùy theo sự chọn lựa của các thầy giáo. Ví dụ, Chương 3 cung cấp một tổng quan về hệ thống tài chính, nó cho phép thầy giáo chọn bất kỳ mảng nào để giảng về thị trường và tổ chức tài chính. Cuốn sách cũng được bố cục để cho phép người dạy quán triệt các vấn đề quan trọng nhất trong lý thuyết tiền tệ và chính sách mà không phải dùng mô hình ISLM, trong khi đó một lý giải đầy đủ hơn về lý thuyết tiền tệ buộc phải dùng các chương ISLM. Tương tự như vậy, thầy giáo có thể dạy mà không cần dùng các chương về xác định tỷ giá hối đoái và tài chính quốc tế, tuy nhiên nếu thầy giáo muốn lớp học của mình có thêm kiến thức về định hướng quốc tế, có thể dạy các chương này sớm hơn trong chương trình.

NHỮNG ĐIỀU MỚI ĐƯA VÀO LẦN XUẤT BẢN THỨ 3

Tuy những đặc điểm cơ bản và tư liệu của lần xuất bản trước đã được giữ lại, lần xuất bản thứ 3 có một số sửa đổi quan trọng.

Một cách tiếp cận mới để dạy về thị trường tài chính và tổ chức tài chính

Lần xuất bản này xuất phát từ lần xuất bản trước và từ các cuốn sách khác thuộc lĩnh vực vừa nêu để phát triển một khuôn mẫu kinh tế dùng cho việc phân tích thị trường và tổ chức tài chính. Khuôn mẫu buộc phải dùng các khái niệm kinh tế như chi phí giao dịch chọn lựa đối nghịch, rủi ro đạo đức, và vấn đề người ủy thác - người đại lý để mang lại một phương thức mới trong việc tổ chức giảng dạy về thị trường và tổ chức tài chính. Nó cũng mang lại một khuôn mẫu kinh tế thống nhất hóa để tạo tư duy của sinh viên về thị trường và tổ chức tài chính, sao cho họ có thể thấy được ý nghĩa hơn là bị bối rối trước tất cả các yếu tố thuộc hệ thống tài chính của chúng ta. Hơn nữa, khuôn mẫu kinh tế này, tương phản với một loạt yếu tố thuộc về tổ chức tài chính, sẽ không tách khỏi thời đại; nó sẽ cho phép thầy giáo luận giải về những phát triển mới nhất trong thị trường và tổ chức tài chính, như vậy sẽ làm cho các thầy giáo giữ được bài giảng của mình hợp thời.

Một chương hoàn toàn mới, Chương 8. "Một phân tích kinh tế đối với cấu trúc tài chính" được bắt đầu bằng một thảo luận 8 vấn đề rắc rối về cấu trúc tài chính, rồi sau đó cung cấp những giải pháp cho các vấn đề đã nêu bằng cách phân tích ảnh hưởng của chi phí giao dịch và thông tin không cân xứng đối với thị trường tài chính. Sinh viên sẽ bị ngạc nhiên trước một số vấn đề rắc rối nói trên - sự tương đối ít quan trọng của thị trường cổ phiếu trong việc cung cấp tài chính cho các công ty, là một ví dụ - và sẽ tìm hiểu vì sao chúng tỏ ra hấp dẫn.

Khái niệm về lựa chọn đối nghịch, rủi ro đạo đức, và khái niệm người ủy thác - người đại lý được áp dụng trong các chương còn lại ở Phần III để phát triển một kiến thức sâu hơn về các tổ chức tài chính. Chúng được sử dụng ở một phần mới, những nguyên tắc quản lý việc cho vay tiền, ở Chương 9 - các ngân hàng và việc quản lý hoạt động ngân hàng (vốn là Chương 8 trong lần xuất bản trước) và ở hai phần mới khác là những nguyên tắc quản lý bảo hiểm và sự trung gian tài chính của chính phủ; Chương 12 - các tổ chức tài chính phi ngân hàng (là

Chương 10 trong lần xuất bản trước). Một chương hoàn toàn mới là Chương 11 - cuộc khủng hoảng trong điều hành hoạt động ngân hàng, một lần nữa lại dùng đến các khái niệm này để có được một cái nhìn sâu sắc, xem vì sao cuộc khủng hoảng hiện thời trong điều hành ngân hàng và công nghiệp tiết kiệm và cho vay đã xuất hiện và xem có thể làm gì để ngăn ngừa cuộc khủng hoảng như vậy trong tương lai.

Do phương pháp mới này nhấn mạnh đến các khái niệm kinh tế mới nhất, nó sẽ đặc biệt hữu ích đối với việc dạy những phân mục về thị trường và tổ chức tài chính.

Việc nhấn mạnh vào tính linh hoạt là điều thường xuyên khi viết tư liệu mới này về thị trường và tổ chức tài chính. Vì không phải mọi thầy giáo đều muốn dạy Chương 8, những khái niệm về chọn lựa đối nghịch, rủi ro đạo đức và vấn đề người ủy thác - người đại lý được giải thích tóm tắt trong các chương sau cần dùng đến chúng : Các Chương 9, 11 và 12. Các chương này là những chương tự nó bao hàm do vậy không cần đến Chương 8 để giới thiệu. Việc trình bày này cho phép thầy giáo chọn lựa lượng tư liệu tùy theo ý mình.

Một sự kết hợp trọn vẹn các vấn đề quốc tế xuyên suốt nội dung cuốn sách

Để thỏa mãn sự quan tâm ngày càng lớn lao đến mậu dịch quốc tế và thị trường tài chính của sinh viên và các thầy giáo, lần xuất bản thứ 3 này kết hợp một cách đầy đủ các vấn đề quốc tế xuyên suốt nội dung cuốn sách. Một phương tiện để thực hiện điều vừa nói là một tập hợp mới gồm hơn 20 bài đọc thêm hấp dẫn, duy nhất cho cuốn sách này được gọi là toàn cảnh. Những bài đọc thêm này cho sinh viên thấy một khung cảnh quốc tế ngay ở giai đoạn đầu của cuốn sách bằng cách so sánh thường xuyên hệ thống tài chính và chính sách tiền tệ ở Mỹ và ở các nước khác.

Ngoài ra, các chương về xác định tỉ giá hối đoái và về tài chính quốc tế đã được đưa vào phần thân của cuốn sách ngay sau các chương về Hệ thống Dự trữ Liên bang và chỉ đạo chính sách tiền tệ. Các chương về tỉ giá hối đoái và tài chính quốc tế được giảng tốt nhất ở phần này của chương trình vì các chương sau là các chương nghiên cứu xem hoạt động kinh tế được xác định như thế nào, có thể xem xét vai trò của các yếu tố quốc tế một cách có hiệu quả hơn. Những dòng mậu dịch quốc tế (xuất khẩu ròng) nay được đưa vào trong định nghĩa về tổng lượng

MÃ SỐ: _____

cấu trong các mô hình ISLM ở Chương 24 và 25 (đúng hơn là trong một phụ lục), nó cho phép thầy giáo luận giải một cách trực tiếp hơn về tỉ giá hối đoái và các dòng mậu dịch quốc tế ảnh hưởng như thế nào đến lãi suất và tổng sản phẩm trong mô hình ISLM. Các dòng mậu dịch quốc tế được xem xét kỹ lưỡng trong phần phân tích về tổng cung và tổng cầu trong Chương 26 và trong phần thảo luận về cơ chế chuyển tiền ở Chương 28.

Cách tiếp cận nhằm quốc tế hóa nội dung cuốn sách trong kỳ xuất bản này dùng cả các bài đọc thêm về toàn cảnh và việc bố trí các chương tài chính quốc tế ở phần giữa của cuốn sách là hợp lý và hoàn toàn linh hoạt. Tuy có nhiều thầy giáo sẽ dạy cuốn sách này bằng cách sử dụng toàn bộ tư liệu ở đây nhưng cũng có những người khác sẽ không làm như vậy. Những thầy giáo muốn dừng lâu ở một khuôn mẫu kinh tế chặt chẽ có thể dễ dàng làm được điều đó bằng cách bỏ qua các chương tài chính quốc tế và các tư liệu trong những chương lý thuyết tiền tệ trình bày về xuất khẩu ròng và mậu dịch quốc tế. Do những tư liệu này không tác động đến phần phân tích lý thuyết tiền tệ cơ bản, tất cả các chương về lý thuyết tiền tệ có thể được giảng dạy mà không cần đến chúng. Ngoài ra, do các bài đọc thêm "Toàn cảnh" cũng tự bao hàm đủ, chúng cũng có thể được bỏ qua mà không ảnh hưởng gì đến tính liên tục.

Một cách tiếp cận thị trường - tài sản hiện đại hơn để xác định tỉ giá hối đoái

Tuy rằng cách tiếp cận thị trường - tài sản dùng để xác định tỉ giá hối đoái trong lần xuất bản này là tương tự so với lần xuất bản trước, các Chương 21 và 22 đã được soát xét lại để xác định tỉ giá hối đoái mẫu qua việc dùng điều kiện cân bằng ngang giá lãi. Việc này đưa đến một tiếp cận hiện đại hơn, bám sát những tài liệu hiện hành về xác định tỉ giá hối đoái. Làm như vậy không chỉ dẫn đến cải tiến về mặt sư phạm, mà nó còn cho phép lý giải các hiện tượng như sự tăng vọt tỉ giá hối đoái và các kết quả khác nhau của việc can thiệp tỉ giá hối đoái hữu hiệu và vô hiệu.

Những phụ lục mới cho việc giảng dạy các giáo trình có định hướng tài chính

Hai phụ lục mới đã được đưa vào và đặc biệt hữu ích đối với việc dạy những giáo trình có một định hướng về thị trường và tổ chức tài chính hoặc những giáo

trình được dạy trong khoa tài chính trong các trường kinh doanh (như trường hợp giáo trình được dạy theo cuốn sách này). Một phụ lục toán học cho Chương 5 được bố trí ở cuối cuốn sách này cung cấp một luận giải sâu sắc hơn nhiều về lý thuyết chọn lựa chứng khoán so với những gì thuộc chương đó. Nó làm sáng tỏ sự khác biệt giữa rủi ro có hệ thống và rủi ro phi hệ thống, và nó xây dựng mô hình định giá tài sản vốn và lý thuyết định giá trọng tài.

Một phụ lục cho Chương 8 có chứa thêm một phân tích về cấu trúc tài chính qua việc xem xét khía cạnh tài chính công ty của việc vì sao các công ty đã được cấu trúc lại trong những năm 1980 có mức nợ tăng lên so với vốn cổ phần. Phụ lục đưa đến việc dùng một phân tích về người ủy thác - người đại lý (một ví dụ đặc biệt về rủi ro đạo đức) và lý thuyết dòng tiền mặt tự do của Jensen để giải thích việc tăng lực đòn bẩy công ty. Nó cũng tập trung vào cuộc tranh luận về đường lối hiện nay đối với vấn đề là liệu việc tăng nợ công ty có tác dụng xấu cho nền kinh tế hay không và nếu có thì có cần chặn lại bằng những biện pháp hạn chế của Chính phủ đối với việc mua quyền kiểm soát và mua hết cổ phần công ty kiểu đòn bẩy hay không.

Thay đổi cách trình bày những bài đọc thêm mới và việc cập nhật

Do tiếp thu những nhận xét của các nhà phê bình và những người cùng cuốn sách, đã có cải thiện cách trình bày ở nhiều chỗ trong sách. Chương 13 về những cái mới về tài chính đã được làm có đọng hơn. Các Chương 15 và 16 đã được đơn giản hóa bằng cách đưa tỉ lệ tiền dự trữ quá mức/tiền gửi có thể phát séc vào số nhân tiền tệ và bằng cách loại bỏ phần luận giải về tỉ lệ tiền gửi có kỳ hạn/tiền gửi có thể viết séc (do những đòi hỏi về tiền dự trữ đối với số tiền gửi có kỳ hạn đã được loại bỏ). Chương 26, phân tích cung cầu tổng hợp, nay bỏ bớt phần tranh luận giữa phái Keynes và phái tiền tệ và chuyển tranh luận giữa người năng động và người không năng động vào chương về tiền tệ và lạm phát (Chương 28). Các bảng tóm tắt mới được bổ sung thêm ở một số mục để làm dễ hiểu và giúp cho sinh viên nghiên cứu. Ngoài những bài đọc thêm về toàn cảnh, cũng còn có những bài học thêm gây hứng thú đặc biệt để cho cuốn sách giáo khoa này được sinh động và hợp thời. Đây là những bài học thêm về liên minh tiền tệ ở Đức và châu Âu, về việc phối hợp những chính sách quốc tế, về Donald Trump với các khó khăn tài chính của ông ta, về những dàn xếp trong hoạt động ngân hàng của Đức và của Nhật, về vụ bê bối ở ngân hàng Tiết kiệm cho vay Keating, về thất bại

của Bank of New England, về những trái khoán bấp bênh, về sự phát đạt và sụp đổ của Michael Milken và Drexel, Burnham. Phán thảo luận với bằng chứng kinh nghiệm về yêu cầu tiền tệ ở Phụ lục Chương 23 đã được cập nhật nhờ có nhiều bài đọc thêm ở phần nội dung. Tất cả hình và số liệu trong sách này cũng đã được cập nhật đầy đủ đến cuối những năm 1990 (Trừ một số trường hợp hiếm hoi do không thể làm được).

HỖ TRỢ VỀ SU PHẠM

Một cuốn sách giáo khoa phải là một công cụ giảng dạy có tính thúc đẩy và chặt chẽ. Nhằm mục tiêu này, nhiều đặc điểm su phạm đã được phối hợp với nhau trong cách trình bày của tôi.

Đó là :

1. **Những lời dẫn ở phần đầu mỗi chương** báo cho sinh viên chương này nhằm vào vấn đề gì, vì sao các chủ đề riêng lại là quan trọng và chúng liên hệ như thế nào đến các chủ đề khác trong sách.

2. **Những bài đọc thêm** gây hứng thú đặc biệt, chúng làm nổi bật những tiêu đề có kịch tính, những ý tưởng hấp dẫn hoặc những yếu tố đáng quan tâm có liên quan đến chủ đề học tập.

3. **Các bài đọc thêm về theo dõi tin tài chính**, chúng giới thiệu với sinh viên những bài báo và số liệu mới tương ứng với chủ đề, đã được đưa trên báo chí ;

4. **Hướng dẫn nghiên cứu**, là những kiểu nổi bật trí rài rác suốt cuốn sách, nhằm cung cấp cho sinh viên những gợi ý nhỏ là nên suy nghĩ như thế nào hoặc bước vào một vấn đề như thế nào để sinh viên tìm ra cách nghiên cứu vấn đề đó ;

5. **Những phát biểu then chốt**, đó là những điểm quan trọng, in bằng chữ đậm nhờ vậy sinh viên dễ tìm thấy để tiện đối chiếu về sau.

6. **Những sơ đồ có thuyết minh**, những thuyết minh này giúp sinh viên hiểu rõ sự tương quan giữa các biến số được vẽ ra và các nguyên tắc phân tích.

7. **Bảng tóm tắt**, chúng giúp sinh viên một cách hữu hiệu trong khi nghiên

cứ tư liệu.

8. **Tóm tắt**, khi kết thúc một chương, nhằm liệt kê các điểm chính.

9. **Câu hỏi và bài tập** cuối chương, gồm hơn 4000, chúng giúp sinh viên học tập những chủ đề qua việc áp dụng các khái niệm kinh tế mới, kể cả những bài tập đặc biệt mà sinh viên thấy rất tương ứng, tựa đề : Sử dụng phân tích kinh tế để dự đoán tương lai.

10. **Phân thuật ngữ**, nằm ở phần cuối cuốn sách, định nghĩa tất cả các thuật ngữ then chốt. (Bản dịch tiếng Việt đã chuyển thành Phân thuật ngữ Anh - Việt).

11. **Đáp án cho bài tập**, ở cuối cuốn sách, bao gồm lời giải cho một nửa số câu hỏi và bài tập (đánh dấu *).

TU LIỆU BỔ TRỢ

Cuốn *Tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính* xuất bản lần thứ 3 này đã bao gồm một khối lượng các tư liệu bổ sung để hiểu nhất lấy từ một số sách giáo khoa về tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính. Đó là :

1. **Sách hướng dẫn nghiên cứu và học tập**, do John Mc Arthur thuộc Wofford College và bản thân tôi soạn thảo, bao gồm chương Tóm lược/Đầy đủ bài tập, tự kiểm tra và đáp án cho bài tập, bài tự kiểm tra.

2. **Sổ tay/tập tài liệu kiểm tra của thầy giáo**, do John Mc Arthur và bản thân tôi soạn thảo, gồm đề cương giáo trình mẫu, đáp án cho câu hỏi và bài tập trong cuốn sách, bài đọc gợi ý và bổ sung, tiểu luận và câu hỏi thảo luận, và 2000 câu hỏi để chọn, nhiều thứ có sơ đồ kèm theo.

3. **Phần mềm máy tính**, soạn thảo cho IBM PC, tác giả Richard Alston và Wan Fu Chi, Weber State College, cung cấp cho sinh viên kinh nghiệm làm quen với những khái niệm giải tích trong cuốn sách.

4. **Sách bài tập máy tính**, cung cấp cho sinh viên các bài tập được sử dụng với phần mềm của máy tính.

5. **Bạn đọc**, do James W. Eaton thuộc Bridgewater College và bản thân tôi biên tập ; sách được đổi mới hàng năm giúp giáo viên có thể giữ nội dung chương trình của mình được kịp thời qua thời gian 3 năm sống của một lần xuất bản của nội dung cuốn sách này và nó sẽ được bán với giá thấp kèm theo sách này.

6. **Sách an bom**, gồm tất cả các hình, bảng, và bản tóm tắt.

7. **Tập bài kiểm tra dùng máy tính**, gồm trên 2000 bài kiểm tra chọn lựa, nhiều sơ đồ, giúp thầy giáo chuẩn bị kỳ thi một cách tự động.

Phần I
MỞ ĐẦU

CHƯƠNG I

Vì sao nghiên cứu tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính ?

LỜI DẪN

Trong bản tin buổi chiều vừa loan, bạn nghe rằng lượng tiền cung ứng đã giảm 4 tỉ đôla. Điều này có hậu quả gì đối với lãi suất của món tiền bạn vay để mua chiếc xe hơi thể thao bóng mượt ? Phải chăng, nghĩa là một ngôi nhà sẽ dễ hoặc khó kiếm trong tương lai ? Liệu nó tạo thêm dễ dàng hay thêm khó khăn khi bạn tìm một việc cho nam tới ?

Cuốn sách này sẽ trả lời cho những câu hỏi đó bằng cách nghiên cứu vai trò của tiền tệ trong nền kinh tế và xem xét các tổ chức tài chính (các ngân hàng, các công ty bảo hiểm, các quỹ tương trợ, v.v...) và thị trường tài chính (như các thị trường cho trái khoán, cổ phiếu và ngoại hối) hoạt động như thế nào. Các thị trường tài chính và các tổ chức tài chính không chỉ tác động đến đời sống hàng ngày của bạn, mà còn liên quan đến sự chuyển vận của những dòng vốn khổng lồ (nhiều ngàn tỉ đôla) trong toàn bộ nền kinh tế của chúng ta và tác động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp, đến hàng hóa và dịch vụ được tạo ra và ngay cả đến nền kinh tế ổn định tốt của những nước khác. Những gì xảy ra đối với tiền tệ, tổ chức tài chính và thị trường tài chính đều liên quan chặt chẽ đến các nhà chính trị của chúng ta và thậm chí ảnh hưởng quan trọng đến những cuộc bầu cử của

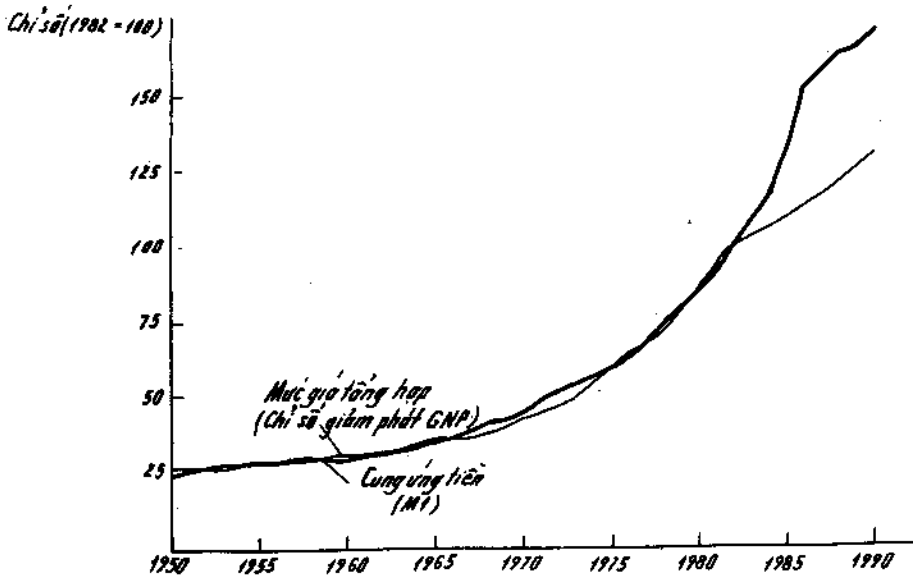
chúng ta nữa. Việc nghiên cứu tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính sẽ giúp bạn hiểu biết về nhiều vấn đề thú vị. Trong chương này chúng ta sẽ thảo ra xem những vấn đề đó là gì và vì sao những nghiên cứu như vậy lại là những nghiên cứu rất đáng thực hiện.

VÌ SAO NGHIÊN CỨU TIỀN TỆ ?

✕ **Tiền** hoặc **lượng tiền cung ứng** được định nghĩa là bất cứ cái gì được chấp nhận chung trong việc thanh toán để nhận hàng hóa hoặc dịch vụ hoặc trong việc trả nợ. Tiền được gắn với những thay đổi trong các biến số kinh tế. Những biến số này tác động đến tất cả chúng ta và chúng là quan trọng đối với sức khỏe nền kinh tế.

Tiền và lạm phát

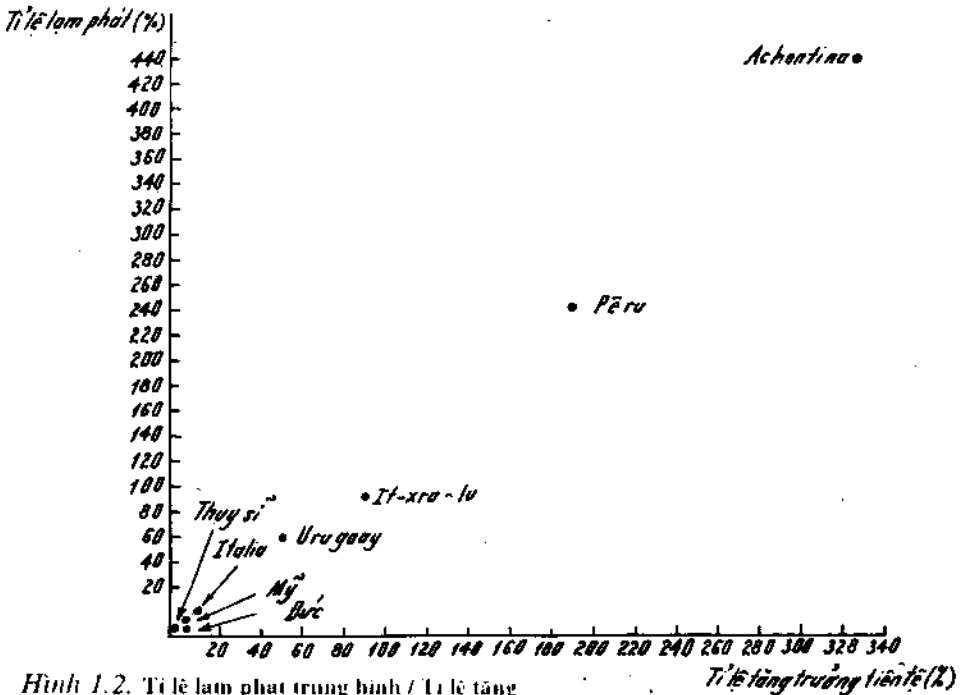
Nếu tuần lễ trước bạn đi xem chiếu bóng thì bạn phải trả 6 đôla, nhưng cách đây 30 năm, bạn chỉ phải trả một hoặc hai đôla. Thật vậy, lúc bấy giờ với 6 đôla bạn có thể ăn bữa tối, xem chiếu bóng và mua cho bạn một thùng to ngô rang nóng tẩm bơ. Như trên Hình 1.1 minh họa diễn biến giá trung bình trong nền kinh tế từ năm 1950 đến 1990. Giá trung bình của hầu hết các khoản mục ngày nay khá cao hơn lúc đó. Giá trung bình của sản phẩm và dịch vụ trong một nền



Hình 1.1. Mức giá tổng hợp và lượng tiền cung ứng ở Mỹ : 1950 - 1990.

kinh tế được gọi là **mức giá tổng hợp** hoặc đơn giản hơn, mức giá (một định nghĩa chính xác hơn ghi trong phụ lục của chương này). Từ năm 1950 đến 1990, mức giá tăng gấp hơn 5 lần. **Lạm phát** là một tình trạng tăng giá liên tục và nó tác động đến từng cá nhân, từng doanh nghiệp và cả chính phủ. Lạm phát nói chung được coi là một vấn đề quan trọng cần đối phó và thường đã từng là mối quan tâm hàng đầu của các nhà chính trị và những người vạch chính sách. Giải quyết vấn đề lạm phát như thế nào là điều hỏi chúng ta phải biết một số nguyên nhân của nó.

Giải thích lạm phát bằng cách gì? Một đầu mối để trả lời câu hỏi này được trình bày ở Hình 1.1, Hình 1.1 vẽ lượng tiền cung ứng và mức giá. Như ta thấy, mức giá và lượng tiền cung ứng nói chung đi gần gũi nhau. Những số liệu này dường như chỉ ra rằng một sự tăng liên tục về lượng tiền cung ứng có thể là một yếu tố quan trọng trong việc gây ra lạm phát, nghĩa là một sự tăng liên tục của mức giá.



Hình 1.2. Tỷ lệ lạm phát trung bình / Tỷ lệ tăng

1980 - 1990. tăng tiền tệ trung bình ở một số nước

Bằng chứng nữa rằng lạm phát gắn liền với sự tăng lượng tiền cung ứng liên tục nêu ở Hình 1.2. Trên hình trình bày **tỷ lệ lạm phát** trung bình của một số nước trong khoảng thời gian hơn 10 năm. (Tỷ lệ thay đổi của mức giá, thường đo bằng sự thay đổi tính theo phần trăm mỗi năm) 1980 - 1990, đối với tỷ lệ tăng

trường tiền tệ trung bình trong cùng một thời kỳ.⁽¹⁾ Như bạn có thể thấy có một sự kết hợp rõ ràng giữa lạm phát và tỉ lệ tăng trưởng lượng tiền cung ứng. Những nước có tỷ lệ lạm phát cao nhất cũng là những nước có tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ cao nhất. Ví dụ Peru và nhất là Acentina gần đây đang trải qua một cuộc lạm phát rất cao và tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ của họ cũng cao. Mặt khác Thụy Sĩ và Đức có tỉ lệ lạm phát rất thấp trong cùng một thời kỳ, tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ của họ cũng thấp.

Những bằng chứng như vậy đã khiến Milton Friedman, người được giải thưởng Nobel về kinh tế đưa ra nhận xét nổi tiếng : "Lạm phát luôn luôn và bao giờ cũng là một hiện tượng tiền tệ". Lời nhận xét này gợi ra một lý do đúng khi nghiên cứu tiền tệ bởi vì tỉ lệ tăng trưởng của nó có thể là một sức đẩy ở đằng sau lạm phát. Chúng ta xem xét vai trò của tiền tệ trong việc gây ra lạm phát bằng việc nghiên cứu **thuyết tiền tệ**, một lý thuyết liên hệ sự thay đổi về lượng tiền tệ với sự thay đổi về hoạt động kinh tế và mức giá.

Tiền tệ và chu kỳ kinh doanh

Trong những năm 1981 - 1982, tổng sản lượng hàng hóa và dịch vụ (gọi là **tổng sản phẩm**) trong nền kinh tế sụt giảm, số người không có việc làm tăng tới hơn 10 triệu (hơn 10% lực lượng lao động) và hơn 25.000 doanh nghiệp phá sản. Sau 1982, nền kinh tế bắt đầu mở mang nhanh chóng, và tới 1989, **tỉ lệ thất nghiệp** (tỉ lệ phần trăm lực lượng có thể lao động không có việc làm) đã giảm từ trên 10% xuống còn khoảng 5%. Năm 1990, sự mở mang 8 năm đã kết thúc và nền kinh tế lại đi xuống một lần nữa.

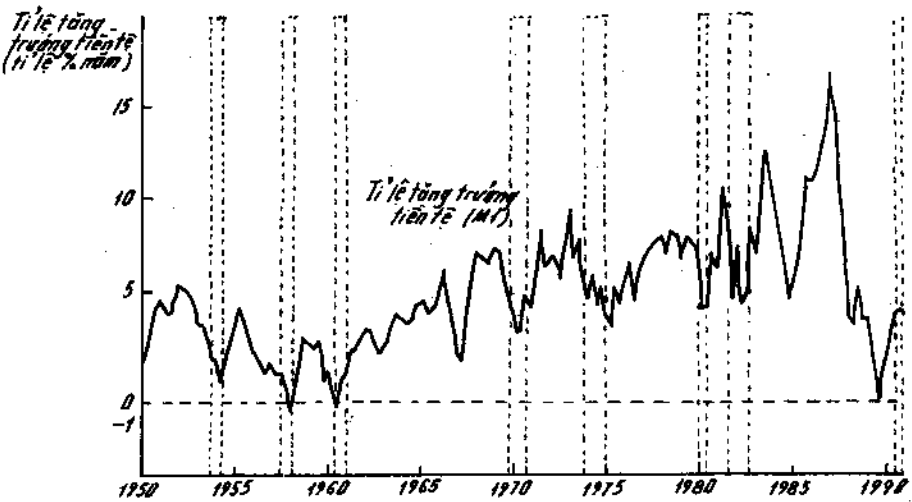
Vì sao nền kinh tế đã co lại trong những năm 1981 - 1982, đã phát đạt mở mang sau đó, và lại bắt đầu co lại năm 1990 ? Bằng chứng gợi ra rằng tiền tệ đóng một vai trò quan trọng trong việc tạo ra những **chu kỳ kinh doanh**, đó là sự biến đổi tăng và giảm của tổng sản phẩm sản xuất ra trong nền kinh tế. Các chu kỳ kinh doanh tác động đến tất cả chúng ta một cách mạnh mẽ và trực tiếp. Ví dụ khi sản phẩm tăng thì dễ tìm được một công việc làm tốt, còn khi sản phẩm sụt giảm thì tìm được một công việc tốt là điều khó khăn. Hình 1.3 cho thấy diễn biến của tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ qua những năm 1951 - 1990 với những vùng có đường viền có chấm chấm thể hiện các **suy thoái** hoặc những thời kỳ mà tổng sản phẩm đi xuống. Cái mà chúng ta thấy là tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ đã suy giảm trước mỗi cơn suy thoái. Thực vậy, mỗi cơn suy thoái trong thế kỷ XX đã đứng liền sau một sự suy giảm tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ, điều này nói lên rằng những

(1) Nếu mức giá tổng hợp ở thời điểm t biểu thị bằng P_t , tỉ lệ lạm phát từ $t - 1$ đến t (π_t) được định nghĩa là :

$$\pi_t = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

thay đổi trong tiền tệ cũng có thể là động lực quyết định đứng sau những dao động theo chu kỳ của kinh doanh. Tuy nhiên, không phải cứ mỗi suy giảm tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ cũng đều kéo theo một thời kỳ suy thoái.

Chúng ta khảo sát xem tiền tệ tác động như thế nào đến tổng sản phẩm khi chúng ta nghiên cứu lý thuyết tiền tệ và xem xét với bằng chứng kinh nghiệm mối liên hệ giữa tiền tệ và những chu kỳ kinh doanh.



Hình 1.3. Tăng trưởng tiền tệ (tỉ lệ hàng năm M1) và chu trình kinh doanh ở Mỹ : 1951 - 1990. Vùng có đường viền chấm chấm biểu hiện sự suy thoái.

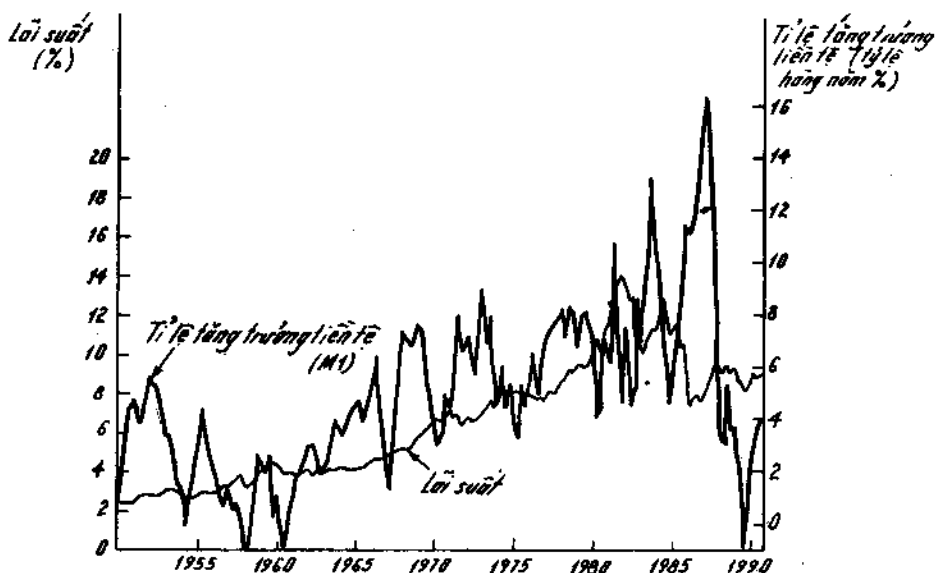
Tiền và lãi suất

Lãi suất là chi phí để vay hoặc giá phải trả để thuê vốn (thường biểu thị bằng tỉ lệ phần trăm của 100 đôla thuê mỗi năm). Chúng ta thấy nhiều loại lãi suất trong nền kinh tế - lãi suất vay thế chấp, lãi suất tiền vay mua xe hơi, và lãi suất của nhiều loại trái khoán khác nhau. Lãi suất là những biến số quan trọng đối với bạn vì nó tác động đến khá nhiều quyết định cá nhân. Lãi suất cao có thể làm bạn thoái chí không muốn mua ô tô hay nhà vì chi phí trả cho chúng sẽ lớn. Mặt khác lãi suất cao có thể khuyến khích bạn gửi tiền tiết kiệm. Bạn có thể nhận được nhiều thu nhập do tiền lãi hơn, nếu bạn gửi món tiền tiết kiệm của bạn vào một tài khoản ở ngân hàng khi lãi suất cao.

Lãi suất có một ảnh hưởng đến sức khỏe chung của nền kinh tế vì nó tác động đến không chỉ sự sốt sắng chi tiêu hay tiết kiệm của người tiêu dùng, mà còn đến

các quyết định đầu tư của các doanh nghiệp. Ví dụ lãi suất cao có thể khiến một công ty trì hoãn việc xây một nhà máy mới có thể tạo ra nhiều công an việc làm.

Các nhà kinh tế thường nói về "lãi suất" bởi vì hầu hết các lãi suất diễn biến theo nhau. Vì vậy cần thiết giải thích những thay đổi bất thường chung trong các lãi suất cơ bản trong 25 năm qua. Thực tế, các thay đổi lãi suất trong các thời kỳ lịch sử ở Mỹ không nhiều. Ví dụ lãi suất trái khoán kho bạc Mỹ loại dài hạn là 4% năm 1965, tăng sát tới 15% năm 1981 và ở mức dưới 9% năm 1990. Trong giai đoạn 25 năm trước đó, từ 1940 đến 1965, lãi suất đó đã dao động giữa 2% và 5%.



Hình 1.4. Tăng trưởng tiền tệ (mức hàng năm M1) và lãi suất trái khoán kho bạc Mỹ loại dài hạn : 1951 - 1990.

Các dao động này có ý nghĩa và điều gì gây ra chúng? Ngoài những yếu tố khác, tiền đóng một vai trò quan trọng trong những dao động lãi suất. Hình 1.4 cho thấy những thay đổi lãi suất đối với trái khoán kho bạc Mỹ loại dài hạn và tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ. Do tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ tăng lên trong những năm 1960 - 1970, lãi suất trái khoán dài hạn tăng theo nó. Tuy nhiên, tính chất liên quan giữa tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ và lãi suất kém rõ ràng đứt khoát trong những năm 1980. Chúng ta sẽ phân tích sự liên quan giữa tiền tệ và lãi suất khi nghiên cứu hình thái diễn biến của lãi suất.

Hướng dẫn chính sách tiền tệ

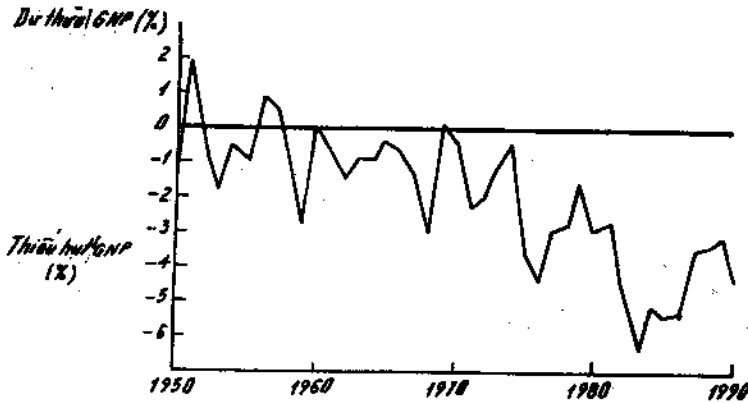
Do tiền có thể tác động đến nhiều biến số kinh tế có ý nghĩa quan trọng đối với sự lành mạnh nền kinh tế của chúng ta, những nhà chính trị và những người hoạch định chính sách trong chính phủ liên bang quan tâm đến việc hướng dẫn **chính sách tiền tệ**, việc quản lý tiền và lãi suất. Tổ chức chịu trách nhiệm về sự hướng dẫn chính sách tiền tệ ở Mỹ là Hệ thống Dự trữ Liên bang (the Federal Reserve System). Trong các chương sau, chúng ta sẽ nghiên cứu xem Hệ thống Dự trữ Liên bang có thể tác động như thế nào đến số lượng tiền trong nền kinh tế và xem chính sách tiền tệ được hướng dẫn như thế nào hiện nay.

Thiếu hụt ngân sách và chính sách tiền tệ

Thiếu hụt ngân sách là sự vượt trội về chi tiêu của chính phủ so với tiền thuế thu được, một sự thiếu hụt mà chính phủ phải tài trợ bằng cách đi vay. Như Hình 1.5 cho thấy, năm 1983 thiếu hụt ngân sách đạt tới cực điểm so với tầm cỡ của nền kinh tế của chúng ta (theo cách lượng định GNP - Tổng sản phẩm quốc dân), nhưng đã giảm bớt từ sau đó. Tuy nhiên, thiếu hụt ngân sách vẫn còn vượt quá 200 tỉ đôla một năm và đã là đối tượng để soạn luật (Gramm - Rudman) và là chủ đề tranh cãi gay gắt giữa tổng thống và quốc hội trong những năm gần đây. Có thể gần đây bạn đã xem hay nghe những phát biểu trên báo chí hay truyền hình rằng những thiếu hụt như vậy là điều không mong muốn bởi vì rốt cuộc chúng sẽ đưa đến lạm phát. Chúng ta sẽ tìm hiểu kỹ hiệu lực hoặc không hiệu lực của những tuyên bố như thế bằng cách trước hết xem xét ảnh hưởng của việc tài trợ những thiếu hụt này tới việc hướng dẫn chính sách tiền tệ, và sau đó bằng cách nghiên cứu xem vì sao những thiếu hụt này có thể đưa tới một tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ lớn hơn, một tỉ lệ lạm phát cao hơn và một lãi suất lớn hơn.

VÌ SAO NGHIÊN CỨU HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG ?

Chủ đề quan trọng thứ hai của cuốn sách này là kinh doanh về hoạt động ngân hàng. **Ngân hàng** là tổ chức tài chính nhận tiền gửi và cho vay tiền. Thuật ngữ các ngân hàng (banks) bao gồm những hãng như các ngân hàng thương mại, các công ty tiết kiệm và cho vay, các ngân hàng tiết kiệm tương trợ và các liên hiệp tín dụng. Công nghiệp hoạt động ngân hàng gần đây mới được nói nhiều trên báo chí. Những vụ vỡ nợ của các ngân hàng thương mại vẫn đang ở tỉ lệ cao



Hình 1.5. Dư thừa ngân sách chính phủ (+) hoặc thiếu hụt (-), tính bằng % của GNP : 1950 - 1990.

nhất từ khi có cuộc Đại suy thoái và công nghiệp tiết kiệm và cho vay đã đòi hỏi một sự bảo lãnh to lớn làm người đóng thuế phải chi phí trên trăm tỉ đôla.

Các ngân hàng có ý nghĩa quan trọng trong việc nghiên cứu tiền tệ vì :

1. Ngân hàng là một cầu nối giữa những người muốn tiết kiệm và những người muốn đầu tư.
2. Ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong việc xác định số lượng tiền trong nền kinh tế.
3. Ngân hàng đã là một nguồn tạo ra đổi mới tài chính nhanh chóng, thường xuyên mở rộng các cách cho chúng ta có thể đầu tư tiết kiệm của mình.

Trung gian tài chính

Nếu bạn muốn cho IBM hay General Motor vay tiền, bạn sẽ không đến gặp thẳng các chủ tịch công ty đó để cho họ vay. Hầu hết chúng ta cho những công ty như vậy vay tiền qua những người đứng giữa, được gọi là **những trung gian tài chính** : Các tổ chức như ngân hàng thương mại, công ty tiết kiệm & cho vay, ngân hàng tiết kiệm tương trợ, liên hiệp tín dụng, công ty bảo hiểm, quỹ tương trợ, quỹ trợ cấp và những công ty tài chính, những trung gian này vay vốn của những người đã tiết kiệm được tiền, rồi ngược lại, cho những người khác vay.

Ngân hàng là trung gian tài chính mà một người bình thường thường xuyên giao dịch nhất. Khi một người cần vay một món tiền để mua nhà hay xe hơi, người này thường vay từ một ngân hàng địa phương. Hầu hết người Mỹ gửi phần lớn tiền của ở ngân hàng dưới dạng tài khoản séc, tài khoản tiết kiệm, hoặc

một số dạng tiền gửi ngân hàng khác.

Trung gian tài chính là một hoạt động quan trọng trong nền kinh tế vì rằng nó khơi nguồn vốn từ những người có thể vì lý do gì đó không dùng nó một cách sinh lợi sang những người có ý muốn dùng nó để sinh lợi. Theo cách này, những trung gian tài chính có thể giúp thúc đẩy nền kinh tế năng động và hiệu quả hơn.

Do các ngân hàng là những trung gian tài chính lớn nhất trong nền kinh tế của chúng ta, chúng xứng đáng được nghiên cứu cẩn thận. Chúng ta sẽ xem ngân hàng quản lý tài sản có và tài sản nợ của mình như thế nào để có được lợi nhuận; xem chính phủ điều hành họ như thế nào và vì sao công nghiệp ngân hàng hiện nay lại ở trong một trạng thái đáng tiếc như vậy. Ngoài ra, chúng ta sẽ thảo luận việc hoạt động của các trung gian tài chính khác như công ty bảo hiểm, quỹ trợ cấp, quỹ tương trợ và việc điều hành họ.

Hoạt động ngân hàng và lượng tiền cung ứng

Các ngân hàng đóng một vai trò đáng kể trong việc tạo ra tiền, không phải vì việc in những tờ tín phiếu 20 đôla, mà do việc cho vay: Những khoản tiền cho vay của ngân hàng tạo ra những khoản tiền gửi ở dạng tài khoản séc, một thành phần của tiền tệ. Chúng ta sẽ nghiên cứu xem ngân hàng quyết định cho vay như thế nào để nhằm hiệu lượng tiền cung ứng được xác định như thế nào và vì sao hướng dẫn chính sách tiền tệ lại là một nhiệm vụ phức tạp.

Đổi mới về tài chính

Trong nền kinh tế của chúng ta, trước kia thì bạn phải có lượng của cải lớn mới có được lãi suất cao khi gửi tiết kiệm. Còn nếu bạn chỉ là người có mức lương trung bình với một tài khoản tiết kiệm nhỏ, thì bạn chỉ có thể đem gửi tiết kiệm ở một lãi suất thấp. Ngày nay, những món tiết kiệm nhỏ có thể được gửi theo nhiều cách. Ví dụ, bạn có thể gửi vốn vào tài khoản NOW (Negotiable Order of Withdrawal - lệnh rút có thể chuyển nhượng) và quỹ tương trợ thị trường tiền tệ, cả hai loại này đều cho phép người gửi phát séc cho tài khoản của mình và nhận được lãi suất cao hơn. Để xem vì sao các khả năng lựa chọn này đã được phát triển, chúng ta sẽ nghiên cứu vì sao có những đổi mới về tài chính và chúng xuất hiện như thế nào.

Chúng ta cũng sẽ nghiên cứu sự đổi mới về tài chính bởi vì nó cho thấy tư duy

sáng tạo trong các tổ chức tài chính đưa đến lợi nhuận cao hơn như thế nào. Khi xem vì sao các tổ chức tài chính là sáng tạo và sáng tạo theo cách nào trong quá khứ, chúng ta sẽ thu được một sự hiểu biết tốt hơn về các tổ chức này có thể sáng tạo như thế nào trong tương lai. Kiến thức này sẽ mang lại cho chúng ta một đầu mối hữu ích về sự thay đổi theo thời gian của hệ thống tài chính.

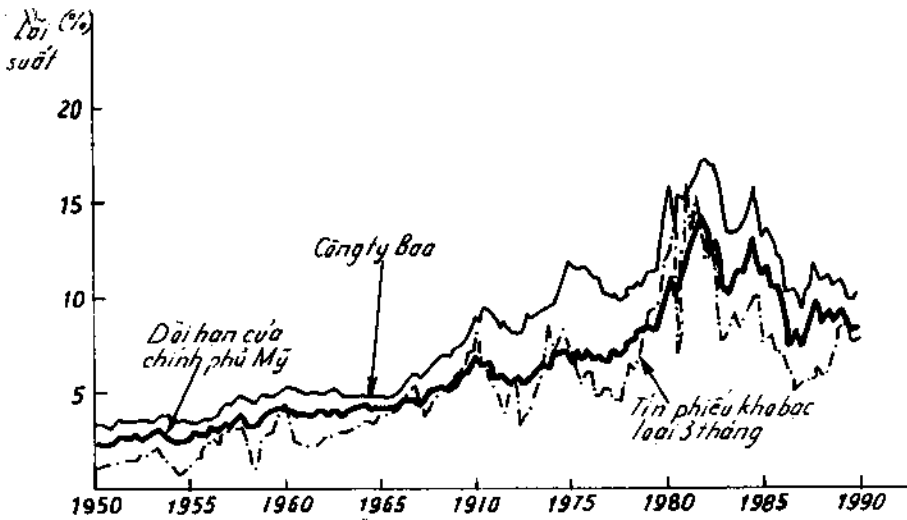
Nhịp điệu phát triển nhanh những đổi mới về tài chính có nghĩa rằng những điều lệ áp dụng cho hệ thống ngân hàng do chính phủ đưa ra đã trở thành lỗi thời, hoặc ngay cả trở nên tồi tệ, tác hại đến sự lành mạnh của hệ thống tài chính. Những thay đổi nhanh chóng trong môi trường điều hành đã đi kèm theo sự đổi mới nhanh chóng về tài chính. Việc hiểu rõ vấn đề như thế nào và "vì sao" của các điều lệ giúp chúng ta hiểu ngân hàng có thể tiến triển như thế nào trong tương lai và làm cho kiến thức của chúng ta về ngân hàng và về vai trò của nó trong việc xác định lượng tiền cung ứng không bị lỗi thời.

VÌ SAO NGHIÊN CỨU THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH ?

Thị trường tài chính là thị trường trong đó vốn được chuyển từ những người hiện có vốn dư thừa sang những người thiếu vốn. Thị trường tài chính như thị trường trái khoán và thị trường cổ phiếu có thể là quan trọng trong việc đưa vốn từ những người không sử dụng nó một cách sinh lợi cho mình, sang những người có thể sử dụng nó một cách sinh lợi cho mình, nhờ vậy đưa đến hiệu quả kinh tế cao hơn. Các hoạt động trong thị trường tài chính cũng có ảnh hưởng trực tiếp đối với việc chúng ta giàu có đến mức nào và đối với thái độ hành động của các hãng kinh doanh.

Thị trường trái khoán

Thị trường trái khoán đặc biệt quan trọng đối với hoạt động kinh tế bởi vì đó là nơi mà lãi suất được định ra. Do các lãi suất khác nhau có xu hướng đi đến đồng nhất, các nhà kinh tế thường xuyên gộp các lãi suất lại với nhau và nói đến một "lãi suất duy nhất". Tuy nhiên, như ta có thể thấy ở Hình 1.6, các lãi suất đối với một số loại trái khoán đôi khi lại khác nhau rõ rệt. Loại lãi suất đối với các tín phiếu kho bạc loại 3 tháng, ví dụ, dao động nhiều hơn so với những loại lãi suất khác và là thấp hơn nếu tính trung bình. Lãi suất đối với trái khoán công ty Baa (một loại trái khoán chất lượng trung bình) là cao hơn, nếu tính theo trung bình,



Hình 1.6. Các lãi suất đối với trái khoán chọn lựa : 1950-1990.

các loại lãi suất khác và khoảng cách giữa loại này với loại khác trở nên rộng ra hơn vào những năm 1970.

Chúng ta sẽ nghiên cứu thêm chuyển động chung trong các loại lãi suất này xảy ra như thế nào và vì sao lãi suất đối với các trái khoán khác nhau lại biến thiên khác nhau.

Thị trường cổ phiếu

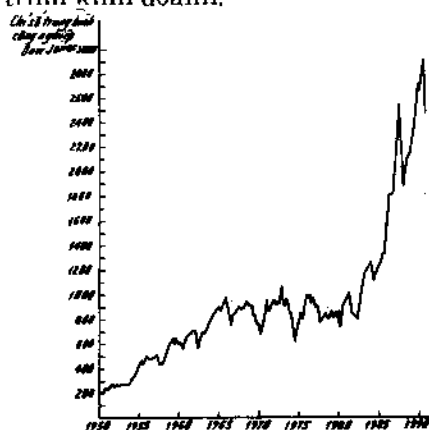
Như đã được chứng tỏ bằng thực tế rằng do được gọi là "thị trường", thị trường cổ phiếu, trong đó quyền đòi lợi nhuận từ các công ty (cổ phần) được đem mua bán, là loại thị trường tài chính được chú ý rộng rãi ở Mỹ. Sự chao đảo lớn về giá của các cổ phiếu trong thị trường cổ phiếu luôn luôn là chuyện trọng đại trong các bản tin buổi chiều. Dân chúng thường hay bày tỏ ý kiến của họ về việc thị trường đang hưng về đầu và sẽ luôn nói với bạn về chuyện "tàn sát" mới nhất của họ!). Sự chú ý đến thị trường này, có lẽ được giải thích tốt nhất bởi một sự thật là : Đó là nơi mà người ta có thể trở nên giàu có một cách nhanh chóng.

Như trên Hình 1.7 cho thấy, giá cổ phiếu rất là bất định. Chúng tăng một cách khá chắc trong những năm 1950, đạt đến một đỉnh vào năm 1966, rồi dao động lên và xuống tới năm 1973 là lúc tụt dốc mạnh. Giá cổ phiếu đã lên lại khá chắc chắn vào thời kỳ đầu của những năm 1980 là lúc mà một sự bộc phát mạnh mẽ thị trường cổ phiếu đã bắt đầu đưa chỉ số Trung bình công nghiệp Dow Jones

(the Dow Jones Industrial Average) tới một đỉnh là 2722 vào ngày 25/8/1987. Sau một suy giảm 17% kéo dài trong tháng tiếp theo và thêm một nửa tháng, thị trường cổ phiếu trải qua một sự sụt giảm thảm hại trong một ngày chưa từng thấy trong lịch sử của nó, đó là vào ngày "Thứ hai đen", 19/10/1987, khi đó chỉ số Dow Jones tụt hơn 500 điểm, tức 22%. Những dao động lớn này trong giá cổ phiếu tác động đến của cải của mọi người và do vậy đến ý định mua sắm của họ.

Thị trường cổ phiếu cũng là một yếu tố quan trọng trong việc chọn lựa quyết định đầu tư hay không của các hãng kinh doanh bởi vì giá cổ phần ảnh hưởng đến tổng số tiền vốn mà công ty muốn đạt được bằng cách bán các cổ phiếu mới được phát hành để tài trợ cho những chi phí đầu tư. Một giá cao hơn cho các cổ phần của một hãng nghĩa là có thể có được vốn lớn hơn dùng để mua nhà máy và thiết bị.

Chúng ta sẽ nghiên cứu kỹ xem giá cổ phiếu biểu diễn như thế nào và đáp ứng lại những thông tin ở thị trường ra sao. Chúng ta cũng sẽ thấy rằng chính sách tiền tệ có thể tác động vào giá cổ phiếu, và ngược lại giá cổ phiếu, có thể có một tác động đối với chu trình kinh doanh.



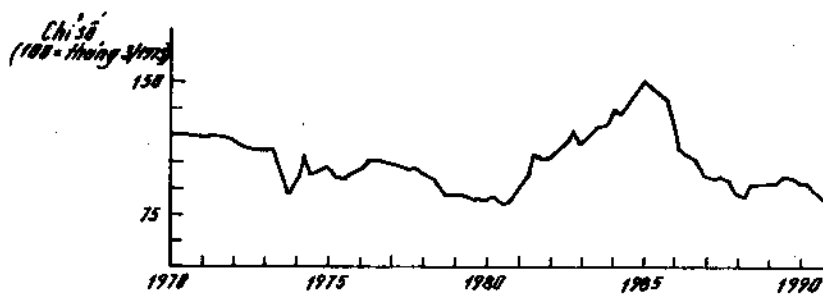
Hình 1.7. Giá cổ phiếu - đo theo chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones : 1950-1990.

Thị trường ngoại hối

Giá một đồng tiền của một nước tính bằng tiền của một nước khác gọi là **tỉ giá hối đoái**. Hình 1.8 cho thấy tỉ giá hối đoái của đôla Mỹ từ 1970 đến 1990 (được tính theo giá trị của đôla Mỹ ứng với một nhóm các đồng tiền ngoại quốc). Những dao động về giá cả ở thị trường này cũng đáng kể. Đồng đôla yếu đi rõ rệt từ 1971 đến 1973, tăng nhẹ về giá trị cho tới 1976 và sau đó đạt đến điểm thấp trong thời

kỳ 1978-1980. từ năm 1980 tới đầu 1985, đồng đôla tăng đột ngột rồi sau đó đã sụt giá đáng kể.

Những dao động về tỉ giá hối đoái đã có ý nghĩa gì trong công chúng và trong



Hình 1.8. Tỉ giá hối đoái của đôla Mỹ : 1970-1990.

giới kinh doanh Mỹ? Một sự thay đổi về tỉ giá hối đoái có tác động trực tiếp đến người tiêu dùng Mỹ vì nó tác động đến giá của sản phẩm và dịch vụ nước ngoài. Năm 1985, một bảng Anh đổi khoảng 1,3 đôla (Mỹ). Những sản phẩm Anh giá 100 bảng, ví dụ áo len Shetland sẽ có giá 130 đôla. Với đồng đôla yếu hơn làm tăng đồng bảng Anh đến 1,90 đôla năm 1990, cũng vẫn những cái áo len Shetland giá 100 bảng Anh có giá 190 đôla. Như vậy ta thấy rằng đồng đôla yếu đi sẽ làm cho sản phẩm nước ngoài đắt lên, làm cho việc đi nghỉ hè ở Anh tốn kém hơn, và sẽ gây thêm khó khăn cho bạn chiều theo sở thích của mình đối với món pho mát Pháp. Kết quả dẫn đến là người Mỹ sẽ giảm việc mua sắm sản phẩm ngoại quốc của mình và sẽ tăng sự tiêu thụ sản phẩm nội địa (nghĩa là, đi du lịch tại Mỹ và mặc áo len Mỹ).

Mặt khác, một đồng đôla mạnh nghĩa là sản phẩm Mỹ được xuất khẩu ra nước ngoài sẽ đắt hơn lên ở nước ngoài và những người nước ngoài sẽ mua chúng ít hơn. Việc xuất khẩu thép, nói ví dụ, đã giảm mạnh khi đồng đôla mạnh lên vào các năm 1980-1985. Một đồng đôla mạnh làm lợi cho người tiêu dùng Mỹ vì nó làm sản phẩm ngoại quốc rẻ hơn, nhưng đánh vào giới kinh doanh Mỹ và hủy bỏ một số công ăn việc làm vì sụt giảm sức bán sản phẩm Mỹ cả ở trong nước và ở ngoài nước. sự yếu đi trong thời gian gần đây của đồng đôla Mỹ đã có tác động ngược : Nó làm cho sản phẩm ngoại quốc đắt thêm lên nhưng đã làm cho giới kinh doanh Mỹ thêm sức cạnh tranh. Dao động trong thị trường ngoại hối có

những hệ quả quan trọng đối với kinh tế Mỹ.

Chúng ta sẽ nghiên cứu xem tỉ giá hối đoái được xác định như thế nào trong thị trường ngoại hối, trong đó đồng đôla được mua và được bán bằng các đồng tiền nước ngoài. Sau cùng, chúng ta sẽ nghiên cứu xem tỉ giá hối đoái có thể tác động như thế nào đến việc cung ứng tiền tệ ở Mỹ và xem chính sách tiền tệ của Mỹ có thể tác động tỉ giá hối đoái như thế nào.

NHẬN XÉT KẾT LUẬN

Lĩnh vực tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính là một lĩnh vực kích thích. Chúng ta sẽ không chỉ thảo luận những vấn đề có tác động trực tiếp tới đời sống của bạn - lãi suất vay tiền và gửi tiền tiết kiệm và việc chính sách tiền tệ có thể tác động đến tương lai nghề nghiệp của bạn, đến giá cả sản phẩm trong tương lai như thế nào - mà sẽ còn nghiên cứu hiểu rõ thêm về các thần kỳ kinh tế mà bạn thường thường nghe thấy trên các phương tiện thông tin báo chí. Nghiên cứu của chúng ta về tiền bạc, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính cũng sẽ giới thiệu với bạn nhiều cuộc tranh luận về việc hướng dẫn chính sách kinh tế hiện đang là đề tài sôi động trên trường chính trị.

TÓM TẮT

1. Tiền tệ tỏ rõ có một ảnh hưởng quan trọng đối với các chu trình lạm phát, kinh doanh và đối với lãi suất. Do các biến cố kinh tế này rất quan trọng đối với sức khỏe của nền kinh tế, chúng ta cần hiểu chính sách tiền tệ là gì và phải được hướng dẫn như thế nào. Chúng ta cũng cần nghiên cứu việc lập ngân sách chính phủ vì nó có thể là một yếu tố có ảnh hưởng đối với việc hướng dẫn chính sách tiền tệ.

2. Ngân hàng là quan trọng nhất trong số những trung gian tài chính, nó khơi nguồn vốn từ những người vì

lý do gì đó, không thể đưa nó vào sử dụng một cách sinh lợi tới những người có khả năng làm điều này. Ngân hàng cũng đóng vai trò tới hạn trong việc tạo lập tiền tệ và là quan trọng trong việc phát triển nhanh chóng những đổi mới về tài chính gần đây.

3. Các hoạt động trong thị trường tài chính có tác động trực tiếp đến của cải của mỗi cá nhân, đến hình thái diễn biến của các hãng kinh doanh, và đến tính chất hiệu quả của nền kinh tế chúng ta.

Ba thị trường tài chính cần chú ý đặc biệt: Thị trường trái khoán (là nơi định ra lãi suất); thị trường cổ phiếu (có một tác động quan trọng đối với của

cải của dân chúng); và thị trường ngoại hối (do dao động về tỉ giá hối đoái có một hậu quả quan trọng đối với nền kinh tế Mỹ).

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Tỷ lệ lạm phát đã tăng hay giảm tại Mỹ trong mấy năm qua? Lãi suất diễn biến như thế nào?

*2. Nếu lịch sử tự nó lặp lại và chúng ta thấy một sự đi xuống trong tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ, bạn trông đợi cái gì xảy ra đối với:

- a) sản phẩm thực.
- b) tỉ lệ lạm phát.
- c) lãi suất.

3. Cuộc suy thoái gần đây xảy ra vào lúc nào?

*4. Khi lãi suất tụt giảm, bạn có thể thay đổi thái độ kinh tế của mình như thế nào?

5. Bạn có thể hình dung ra những đổi mới về tài chính nào trong 10 năm qua có tác động đến cá nhân bạn?

*6. Phải chăng ai cũng tối tệ đi khi lãi suất tăng?

7. Hãy giải thích hệ quả của việc sụt giá cổ phiếu đối với việc hình thành quyết định mua hàng của người tiêu dùng và hình thành quyết định đầu tư nhà máy, thiết bị mới của công ty.

*8. Khi nhìn vào Hình 1.8, trong những năm nào bạn sẽ chọn để đi thăm vùng Grand Canyon ở Arizona hơn là thăm London.

9. Khi đồng đôla có giá nhiều hơn so với đồng tiền của các nước khác, liệu bạn có thể dễ mua quần Jeans do Mỹ sản xuất hay Pháp sản xuất? Liệu các hãng Mỹ sản xuất quần Jeans thích thú hơn khi đồng đôla mạnh hay khi đồng đôla yếu? Các công ty Mỹ kinh doanh nhập khẩu quần Jeans vào Mỹ sẽ thế nào?

* Các câu hỏi được đặt ra với dấu (*) có đáp án ở phụ lục cuối sách, có tiêu đề "Trả lời cho các câu hỏi và bài tập chọn lựa".

PHỤ LỤC CHƯƠNG I

Định nghĩa tổng sản phẩm, tổng thu nhập và mức giá tổng hợp

Do những thuật ngữ này được dùng thường xuyên trong suốt cuốn sách, chúng ta cần có một hiểu biết rõ ràng về các định nghĩa của tổng sản phẩm, tổng thu nhập và mức giá tổng hợp.

TỔNG SẢN PHẨM VÀ TỔNG THU NHẬP

Mức đo được nói một cách chung nhất của tổng sản phẩm (aggregate output), **tổng sản phẩm quốc gia** (gross national product - GNP) được định nghĩa là giá trị của tất cả hàng hóa và dịch vụ sau cùng được tạo ra trong nền kinh tế trong thời gian 1 năm. Mức đo GNP này phải chú ý loại bỏ 2 loại khoản mục, mà thoạt nhìn bạn có thể nghĩ lầm mà đưa vào GNP : Việc mua những hàng hóa đã được sản xuất trong quá khứ như 1 bức tranh Rembrandt hoặc 1 ngôi nhà đã xây cách đây 20 năm, không được tính vào GNP, việc mua trái khoán hoặc cổ phiếu cũng vậy. Không thứ nào trong những món mua kể trên được đưa vào GNP vì chúng không phải là hàng hóa hay dịch vụ được sản xuất ra trong thời gian một năm, Những hàng hóa trung gian được dùng để sản xuất ra hàng hóa hay dịch vụ sau cùng như đường trong những thỏi kẹo, năng lượng để sản xuất thép cũng không được tính riêng ra thành một phần của GNP. Chúng không được tính riêng ra vì làm thế sẽ là tính 2 lần, bởi vì giá trị của hàng hóa sau cùng đã bao gồm giá trị hàng hóa trung gian.

Tổng thu nhập (Aggregate income), là toàn bộ thu nhập từ những yếu tố sản xuất (đất, sức lao động, vốn đầu tư) qua việc sản xuất ra hàng hóa và dịch vụ

trong nền kinh tế trong thời gian một năm, có thể hoàn toàn coi như bằng tổng sản phẩm. Vì việc thanh toán tiền cho hàng hóa và dịch vụ cuối cùng, rốt cuộc cũng đến tay người sở hữu những yếu tố sản xuất với tư cách là thu nhập, tiền thu nhập bằng tiền trả cho hàng hóa và dịch vụ cuối cùng.

Nói ví dụ, nếu nền kinh tế có một tổng sản phẩm trị giá 5 ngàn tỉ đôla (Mỹ), thì tổng thu nhập trong nền kinh tế (tổng thu nhập) cũng bằng 5 ngàn tỉ đôla.

SỰ KHÁC BIỆT GIỮA ĐỘ LỚN THỰC VÀ ĐỘ LỚN DANH NGHĨA

Khi giá trị tổng cộng của hàng hóa và dịch vụ cuối cùng được tính toán dựa vào giá hiện hành thì mức đo GNP tính ra được coi là GNP danh nghĩa. Từ "*danh nghĩa*" muốn nói rằng các giá trị được đo theo giá hiện hành. Nếu tất cả các giá gấp hai lần lên nhưng sản lượng hàng hóa và dịch vụ y nguyên, thì GNP danh nghĩa sẽ gấp đôi mà dân chúng thì không thích thú gì với cái lợi gấp đôi này như là khi có nhiều hàng hóa và dịch vụ. Do vậy những biến cố danh nghĩa có thể là những mức đo sai lạc sức khỏe của nền kinh tế.

Một mức đo tin cậy hơn về sức khỏe của nền kinh tế là đo các giá trị bằng giá cả của một năm gốc tùy ý, ví dụ gần đây lấy năm 1982. GNP được đo với giá không đổi được gọi là GNP thực, trong đó từ "*thực*" cho biết rằng các giá trị được đo bằng các giá cố định. Những biến số thực, như vậy sẽ đo số lượng hàng hóa và dịch vụ không thay đổi do giá đã thay đổi trừ khi nếu số lượng thực đã thay đổi.

Một ví dụ ngắn để làm cho sự khác biệt được rõ hơn. Giả sử rằng bạn có một thu nhập danh nghĩa 30.000 đôla năm 1992, trong khi năm 1982 bạn có một thu nhập danh nghĩa là 15.000 đôla. Nếu tất cả các giá đã gấp đôi lên trong khoảng từ 1982 đến tận 1992, bạn có khá lên không? Câu trả lời là "không" bởi vì, tuy thu nhập của bạn đã gấp đôi lên, món 30.000 đôla của bạn chỉ dùng để mua được cho bạn một lượng hàng hóa như cũ (nhưng giá mua thì gấp đôi lên). Một mức đo thu nhập thực sẽ chỉ ra rằng thu nhập của bạn tính theo hàng hóa mà nó có thể mua, thì như cũ. Được đo theo giá 1982, 30.000 đôla thu nhập danh nghĩa năm 1992 qui ra chỉ là 15.000 đôla thu nhập thực. Bởi vì thu nhập thực của bạn đúng như nhau trong cả hai năm đã nói, bạn chẳng khá lên hay tồi đi trong năm 1992, so với bạn trong năm 1982.

Do các biến số thực đo số lượng theo hàng hóa và dịch vụ thực, chúng có ý nghĩa hơn so với các biến số danh nghĩa. Trong cuốn sách này, phân thảo luận về tổng sản phẩm hoặc tổng thu nhập sẽ luôn luôn dùng các mức đo thực (ví dụ như GNP thực).

MỨC GIÁ TỔNG HỢP

Trong chương này, chúng ta đã định nghĩa mức giá tổng hợp như một mức đo các giá trung bình trong nền kinh tế. Hai mức đo của mức giá tổng hợp được thấy chung trong các số liệu kinh tế. Mức đo thứ nhất là chỉ số giảm phát GNP (GNP deflator), chỉ số đó được định nghĩa là :

$$\text{Chỉ số giảm phát GNP} = \frac{\text{GNP danh nghĩa}}{\text{GNP thực}}$$

Nếu 1992 GNP danh nghĩa là 6.000 tỉ đôla, nhưng GNP thực 1992 tính theo giá 1982 là 4.000 tỉ đôla thì chỉ số giảm phát là :

$$\frac{6000 \text{ tỉ đôla}}{4.000 \text{ tỉ đôla}} = 1,50$$

Chỉ số giảm phát GNP cho biết là, tính trung bình, giá đã tăng 50% từ sau 1982. Nói chung mức đo mức giá được thể hiện như là một chỉ số giá, nó thể hiện mức giá cho năm gốc, trong ví dụ của ta là năm 1982, là 100. Như vậy chỉ số giảm phát GNP cho 1992 sẽ được viết ra là 150.

Một mức đo thông dụng khác của mức giá tổng hợp (và là một mức đo được nói nhiều lần trên báo chí) là chỉ số giá tiêu dùng CPI (Consumer Price Index) được đo bằng cách định giá cho một "nhóm" các hàng hóa và dịch vụ được mua sắm bởi một gia đình thành thị điển hình qua một thời gian cho trước, ví dụ một tháng. Nếu qua thời kỳ một năm, giá của nhóm sản phẩm và dịch vụ này tăng từ 500 đôla tới 600 đôla thì CPI đã tăng 20%. CPI cũng được biểu thị như một chỉ số giá với năm gốc là bằng 100.

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) và chỉ số giảm phát GNP đều có thể được dùng để chuyển đổi hoặc giảm một độ lớn danh nghĩa sang một độ lớn thực. Điều này được thực hiện bằng cách chia độ lớn danh nghĩa cho chỉ số giá. Trong ví dụ của chúng ta, với chỉ số lạm phát GNP năm 1992 là 1,50 (được biểu thị như một chỉ số 150), GNP thực của năm 1992 bằng :

$$\frac{6.000 \text{ tỉ đôla}}{1,50} = 4.000 \text{ tỉ đôla theo giá 1982.}$$

Con số này ứng với con số GNP thực cho 1992 nói ở trên.

CHƯƠNG 2

Tiền là gì ?

LỜI DẪN

Nếu bạn đã sống ở Mỹ trước cuộc chiến tranh cách mạng, tiền của bạn trước hết có thể gồm những đồng tiền Doubloons Tây Ban Nha (những đồng bằng bạc này cũng còn được gọi là "đồng tám"). Trước nội chiến, các dạng chính của tiền ở Mỹ không chỉ là những đồng tiền vàng hay bạc mà còn là những phiếu do các ngân hàng tư nhân phát hành, được gọi là các giấy bạc ngân hàng (the bank notes). Ngày nay, có thể bạn dùng không những các đồng tiền kim loại hay tờ đôla mà chính phủ phát hành coi là tiền, mà cả những tờ séc được ký phát theo tài khoản được giữ ở các ngân hàng. Tiền là những vật khác nhau ở các thời điểm khác nhau - tuy vậy, nó luôn luôn quan trọng đối với dân chúng và đối với nền kinh tế.

Để hiểu được tác dụng của tiền đối với nền kinh tế, chúng ta phải hiểu một cách chính xác tiền là gì? Trong chương này chúng ta định nghĩa chính xác bằng cách xem xét các chức năng của tiền tệ và xem vì sao và bằng cách nào chúng thúc đẩy tính hiệu quả của nền kinh tế qua việc xét xem dạng của nó đã tiến triển như thế nào qua thời gian và xem tiền hiện nay được đo như thế nào.

NGHĨA CỦA "TIỀN"

Do từ "*tiền*" (*money*) được dùng một cách tự nhiên trong các cuộc nói chuyện hàng ngày, nó có thể có nhiều nghĩa, nhưng đối với nhà kinh tế, nó có một nghĩa riêng. Để tránh nhầm lẫn, chúng ta phải làm sáng tỏ xem việc dùng từ "*tiền*" của

nhà kinh tế khác như thế nào so với việc sử dụng theo thông lệ.

Các nhà kinh tế định nghĩa **tiền** (hoặc một cách tương tự, lượng tiền cung ứng) được coi là bất cứ cái gì được chấp nhận chung trong việc thanh toán cho hàng hóa hoặc dịch vụ hoặc trong việc hoàn trả các món nợ. **Đồng tiền** (currency) là những tờ đôla giấy hay tiền kim loại, rõ ràng là phù hợp với định nghĩa vừa nêu là một kiểu của tiền. Khi hầu hết dân chúng nói về "tiền" tức là họ đang nói về đồng tiền (tiền mặt). Ví dụ, nếu một người nào đó chặn bạn và quát "Đưa tiền đây, hoặc là anh sẽ chết" bạn phải nhanh chóng đưa lại tất cả tiền của bạn có chứ không làm một cuộc thảo luận triết lý bằng cách hỏi "Anh nói tiền vậy chính xác nó là cái gì?".

Định nghĩa tiền (money) chỉ đơn thuần là đồng tiền thì quá hẹp với các nhà kinh tế. Do séc cũng được chấp nhận như tiền trả khi mua, nên các món gửi ở dạng tài khoản séc cũng được coi là tiền. Thường cần một định nghĩa rộng hơn của tiền bởi vì những khoản khác như séc du lịch hay tiền gửi tiết kiệm đôi khi có thể được dùng để trả cho hàng hóa hoặc có thể có tác dụng hữu hiệu như tiền nếu chúng có thể được chuyển đổi một cách nhanh chóng và dễ dàng thành tiền mặt hoặc thành món gửi ở dạng tài khoản séc. Như bạn có thể thấy, không có một định nghĩa đơn giản, chính xác của tiền hoặc lượng tiền cung ứng, ngay cả đối với những nhà kinh tế. Chúng ta sẽ thường xuyên đụng chạm đến vấn đề này xuyên suốt nghiên cứu của chúng ta về tiền và về hoạt động ngân hàng.

Gây rắc rối cho vấn đề hơn, từ *tiền* (money) thường được dùng một cách đồng nghĩa với *của cải* (wealth) khi người ta nói "Joe chắc chắn là giàu có, anh ta có một lô không lồ tiền", có thể là họ muốn nói rằng Joe không chỉ có một khối đồng tiền lớn và số dư cao trong tài khoản séc của anh ta, mà rằng anh ta cũng có nhiều cổ phiếu, trái khoán, bốn xe hơi, ba ngôi nhà, và một thuyền buồm du lịch. Như vậy, trong khi đồng tiền (currency) là một định nghĩa quá chặt hẹp của tiền (money) cách sử dụng phổ thông khác như thế này lại là quá rộng nghĩa. Các nhà kinh tế xác định một sự khác biệt giữa tiền (money) dưới dạng tiền mặt, tiền gửi không kỳ hạn và những khoản khác được dùng để mua với của cải là tập hợp các vật sở hữu có chứa giá trị. **Của cải** (wealth) bao gồm không chỉ tiền (money) mà còn cả những gì là đối tượng để sở hữu (được gọi là **tài sản có** - asset), như trái khoán, cổ phiếu, tác phẩm nghệ thuật, đất, đồ đạc, xe hơi hoặc nhà cửa.

Mọi người cũng thường dùng từ "tiền" (money) để mô tả cái mà nhà kinh tế gọi là "thu nhập" (income) như trong câu "Sheila chắc sẽ là một môn thần kỳ : cô ta có một việc làm tốt và kiếm được nhiều tiền" (money). **Thu nhập** (income) là

lượng tiền đang kiếm được trong một đơn vị thời gian. Mặt khác tiền (money), là một lượng tồn kho nghĩa là nó là một lượng tiền xác định tại một thời điểm nhất định. Nếu ai đó bảo bạn rằng anh ta có một thu nhập 1000 đôla, bạn không thể nói được rằng anh ta kiếm được nhiều hay ít, nếu không biết rõ 1000 đôla này anh ta nhận được trong 1 năm, một tháng, thậm chí một ngày. Trường hợp khác, nếu ai đó bảo bạn rằng cô ta có 1000 đôla trong túi, bạn biết chính xác đó là bao nhiêu.

Để nhấn rõ thêm, cần luôn nghĩ rằng tiền (money) được thảo luận ở cuốn sách này là bất cứ cái gì được chấp nhận chung trong việc thanh toán để lấy hàng hóa hay dịch vụ hoặc trong việc hoàn trả các món nợ và "tiền" khác với "thu nhập" và "của cải".

CÁC CHỨC NĂNG CỦA TIỀN

Dù tiền là vỏ sò, hoặc đá, hoặc vàng hoặc giấy trong nền kinh tế, nó có 3 chức năng hàng đầu là : là một phương tiện để trao đổi, một đơn vị tính toán và một nơi trữ giá trị. Trong 3 chức năng này, chức năng là một phương tiện trao đổi chính là cái phân biệt tiền với những tài sản khác như cổ phiếu, trái khoán, hoặc nhà cửa.

Phương tiện trao đổi

Trong hầu hết các giao dịch thị trường trong nền kinh tế của chúng ta, tiền trong dạng tiền mặt hoặc séc là một **phương tiện trao đổi** ; có nghĩa là nó được dùng để thanh toán, lấy hàng hóa hoặc dịch vụ. Việc dùng tiền làm một phương tiện trao đổi giúp đẩy mạnh hiệu quả của nền kinh tế qua việc loại bỏ được nhiều thời gian giành cho việc đổi chác hàng hóa hay dịch vụ. Để biết vì sao, chúng ta hãy nhìn vào một nền kinh tế đổi chác, tức là một nền kinh tế không có tiền trong đó hàng hóa hay dịch vụ được đổi trực tiếp lấy hàng hóa hay dịch vụ khác.

Lấy trường hợp Ellen, giáo sư kinh tế chỉ biết làm duy nhất một việc : giảng các bài học kinh tế tuyệt vời. Trong một nền kinh tế đổi chác, nếu Ellen muốn ăn, cô phải tìm một nông gia, người này không chỉ làm ra lương thực mà cô thích, mà còn phải là người muốn học về kinh tế. Như bạn có thể thấy, việc tìm kiếm này sẽ khó khăn và tốn thì giờ và Ellen có thể phải tốn thêm nhiều thì giờ để đi tìm một nông gia đổi về kinh tế học như cô định dạy. Thậm chí có thể là cô phải bỏ việc giảng bài để chính cô làm nghề nông. Ngay cả như thế, cô vẫn còn bị đói đến chết.

Thời gian tiêu hao khi gắng sức để trao đổi hàng hóa và dịch vụ được gọi là một **chi phí giao dịch**. Trong một nền kinh tế đối chác, các chi phí giao dịch là cao bởi vì người ta phải thỏa mãn "hai ý muốn trùng khớp" : tức là họ phải tìm ai đó có hàng hóa hay dịch vụ mà họ muốn và người đó cũng muốn hàng hóa hoặc dịch vụ mà họ chào mời.

Chúng ta hãy xem điều gì xảy ra nếu chúng ta đưa tiền tới thế giới của giáo sư kinh tế học Ellen. Ellen có thể dạy ai đó có ý định thanh toán tiền để nghe bài giảng của cô. Rồi sau đó cô có thể tới bất cứ nông gia nào (cô có thể không cần đi giao thiệp trực tiếp với nông gia mà thay vào đó sẽ đi đến siêu thị) và mua thứ lương thực mà cô cần với số tiền mà cô đã được trả công. Vấn đề "hai ý muốn trùng khớp" đã được tránh khỏi, và Ellen tiết kiệm được nhiều thời gian mà cô có thể dùng để làm cái việc mà cô làm tốt nhất : dạy học.

Chúng ta thấy tiền thúc đẩy hiệu quả kinh tế qua việc loại bỏ được nhiều thời gian chi phí trao đổi hàng hóa và dịch vụ. Nó cũng thúc đẩy hiệu quả kinh tế qua việc cho phép người ta chuyên làm cái công việc mà người ta làm tốt nhất. Bởi vậy chúng ta thấy rằng tiền là một khoản mục cơ bản trong một nền kinh tế. Nó tác dụng như một thứ dầu mỡ bôi trơn cho phép nền kinh tế chạy trơn tru hơn nhờ giảm thiểu chi phí giao dịch, từ đó khuyến khích chuyên môn hóa và phân công lao động.

Nhu cầu tiền mạnh đến mức hầu hết mọi xã hội, trừ những xã hội quá sơ khai, đã phát minh ra nó. Để một hàng hóa hoạt động được một cách hữu hiệu như tiền thì phải đạt được một số chuẩn mực : (1) nó phải được tạo ra hàng loạt một cách dễ dàng, làm dễ dàng cho việc xác định giá trị của nó ; (2) nó phải được chấp nhận một cách rộng rãi ; (3) nó phải có thể chia nhỏ được nhờ đó để "đối chác" ; (4) nó phải dễ chuyên chở và (5) nó phải không bị hư hỏng một cách nhanh chóng. Các dạng tiền thỏa mãn các chuẩn mực này đã có nhiều dạng khác thường qua lịch sử phát triển của nhân loại, đó là từ vỏ sò (chuối hạt) do người thổ dân châu Mỹ dùng, đến thuốc lá và rượu ứt-ki do những thực dân ở buổi đầu khi tìm ra châu Mỹ sử dụng, đến thuốc lá được dùng trong các trại tù binh chiến tranh trong Chiến tranh Thế giới thứ 2. Tính chất đa dạng của tiền được tạo ra từ xưa đến nay là một di chúc cho tính sáng tạo của loài người tương tự như việc tạo ra công cụ và ngôn ngữ.

Đơn vị đánh giá

Vai trò thứ 2 của tiền là làm **đơn vị đánh giá** ; nghĩa là, nó được dùng để đo

giá trị trong nền kinh tế. Chúng ta đo các giá trị của hàng hóa và dịch vụ bằng tiền giống y như chúng ta đo khối lượng bằng bảng (pounds) hoặc đo khoảng cách bằng dặm (miles). Để thấy vì sao chức năng này là quan trọng, chúng ta hãy nhìn một lần nữa vào nền kinh tế đổi chác trong đó tiền không thực hiện chức năng này. Nếu nền kinh tế này chỉ có 3 mặt hàng, nói ví dụ các quả đào, các bài giảng về kinh tế và các buổi chiếu phim, thì chúng ta chỉ cần biết 3 giá để nói với chúng ta rằng phải làm thế nào để trao đổi thứ này với thứ khác : giá của những quả đào tính bằng những bài giảng kinh tế (nghĩa là, bạn phải trả bao nhiêu bài giảng kinh tế để lấy một quả đào), giá của những quả đào tính bằng các buổi chiếu phim và giá của những bài giảng kinh tế tính bằng các buổi chiếu phim. Nếu có 10 mặt hàng, 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 ⁽¹⁾.

Hãy tưởng tượng ra sự khó khăn đến thế nào nếu đi mua sắm ở một siêu thị với 1000 mặt hàng khác nhau trên các giá đặt hàng của nó : khi quyết định hoặc là gà hay là cá rẻ hơn sẽ rất khó khăn nếu giá của một pao (= 450 g) gà được định bằng 4 pao bơ, trong khi một pao cá được định giá là 8 pao cà chua. Để chắc chắn rằng bạn có thể so sánh giá của tất cả các mặt hàng, bảng giá của mỗi một mặt hàng sẽ phải kê ra tới 999 giá khác nhau và thời gian dùng để đọc chúng sẽ đưa đến một chi phí giao dịch rất lớn.

Giải pháp cho vấn đề này là đưa tiền vào nền kinh tế và định giá bằng đơn vị tiền cho tất cả các mặt hàng, nhờ đó chúng ta có thể định giá các bài giảng kinh tế, những quả đào và các buổi chiếu phim bằng đôla. Nếu chỉ có 3 mặt hàng trong nền kinh tế thì điều này sẽ không có lợi ích lớn so với hệ thống đổi chác vì chúng ta vẫn còn cần 3 giá để tiến hành giao dịch. Mặt khác, với 10 mặt hàng bây giờ chúng ta chỉ cần 10 giá ; 100 mặt hàng, 100 giá ; v.v... Tại siêu thị có 1000 mặt hàng, nay chỉ có 1000 giá để xem chứ không phải 499.500 !

(1) Công thức cho chúng ta biết số giá ta cần khi chúng ta có N mặt hàng giống như công thức tính số cặp khi có N phần tử. Đó là :

$$\frac{N(N-1)}{2}$$

Ví dụ trong trường hợp có 10 mặt hàng, chúng ta sẽ cần :

$$\frac{10(10-1)}{2} = \frac{90}{2} = 45$$

Bảng 2.1. Số lượng giá trong một nền kinh tế đối chác ứng với số lượng giá trong một nền kinh tế dùng tiền

Số mặt hàng	Số lượng giá trong một nền kinh tế đối chác	Số lượng giá trong một nền kinh tế tiền tệ
3	3	3
10	45	10
100	4.950	100
1.000	499500	1.000
10.000	49.995.000	10.000

Chúng ta có thể thấy rằng việc dùng tiền làm một đơn vị đánh giá giảm được chi phí thời gian để giao dịch trong một nền kinh tế nhờ giảm số giá cần phải xem xét. Cái lợi của chức năng này của tiền tăng lên khi nền kinh tế trở nên phức tạp hơn, như nêu trong Bảng 2.1, với một số hàng cho trước, so sánh số lượng giá đòi hỏi trong một nền kinh tế đối chác đối lại với số lượng giá của một nền kinh tế tiền tệ.

Nơi chứa giá trị

Tiền cũng tác dụng như một **nơi chứa giá trị** ; nghĩa là một nơi chứa sức mua hàng qua thời gian. Một nơi chứa giá trị được dùng để tách thời gian từ lúc mà người ta nhận được thu nhập tới lúc người ta tiêu nó. Chức năng này của tiền là hữu ích vì hầu hết chúng ta không muốn chi tiêu thu nhập của mình ngay lập tức khi nhận được nó, mà muốn đợi đến khi chúng ta có thì giờ hoặc có ý muốn mua sắm.

Tiền không phải duy nhất là nơi chứa giá trị vì một tài sản bất kỳ, như tiền mặt, cổ phiếu, trái khoán, đất đai, nhà cửa, tác phẩm nghệ thuật hoặc đồ châu báu, đều là một phương tiện chứa của cải. Nhiều trong số những loại tài sản này có lợi hơn so với tiền xét về mặt chứa giá trị ; chúng thường đem lại cho chủ nhân một lãi suất cao hơn tiền mang lại, giúp chủ nhân trải qua những sự tăng cao về giá cả, và mang lại những công dụng ví dụ như làm một cái mái che trên đầu. Vậy nếu những tài sản này là nơi chứa đáng chuộng hơn cho các giá trị so với tiền, thì tại sao mọi người giữ tiền làm gì ?

Câu giải đáp cho vấn đề này liên quan đến một khái niệm kinh tế quan trọng

được gọi là **tính lỏng** (liquidity - khả năng dễ chuyển thành tiền mặt, BT), hàm nghĩa là có sự tương đối dễ dàng và nhanh chóng, nhờ đó một tài sản có thể chuyển đổi thành một phương tiện trao đổi và đây là một tính chất nổi bật đáng mong muốn. Tiền là tài sản có tính chất lỏng nhất bởi vì nó là phương tiện trao đổi; nghĩa là không giống những tài sản khác, nó không cần phải được chuyển thành thứ gì khác với mục đích để mua hàng. Những tài sản khác đòi hỏi chi phí giao dịch khi cần chuyển sang tiền. Ví dụ khi bạn bán nhà của bạn, bạn phải trả cho người môi giới một khoản (thường từ 6-7% giá bán), và nếu bạn lại cần tiền mặt ngay để trả cho một số hóa đơn khẩn cấp có thể bạn buộc phải đặt giá thấp hơn để bán nhanh ngôi nhà. **Do tiền là tài sản có tính chất lỏng nhất đó chính là sự giải đáp cho câu hỏi tại sao người ta có ý định giữ nó ngay cả nếu nó không phải là nơi chứa giá trị một cách hấp dẫn nhất.** Tiền là nơi chứa giá trị tốt đến thế nào thì tùy thuộc vào mức giá, do giá trị của nó được ấn định theo mức giá. Nếu các giá đều tăng gấp hai chẳng hạn thì nghĩa là giá trị của tiền đã sụt một nửa, còn nếu các giá đều giảm đi một nửa thì nghĩa là giá trị tiền đã tăng lên hai lần. Trong 1 cuộc lạm phát, khi mức giá tăng lên nhanh chóng, tiền mất giá nhanh chóng và dần chúng sẽ bắt đầu dī mới giữ của cải ở dạng này. Điều này hết sức đúng trong những thời kỳ lạm phát mạnh mẽ, được gọi **siêu lạm phát**, trong đó tỉ lệ lạm phát vượt quá 50% mỗi tháng.

Một ví dụ về những siêu lạm phát như thế đã xảy ra ở Đức sau thế chiến I, với tỉ lệ lạm phát đôi khi vượt 1000% một tháng. Cuối kỳ siêu lạm phát vào năm 1923, mức giá đã tăng lên 30 tỉ lần mức đúng 2 năm trước đó. Số lượng tiền cần thiết để mua dù một món đồ tầm thường nhất cũng nhiều quá lớn. Ví dụ có câu chuyện xảy ra vào gần cuối cuộc lạm phát là một xe cút kít tiền mặt chỉ đủ mua một ổ bánh mì. Tiền mất giá trị nhanh đến mức công nhân được trả lương và được cho thời gian một vài lần trong ngày để tiêu tiền lương trước khi nó trở nên kém giá hơn nữa. Không ai muốn giữ tiền và như vậy việc dùng tiền để thực hiện các giao dịch giảm đi, việc đổi chác dần dần ngưng trệ. Chi phí giao dịch đã tăng vọt lên, và như vậy chúng ta thấy là sản lượng trong nền kinh tế tụt dốc nghiêm trọng.

SỰ TIẾN TRIỂN CỦA HỆ THỐNG THANH TOÁN

Chúng ta có thể có được một bức tranh tốt hơn về các chức năng của tiền và các dạng tiền từ trước đến nay qua việc xem xét sự tiến triển của **hệ thống thanh toán** tức là của phương thức hướng dẫn các giao dịch trong nền kinh tế.

Hệ thống thanh toán đã và đang tiến triển từ nhiều thế kỷ, kèm theo nó là dạng tiền. Ở một thời kỳ, những kim loại quý ví dụ như vàng đã được dùng làm phương tiện chính để thanh toán và là dạng chủ yếu của tiền. Sau đó, những tài sản giấy ví dụ như séc và tiền giấy bắt đầu được dùng trong hệ thống thanh toán và được coi là tiền. Nơi mà hệ thống thanh toán đang hướng tới có một ý nghĩa quan trọng đối với việc tiền sẽ được định nghĩa như thế nào trong tương lai.

Để có một viễn cảnh về hệ thống thanh toán đang hướng vào đâu, thì tốt nhất là xem xét kỹ nó đã tiến triển như thế nào. Để cho một vật thể có tác dụng là tiền, nó phải có thể được chấp nhận rộng rãi, tức là mọi người đều phải sẵn lòng nhận nó trong việc thanh toán mua hàng hóa hay dịch vụ. Một vật thể nếu rõ ràng có giá trị đối với mọi người thì có thể được chọn làm tiền, và một chọn lựa tự nhiên là một kim loại quý ví dụ vàng hay bạc. Từ cổ xưa đến cách đây một vài trăm năm, những kim loại quý này đã tác dụng như một phương tiện trao đổi trong mọi xã hội trừ xã hội sơ khai nhất. Vấn đề xảy ra với một hệ thống thanh toán dựa hoàn toàn vào kim loại quý là ở chỗ một dạng tiền như thế thì rất nặng và khó chuyên chở từ nơi này sang nơi khác. Thử hình dung các lỗ thủng trong túi của bạn do dùng lâu ngày nếu bạn phải mua các thứ chỉ bằng tiền kim loại ! Thực vậy, để mua những món lớn ví dụ một ngôi nhà, bạn sẽ phải thuê một xe tải để vận chuyển tiền thanh toán.

Sự phát triển tiếp theo trong hệ thống thanh toán là đồng tiền giấy (những tấm giấy có tác dụng làm 1 phương tiện trao đổi). Thoạt đầu, đồng tiền giấy có một lời hứa là có thể được chuyển đổi sang đồng tiền kim loại hoặc sang một số lượng kim loại quý. Tuy nhiên trong hầu hết các nước, nó đã tiến triển thành tiền pháp định, loại tiền giấy mà chính phủ có ủy nhiệm pháp lý (nghĩa là theo pháp lý, tiền này phải được chấp nhận làm tiền trả các món nợ) song, không có khả năng chuyển đổi thành tiền kim loại hoặc kim loại quý được. Đồng tiền giấy có lợi là nó nhẹ hơn nhiều so với tiền kim loại hoặc kim loại quý ; nhưng nó có thể được chấp nhận làm phương tiện trao đổi chỉ với điều kiện là có sự tín nhiệm đối với cơ quan thẩm quyền (thường là chính phủ), phát hành nó và khi việc in tiền đã đạt đến một trình độ tiên tiến đầy đủ khiến việc làm giả là cực kỳ khó khăn. Do tiền giấy đã tiến triển thành một thứ thỏa ước pháp lý, các nước có thể thay đổi đồng tiền mà họ dùng theo ý muốn. Thực vậy, đây chính xác là những gì đã xảy ra vừa qua ở nước Đức và nó có thể xảy ra ở toàn châu Âu vào một lúc nào đó trong tương lai (xem Bài đọc thêm 2.1).

BÀI ĐỌC THÊM 2.1.

Toàn cảnh

Liên minh tiền tệ ở Đức 1990 : với châu Âu 1992, liệu châu Âu sẽ cách xa ở phía sau ?

Liên minh tiền tệ - Việc chấp nhận một đồng tiền chung cho hai miền hoặc nhiều nước - thường được xem như giai đoạn chót của sự hợp nhất kinh tế và chính trị. Những người biện hộ cho Liên minh tiền tệ chỉ ra cái lợi là ở chỗ một đồng tiền duy nhất sẽ loại bỏ được chi phí về thời gian để giao dịch vì không còn phải đổi đồng tiền của vùng này thành đồng tiền của vùng khác. Do những sự kiện đặc biệt gần đây ở châu Âu cho thấy, có thể có những lý do quan trọng khác để đặt cỗ xe kinh tế trước con ngựa chính trị và tiến lên trước hết với Liên minh tiền tệ. Với làn sóng cuốn cuộn những người di cư từ Đông sang Tây Đức năm 1989 và đầu những năm 1990, sự hợp nhất nhanh chóng hai nền kinh tế trở nên bắt buộc ngay cả trước khi sự hợp nhất chính trị có thể xảy ra để hàn dòng di cư tự phía Đông. Để đẩy mạnh việc hợp nhất kinh tế, hai nước Đức đã thực hiện cái bước quyết định vào tháng 6/1990 là chấp nhận đồng mác Tây Đức làm đồng tiền chung, cho phép người Đông Đức đổi một

mác Đông Đức lấy một mác Tây Đức.

Liên minh tiền tệ ở Đức có thể chỉ là khởi đầu của Liên minh tiền tệ xa hơn trên toàn châu Âu. Như một phần thuộc sáng kiến châu Âu 1992 để xúc tiến một thị trường hợp nhất trong 12 nước thuộc cộng đồng châu Âu vào cuối năm 1992, Ủy ban Kinh tế châu Âu (EEC) đã thảo ra một kế hoạch để đi đến lập ra một đồng tiền chung của châu Âu dựa trên cơ sở đồng Euro, đơn vị tiền châu Âu. Một lần nữa lý do đằng sau Liên minh tiền tệ lại không phải chỉ là những cái lợi của tính hữu hiệu do "giảm phí giao dịch", mà nó còn là một cú đẩy mà một Liên minh tiền tệ như vậy tạo ra để hướng tới sự hợp nhất những nền kinh tế khác nhau của châu Âu. Do cuộc tranh cãi xung quanh kế hoạch của EEC cho một đồng tiền châu Âu duy nhất, không ai biết chắc liệu Liên minh tiền tệ châu Âu có xuất hiện trong tương lai gần hay không. Tuy vậy lần đầu tiên trong lịch sử, một đồng tiền duy nhất của châu Âu cũng là một khả năng rõ rệt.

Trở ngại chính của đồng tiền giấy và đồng tiền kim loại là ở chỗ chúng dễ bị đánh cắp và có thể tổn kém khi chuyên chở do công kênh. Để khắc phục khó khăn này, một bước tiến triển mới của hệ thống thanh toán đã xuất hiện với hoạt động ngân hàng hiện đại : đó là sự ra đời của các séc (checks). Séc là một kiểu của IOU (giấy nợ) có thể thanh toán theo yêu cầu, nó cho phép tiến hành giao dịch mà không phải chuyên chở vòng vèo một lượng lớn tiền mặt. Việc đưa séc vào sử dụng là một điểm mới quan trọng cải thiện được hiệu quả của hệ thống thanh toán. Thường thường, các cuộc thanh toán có món đi món về và chúng khứ lẫn nhau ; nếu không có séc thì việc này tạo ra sự di chuyển một lượng lớn tiền mặt.

Với séc, các cuộc thanh toán có tính chất khứ lẩn nhau có thể được hoàn tất bằng cách khứ séc và không có đồng tiền nào cần chuyển đi. Như vậy việc dùng séc giảm được chi phí vận chuyển gắn liền với hệ thống thanh toán và cải thiện được hiệu quả kinh tế. Lợi ích khác của séc là ở chỗ chúng có thể được viết ra với bất cứ lượng tiền nào cho đến hết số dư trên tài khoản, khiến cho việc giao dịch với những món tiền lớn được dễ dàng hơn nhiều. Séc còn có lợi vì nhờ nó việc mất trộm giảm rất nhiều và mang lại thuận tiện trong việc thu tiền mua hàng.

Tuy vậy, có hai trở ngại đối với hệ thống thanh toán bằng séc. Trước hết là cần thời gian để chuyển séc từ nơi này sang nơi khác, điều này đặc biệt nghiêm trọng nếu bạn đang thanh toán cho một người ở nơi khác mà người này cần được thanh toán nhanh. Ngoài ra, nếu bạn có một tài khoản séc, bạn biết là cần một vài ngày trước khi một ngân hàng ghi có cho tài khoản của bạn với một séc mà bạn đã gửi vào. Nếu bạn cần ngay tiền mặt, đặc biệt nổi bật này của hệ thống thanh toán bằng séc làm bạn thất vọng. Thứ 2, tất cả những rắc rối phức tạp về giấy tờ cần phải có đã làm cho việc sử dụng séc khá tốn kém; người ta ước tính rằng gắn đây số tiền chi phí cho toàn bộ số séc viết ở Mỹ đã vượt quá 5 tỉ đôla mỗi năm.

Với sự phát triển của computer và công nghệ viễn thông tiên tiến đường như sẽ có một phương pháp tốt hơn để tổ chức hệ thống thanh toán của chúng ta. Tất cả công việc giấy tờ có thể được loại bỏ bằng cách biến đổi toàn bộ sang một hệ thống gọi là hệ thống chuyển khoản điện tử (Electronic funds transfer system - EFTS), tức là một hệ thống trong đó mọi cuộc thanh toán được thực hiện nhờ hệ thống tin viễn thông điện tử. Chúng ta hãy xem một hệ thống như vậy có thể làm việc như thế nào.

Cửa hàng trong tương lai sẽ có một thiết bị ngoại vi computer (gọi một cách điển hình là "Hệ thống một điểm bán" (a point-of-sale system POS), hệ thống này cho phép bạn mua sắm không cần tiền mặt hoặc séc. Khi bạn đã chọn xong món hàng định mua, ví dụ một đôi quần Jeans, bạn chỉ cần ngồi xuống bên thiết bị ngoại vi, ấn số mã bí mật của mình vào máy là có thể chuyển vốn từ tài khoản ngân hàng của bạn tới tài khoản cửa hàng. Khi cửa hàng kiểm tra thấy điều này đã xảy ra, bạn được trao các quần Jeans và ra về. Nếu bạn có một giấy báo nợ cần thanh toán, bạn sẽ chỉ phải bật máy tính cá nhân của bạn và quay số nối vào một mạng lưới điện tử đặc biệt, tại đó bạn có thể chuyển vốn từ tài khoản ngân hàng của bạn sang tài khoản của cá nhân hay công ty mà bạn đang nợ. Công việc giao dịch này sẽ xảy ra trong khoảnh khắc và không phải soạn thảo hay viết bất cứ thứ giấy tờ gì.

Phải chăng hệ thống chuyển khoản điện tử xem ra có vẻ là một hệ thống gương gao, thiếu tự nhiên ? Không phải như vậy vì hệ thống loại này đã sẵn sàng hoạt động trên một phạm vi rộng lớn. Cơ quan Dự trữ Liên bang có một hệ thống thông tin viễn thông, gọi là Fedwire (Chuyển khoản Liên bang), hệ thống này cho phép mọi tổ chức tài chính có gửi những tài khoản ở Dự trữ Liên bang thực hiện chuyển khoản từ tổ chức này sang tổ chức kia mà không phải chuyển séc. Ngoài ra, CHIPS (Clearing House Interbank Payment System - Hệ thống thanh toán bù trừ liên ngân hàng), một hệ thống chuyển khoản điện tử tư nhân, được dùng để chuyển khoản giữa các ngân hàng trên phạm vi quốc tế. Nay các ngân hàng, thị trường tiền tệ, quỹ tương trợ, những người buôn chứng khoán và các công ty có thể chuyển khoản nhờ hệ thống này.

Chuyển khoản theo đường dây (Wire transfers) là phương thức đặc trưng cho việc chuyển những khoản lớn hơn 1 triệu đôla, bởi vậy, tuy có dưới 1% số vụ giao dịch dùng phương thức chuyển khoản điện tử (chuyển khoản theo đường dây), trên 80% giá trị đôla giao dịch được chuyển theo phương thức này. Tuy thế, khi chúng ta nói rằng một công ty đang thanh toán cho một thứ gì đó với một séc, thì nghĩa là công ty đó thường là đang thanh toán bằng cách chuyển khoản điện tử.

Gần đây, Hệ thống chuyển khoản điện tử (EFTS) đã và đang với tới đời sống của công chúng rộng rãi một cách trực tiếp. Một số khoản nợ định kỳ nay có thể được thanh toán một cách tự động hàng tháng không cần phải đựng đến tài khoản séc. Nhiều công ty thanh toán lương bằng cách chuyển trực tiếp nó vào tài khoản ngân hàng của nhân viên. Một số ngân hàng mời chào khách hàng một dịch vụ trong đó khách hàng có thể nối máy tính cá nhân của họ vào một mạng lưới để thực hiện một số giao dịch, ví dụ chuyển vốn từ tài khoản tiết kiệm sang tài khoản séc.

Tuy đã có dự báo séc sẽ sớm biến mất trong nền kinh tế Mỹ, việc tới một xã hội không séc còn cần nhiều thời gian hơn là nhiều người đã tưởng. Trong khi Hệ thống chuyển khoản điện tử (EFTS) có thể là hữu hiệu hơn Hệ thống thanh toán trên cơ sở giấy, có một số điều cản trở sự xóa bỏ hệ thống giấy. Hệ thống giấy có lợi vì nó tạo ra những biên nhận bằng giấy (receipt) và sự gian lận khó thực hiện hơn. Chúng ta thường đọc trên báo rằng một kẻ không được phép có thể đã "nắm" được một cơ sở dữ liệu computer và có thể đã sửa đổi thông tin lưu trữ ở đấy. Thực tế, việc như vậy đã thường xảy ra thì có nghĩa là những kẻ bất lương đã có khả năng với tay tới tài khoản ngân hàng trong một thống thanh toán điện tử và lấy cắp vốn gửi bằng cách chuyển nó từ một tài khoản của một người khác nào đó sang tài khoản của chúng. Ngăn ngừa hành động này không phải là việc

để làm, và có một ngành hoàn toàn mới đang mở ra để cải thiện sự an toàn computer. Một khó khăn khác đối với Hệ thống thanh toán điện tử là ở chỗ còn có nhiều vấn đề pháp lý rắc rối cần được xử lý. Ví dụ, liệu bạn có thể ngừng thanh toán đối với một cuộc chuyển khoản điện tử theo cách bạn có thể làm với séc? Ai phải chịu trách nhiệm nếu, một người nào đó nắm được số mã bí mật của bạn và rút vốn từ tài khoản của bạn một cách bất hợp pháp?

Kết luận rút ra từ cuộc luận này có lẽ là chúng ta đang đi tới một hệ thống thanh toán trong đó việc sử dụng giấy tờ sẽ giảm thiểu, tuy rằng việc phát triển các dạng mới của tiền điện tử (electronic money) có thể là một quá trình từng bước do có những trở ngại, ví dụ sự đảm bảo an toàn đầy đủ.

ĐO LƯỢNG TIỀN

Định nghĩa tiền là bất cứ cái gì được chấp nhận chung trong việc thanh toán cho hàng hóa và dịch vụ cho ta thấy rằng tiền được định nghĩa theo thái độ của mọi người.

Cái khiến một tài sản được coi là tiền là ở chỗ mọi người tin nó sẽ được những người khác chấp nhận khi thực hiện thanh toán. Như chúng ta đã thấy, nhiều tài sản khác nhau đã đóng vai trò này qua nhiều thế kỷ, kể từ vàng đến tiền giấy rồi đến tài khoản séc. Vì lý do đó, định nghĩa có tính chất thái độ không cho chúng ta biết chính xác những tài sản nào phải được coi là tiền trong nền kinh tế của chúng ta.

Để đo lường tiền, chúng ta cần một định nghĩa chính xác để chúng ta biết một cách đúng đắn những tài sản nào phải được bao gồm. Có hai cách để nhận được một định nghĩa chính xác về tiền: phương pháp lý thuyết và phương pháp kinh nghiệm.

Những định nghĩa lý thuyết và kinh nghiệm về tiền

Phương pháp lý thuyết định nghĩa tiền bằng cách dùng lý thuyết kinh tế để quyết định xem những thứ gì trong số các tài sản phải được đưa vào phạm vi đo lường tiền.

Như chúng ta đã thấy, đặc điểm then chốt của tiền là ở chỗ nó được dùng làm một phương tiện trao đổi. Do đó, phương pháp lý thuyết tập trung vào phương tiện này và đề nghị rằng chỉ những tài sản nào rõ ràng tác dụng như một phương tiện trao đổi mới nằm trong việc đo lường tiền cung ứng. Tiền mặt, các món tiền gửi tài khoản séc và séc du lịch đều có thể được dùng để thanh toán cho hàng

hóa, dịch vụ và rõ ràng có tác dụng làm phương tiện trao đổi. Phương pháp lý thuyết đề nghị rằng việc đo lường tiền cung ứng chỉ phải kể các thứ tài sản này mà thôi.

Đáng tiếc là, phương pháp lý thuyết không rõ ràng dứt khoát như chúng ta muốn. Những thứ tài sản khác ngoài những thứ kể ở trên tác dụng phần nào giống như phương tiện trao đổi nhưng không hoàn toàn "lỏng" như tiền mặt và các món tiền gửi tài khoản séc. Ví dụ khách hàng của hãng môi giới có thể viết các séc ứng với những nghiệm ngặt đối với những đặc quyền viết séc - ví dụ một món tối thiểu mà bạn có thể viết séc - không rõ liệu những tài khoản này có thực sự tác dụng như một phương tiện trao đổi hay không). Tương tự, có những tài sản khác (tài khoản tiết kiệm ở ngân hàng), chúng có thể được chuyển nhanh chóng thành tiền mặt không phải chịu một phí tổn nhỏ nào.

Sự không rõ nghĩa cố hữu trong phương pháp lý thuyết để xác định những tài sản nào phải được kể tới khi đo lường tiền đã khiến nhiều nhà kinh tế đưa ra đề nghị rằng tiền phải được định nghĩa theo phương pháp thiên nhiều về kinh nghiệm hơn ; tức là những quyết định về việc cái gì thì gọi là tiền phải được dựa trên cơ sở là phép đo lường tiền nào tác dụng tốt nhất trong việc dự báo các diễn biến của những biến số mà tiền có tác dụng giải thích. Ví dụ chúng ta phải xem phép đo lường tiền nào giúp thực hiện được tốt nhất việc dự báo tỉ lệ lạm phát hoặc chu trình kinh doanh và sau đó chọn nó làm phép đo ưu tiên để đo lường tiền cung ứng. Rất tiếc, các bằng chứng kinh nghiệm về phép đo lường tiền nào tác dụng tốt nhất lại cũng không dứt khoát : một phép đo giúp dự báo được tốt trong một thời kỳ có thể không là phép đo giúp dự báo tốt trong một thời kỳ khác ; và một phép đo để dự báo lạm phát có thể không phải là phép đo tốt nhất để dự báo chu trình kinh doanh.

Như bạn đã thấy ; không có phương pháp nào trong hai phương pháp chọn một định nghĩa chính xác của tiền lại là phương pháp hoàn toàn thỏa mãn. Phương pháp lý thuyết thì không đủ rõ ràng để cho chúng ta biết những tài sản nào phải được đưa vào hay loại trừ trong 1 phép đo lường tiền thích hợp. Phương pháp kinh nghiệm cũng gặp những khó khăn vì chứng cứ cho việc phép đo nào là phép đo tiền được ưu tiên không phải là chứng cứ rõ rệt, và ngay cả nếu chứng cứ là rõ rệt, chúng ta cũng không thể chắc chắn rằng một phép đo đã tác dụng tốt trong quá khứ lại tác dụng tốt trong tương lai. Sự không rõ rệt về việc tiền nói chính xác ra là cái gì không phải là trạng thái thỏa mãn trong công việc, bởi vì những nhà vạch chính sách, là người chịu trách nhiệm điều hành nền kinh tế, cần biết một cách chính xác xem các thành phần của lượng tiền cung ứng là gì nếu họ hướng dẫn chính sách bằng cố gắng điều chỉnh nó.

Tổng lượng tiền của Dự trữ Liên bang

Hệ thống Dự trữ Liên bang (còn gọi là **Fed**), cơ quan có thẩm quyền trung ương về hoạt động ngân hàng, chịu trách nhiệm về chính sách tiền tệ ở Mỹ đã chỉ đạo nhiều cuộc nghiên cứu đối với việc làm thế nào để định nghĩa tiền một cách tốt nhất. Vấn đề định nghĩa tiền đã trở nên có tính chất đặc biệt quyết định bởi lẽ việc đổi mới tài chính ráo riết đã tạo ra những tài sản kiểu mới hoàn toàn có thể đưa vào một cách đo lường tiền. Từ năm 1980, Fed đã thay đổi các định nghĩa của mình về tiền một vài lần và đã dùng những phép đo lường tiền cung ứng sau đây, những phép đo này cũng được gọi là **tổng lượng tiền** (monetary aggregates) cho trong Bảng 2.2 (Những tài sản được liệt kê trong Bảng 2.2 sẽ được mô tả kỹ hơn ở Chương 3).

Định nghĩa hẹp về tiền mà Fed báo cáo, là M_1 tương ứng với định nghĩa đề ra theo phương pháp lý thuyết và bao gồm tiền mặt, các tiền gửi tài khoản séc, và séc du lịch. Những tài sản này rõ ràng là tiền vì chúng có thể trực tiếp dùng làm phương tiện trao đổi. Tới giữa những năm 1970 chỉ các ngân hàng thương mại mới được phép thiết lập các tài khoản séc và những ngân hàng này không được phép thanh toán bất cứ khoản lãi nào cho những tài khoản này. Với sự đổi mới tài chính xuất hiện (được thảo luận kỹ ở Chương 13), các qui chế đã thay đổi do đó các loại ngân hàng khác như công ty tiết kiệm và cho vay, ngân hàng tiết kiệm tương trợ và liên hiệp tín dụng cũng có thể đưa ra những tài khoản séc. Ngoài ra, các tổ chức ngân hàng có thể đưa ra những kiểu gửi khác có thể phát séc được như tài khoản NOW (lệnh rút tiền có thể chuyển nhượng), tài khoản NOW cao cấp (super - NOW account), và tài khoản ATS (automatic transfer from saving account - tài khoản loại tự động chuyển khoản từ tài khoản tiết kiệm), những loại tài khoản này có thanh toán lãi cho số dư. Bảng 2.2 liệt kê các tài sản thuộc những phép đo tổng lượng tiền ; tiền gửi không kỳ hạn (tài khoản séc không có lãi) và các tiền gửi có thể phát séc khác đều được đưa vào M_1 .

Tổng lượng tiền M_2 cộng thêm vào M_1 những tài sản khác có đặc điểm viết séc (tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ và cổ phần quỹ tương trợ thị trường tiền tệ) và những tài sản khác (tiền gửi có kỳ hạn loại nhỏ, tiền gửi tiết kiệm, hợp đồng mua lại qua đêm và đôla Âu châu qua đêm ; những loại tài sản này đặc biệt "lỏng" vì chúng có thể được chuyển thành tiền mặt một cách nhanh chóng với phí tổn rất thấp.

Tổng lượng tiền M_3 thêm vào M_2 những loại tài sản hơi kém lỏng ví dụ như tiền gửi có kỳ hạn loại lớn, hợp đồng mua lại dài hạn, đôla châu Âu có kỳ hạn, và cổ phần quỹ tương trợ thị trường tiền tệ có tổ chức.

Phép đo cuối cùng, L , thực sự là một phép đo lường tiền mà đúng hơn là một phép đo những tài sản độ "lông" cao và thêm vào M_3 một vài kiểu chứng khoán chủ yếu là những trái khoán có mức "lông" cao như những chứng khoán kho bạc ngắn hạn, thương phiếu, trái khoán tiết kiệm và hối phiếu được ngân hàng chấp nhận.

Bảng 2.2. Các phép đo tổng lượng tiền : tháng 12/1990

	Tỉ đôla
$M_1 =$	
Tiền mặt	249,6
+ Séc - du lịch	7,8
+ Tiền gửi không kỳ hạn	289,9
+ Tiền gửi khác ở dạng có thể phát séc	297,0
Tổng cộng = M_1	844,3
$M_2 =$	
M_1	
+ Tiền gửi có kỳ hạn, lượng nhỏ	1164,1
+ Tiền gửi tiết kiệm	407,3
+ Tài khoản gửi thị trường tiền tệ	501,3
+ Cổ phần quỹ tương trợ thị trường tiền tệ (không có tính chất tổ chức)	347,8
+ Hợp đồng mua lại qua đêm	54,2
+ Đôla Âu châu qua đêm	19,4
+ Điều chỉnh hợp nhất cho đúng *	-0,1
Tổng cộng $M_2 =$	3344,3
$M_3 =$	
M_2	
+ Tiền gửi có kỳ hạn, lượng lớn	506,3
+ Cổ phần quỹ tương trợ thị trường tiền tệ (có tổ chức)	127,0

Bảng 2.2 (tiếp theo)

	Tỉ đôla
+ Hợp đồng mua lại, dài hạn	89,7
+ Đôla Âu châu có kỳ hạn	72,7
+ Điều chỉnh hợp nhất cho đúng *	-13,7
Tổng cộng = M_3	4126,3
$L =$	
M_3	
+ Chứng khoán kho bạc ngắn hạn	355,3
+ Thương phiếu	349,2
+ Trái khoán tiết kiệm	125,0
+ Hối phiếu nhận thanh toán ở ngân hàng	34,5
Tổng cộng = L	4990,3

Nguồn TL : board of Governors of the Federal Reserve System, "Money Stock Revisions" February 1991. mimeo.

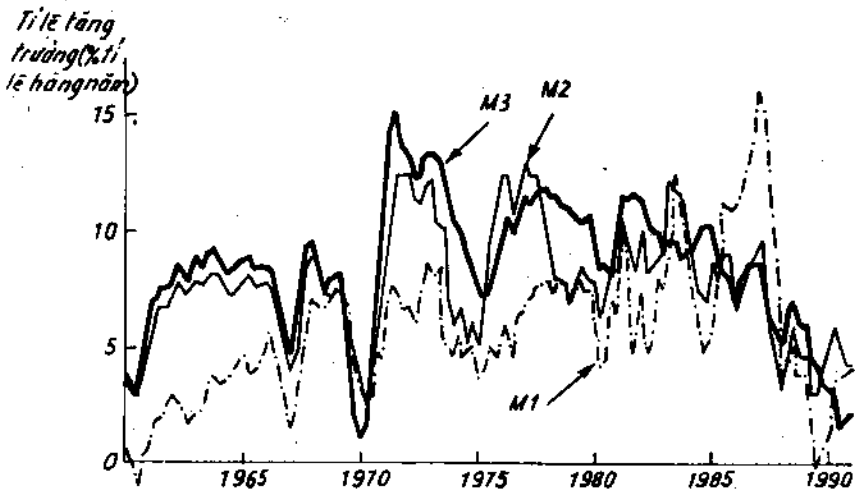
* Một hình thức điều chỉnh lại cho đúng để tránh tính lặp. Ví dụ, điều chỉnh hợp nhất M_3 trừ các hợp đồng mua lại ngắn hạn và các Eurodollars do quy tương tự trên thị trường tiền nắm giữ (chúng đã được đưa vào các số dư của quy tương trợ trên thị trường tiền tệ).

Do chúng ta không thể chắc chắn tổng lượng tiền nào trong số các tổng lượng tiền sát nhất với một phép đo lường tiền đúng sự thực, nên hợp lý nhất là tự hỏi diễn biến của chúng có song song gần gũi với nhau không. Nếu có, thì khi dùng một tổng lượng tiền để hướng dẫn chính sách cũng sẽ tương tự như dùng một tổng lượng tiền khác, và thực tế việc chúng ta không chắc chắn về một định nghĩa tiền thích hợp (đối với một quyết định chính sách đã cho) cũng không phải là giá quá đắt. Mặt khác, nếu các tổng lượng tiền không đi cùng với nhau, thì những gì mà một tổng lượng tiền bảo cho chúng ta, đang xảy ra đối với "tiền" có thể hoàn toàn khác với những gì một tổng lượng tiền khác sẽ bảo cho chúng ta. Những "câu chuyện" mâu thuẫn có thể cho thấy một hình ảnh lộn xộn gây khó khăn cho những nhà vạch chính sách quyết định một chương trình hành động đúng đắn.

Hình 2.1 vẽ tỉ lệ tăng trưởng M_1 , M_2 và M_3 trong suốt thời kỳ 1960 - 1990. Tỉ lệ tăng trưởng của 3 tổng lượng tiền này có xu hướng đi cùng nhau ; thời điểm tăng hay giảm của chúng gần tương tự, và tất cả chúng cho thấy một tỉ lệ tăng

trường cao hơn (trị số trung bình) trong những năm 1970 so với trong những năm 1960 và có một sự rút giảm trong những năm cuối của thập kỷ 80.

Tuy nhiên, có một số khác nhau rõ rệt trong chuyển động của 3 tổng này. Theo M_1 , tỉ lệ tăng trưởng tiền đã không gia tốc từ năm 1968, khi nó ở vào khoảng từ 6 đến 7%, cho tới năm 1971, khi nó ở một mức tương tự. Cũng ở thời kỳ đó, phép đo M_2 và M_3 nói lên một điều khác, chúng cho thấy một sự gia tốc rõ nét từ phạm vi 8 - 10% đến phạm vi 12 - 15%. Tương tự, trong khi tỉ lệ tăng trưởng của M_1 tăng thực sự từ 1971 đến 1987, tỉ lệ tăng trưởng của M_2 và M_3 trong cùng giai đoạn này, có xu hướng đi xuống. Ở phạm vi này, những phép đo lượng tiền khác nhau nói lên những điều khác nhau về tiến trình của chính sách tiền tệ từ những năm 1970 đến những năm 1980.



Hình 2.1 Tỉ lệ tăng trưởng của 3 tổng lượng tiền : 1960 - 1990.

Từ những số liệu trên Hình 2.1, bạn có thể thấy rằng việc có được một định nghĩa tiền đúng đắn, chính xác và duy nhất là điều quan trọng và có sự khác biệt khi những nhà vạch chính sách và những nhà kinh tế chọn tổng lượng tiền nào làm mức đo lượng tiền thực.

Tiền được coi như một tổng số có tỷ trọng

Những phép đo lượng tiền cung ứng liệt kê trong Bảng 2.2 tạo ra một quyết định tương phản về việc có coi một loại tài sản là tiền bằng cách gộp nó vào một cách toàn bộ luôn rõ rệt dứt khoát đến như vậy. Do chỗ là tất cả các loại tài sản đều có "tính chất tiền" ở một mức nào đấy, nghĩa là, mức "lòng" nào đấy, chúng ta

có thể nói rằng một phần nào đó của một loại tài sản bất kỳ tác dụng như tiền, ví dụ một cổ phần trong một quỹ thị trường tiền tệ mà với nó bạn có thể phát séc với một vài sự hạn chế, cổ phần này có thể được xem là 60% giống tiền, trong khi tiền gửi tài khoản tiết kiệm được xem là 40% giống tiền. Sau đó bạn có thể định nghĩa lượng tiền cung ứng gồm không chỉ những khoản mục trong M_1 , mà còn 60% của vốn cổ phần quỹ thị trường tiền tệ và 40% tiền gửi tiết kiệm :

$$M_1 + 0,6 (\text{cổ phần quỹ thị trường tiền}) + 0,4 (\text{tiền gửi tiết kiệm})$$

Một phép đo lượng tiền cung ứng theo phương pháp trên được gọi là tổng lượng tiền có tỷ trọng (weighted monetary aggregate) bởi vì mỗi loại tài sản có một tỉ lệ số lượng khác nhau (ví dụ, 1 cho M_1 , 0,6 cho cổ phần quỹ thị trường tiền tệ, và 0,4 cho tiền gửi tiết kiệm) khi cộng lại với nhau.

Nghiên cứu của Fed về vấn đề này đã cho ra những phép đo lượng tiền được xem như để dự báo lạm phát và chu trình kinh doanh hơi tốt hơn so với những phép đo qui ước hơn. Các tổng lượng tiền được lập ra theo phương pháp này sẽ thành công như thế nào trong tương lai, chỉ có thời gian mới trả lời được câu hỏi này.

SỐ LIỆU TIỀN ĐÁNG TIN CẬY NHƯ THẾ NÀO ?

Những khó khăn của việc đo lường tiền tăng lên không riêng vì khó quyết định xem định nghĩa chính xác của tiền là gì mà còn do Fed thường thường sửa đổi lại những số liệu ước tính có trị số thấp lập từ sớm hơn của tổng lượng tiền trên cơ sở tổng số lớn hơn có được về sau. Có hai lý do vì sao Fed sửa đổi lại số liệu của mình. Thứ nhất là do những tổ chức nhỏ nhận tiền gửi chỉ cần báo cáo những tổng số tiền gửi của họ một cách không thường xuyên. Fed buộc phải ước tính những tổng số này cho đến khi những tổ chức nhỏ nhận tiền gửi cung cấp những con số thực vào một ngày nào đó trong tương lai. Thứ hai là việc chỉnh lại những số liệu cho đúng đối với một biến thiên theo mùa được thực hiện một cách chu đáo do có thêm nhiều số liệu. Để xem vì sao điều này xảy ra, chúng ta hãy xét một ví dụ về sự biến thiên theo mùa của số liệu tiền vào mùa Giáng sinh. Tổng lượng tiền luôn tăng vào mùa Giáng sinh do việc chi tiêu đã tăng lên trong dịp nghỉ ; mức tăng là lớn hơn trong một số năm so với trong một số năm khác. Điều này nghĩa là yếu tố chỉnh lại số liệu cho sự biến đổi theo mùa do Giáng sinh tạo ra phải được ước tính theo một vài năm số liệu, và những số liệu ước tính theo yếu tố mùa này trở nên chính xác hơn chỉ khi có thêm được nhiều số liệu. Khi số liệu về các tổng lượng tiền được sửa đổi lại, thường có nghĩa là những hiệu chỉnh theo mùa thay đổi một cách sâu sắc với tính toán ban đầu.

Bảng 2.3 cho thấy việc sửa đổi lại số liệu có vấn đề là việc nghiêm trọng như thế nào. Nó cung cấp những tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ hàng tháng được tính từ số ước tính ban đầu của tổng lượng tiền M_1 , cùng với những tỉ lệ tăng trưởng tiền được tính toán sau một sửa đổi lại quan trọng những con số M_2 được công bố vào

tháng 2/1991. Như bảng cho thấy, trong khoảng 1 tháng số liệu ban đầu đối chiếu với số liệu sửa đổi lại có thể cho một bức tranh khác về cái gì đang xảy ra đối với chính sách tiền tệ. Ví dụ, đối với tháng 5/1990, số liệu ban đầu chỉ ra rằng tỉ lệ tăng trưởng của M_2 hàng năm là - 2,9%, trong khi số liệu sửa đổi lại chỉ ra một tỉ lệ tăng trưởng cao hơn là 1,1%.

Một đặc trưng nổi bật thể hiện ở Bảng 2.3 là ở chỗ những khác biệt giữa dãy M_2 ban đầu và dãy M_2 sửa đổi lại xu hướng mất đi. Bạn có thể thấy điều này khi nhìn vào hàng cuối của bảng, nó cho thấy tỉ lệ tăng trưởng trung bình của M_2 ở cả hai dãy và sự khác nhau trung bình giữa 2 dãy. Mức tăng trung bình của M_2 đối với tính toán ban đầu của M_2 là 2,9%, trong khi số liệu sửa đổi lại là 3,3%, một sự khác biệt chỉ có 0,4%. Kết luận mà chúng ta có thể đưa ra là số liệu ban đầu đối với tổng lượng tiền do Fed báo cáo là sự chỉ dẫn không tin cậy về cái gì đang xảy ra cho "các biến động ngắn" trong lượng tiền cung ứng, như tỉ lệ tăng trưởng một tháng. Mặt khác, số liệu tiền ban đầu có độ tin cậy vừa phải với những thời hạn dài hơn, ví dụ như một năm. *Tinh thần của câu chuyện chính là chúng ta có lẽ không cần phải chú ý đến những biến động ngắn hạn trong số lượng tiền cung ứng mà đúng hơn, là chỉ phải quan tâm đến những biến động dài hạn.*

Bảng 2.3. Tỉ lệ tăng trưởng của M_2 : dãy số liệu ban đầu và dãy sửa đổi lại
(tỉ lệ hàng năm được cộng vào, %)

Thời kỳ	Ban đầu	Xét duyệt lại	Khác biệt (xét duyệt lại - ban đầu)
Giêng 1990	4,0	3,9	- 0,1
II.1990	9,4	7,9	- 1,5
III.1990	5,1	5,4	0,3
IV.1990	2,3	3,8	1,5
V.1990	- 2,9	1,1	4,0
VI.1990	1,9	2,8	0,9
VII.1990	1,5	1,5	0,0
VIII.1990	6,7	5,1	- 1,6
IX.1990	5,7	4,5	- 1,2
X.1990	0,3	1,4	1,1
XI.1990	- 1,4	0,3	1,7
XII.1990	2,0	1,7	- 0,3
Trung bình	2,9	3,3	+ 0,4

TÓM TẮT

1. Với những nhà kinh tế, từ "tiền" có một ý nghĩa khác với từ "thu nhập" hoặc từ "của cải". Tiền là bất cứ thứ gì được chấp nhận chung khi thanh toán cho hàng hóa hay dịch vụ hoặc trong hoàn trả các món nợ.

2. Có 3 chức năng hàng đầu của tiền : (1) một phương tiện trao đổi ; (2) một đơn vị đánh giá và (3) nơi chứa giá trị. Tiền với tư cách là một phương tiện trao đổi, nó tránh được vấn đề "hai ý muốn trùng khớp" nảy sinh trong xã hội đối chác nhờ hạ thấp chi phí giao dịch và khuyến khích chuyên môn hóa và phân công lao động ; Tiền với tư cách là một phương tiện đánh giá, giảm được số lượng giá cần có trong nền kinh tế, nó cũng giảm chi phí giao dịch. Tiền cũng tác dụng với tư cách là một nơi chứa giá trị, nhưng đóng vai trò này một cách yếu ớt nếu nó đang mất giá nhanh chóng trong một cuộc lạm phát.

3. Hệ thống thanh toán đã tiến triển theo thời gian. Cho tới một một vài trăm năm trước đây, trong mọi xã hội, trừ xã hội quá sơ khai, hệ thống thanh toán đã dựa trên trước hết là những kim loại quý. Việc dùng đồng tiền giấy đã hạ thấp chi phí vận chuyển tiền.

Lợi ích to lớn tiếp nữa là việc dùng séc, séc đã giảm được chi phí giao dịch hơn nữa. Gần đây chúng ta đang đi tới một hệ thống thanh toán điện tử trong đó hệ thống giấy tờ được loại bỏ và giao dịch được xử lý bằng computer. Mặc dù tính chất có hiệu quả của một hệ thống như thế, cũng có những trở ngại đang làm chậm việc đi tới một xã hội không còn séc và làm chậm việc phát triển của dạng tiền điện tử mới.

4. Có hai phương pháp đo lường tiền tệ : lý thuyết và kinh nghiệm. Phương pháp lý thuyết định nghĩa lượng tiền cung ứng bằng cách dùng lập luận kinh tế, trái lại, phương pháp kinh nghiệm quyết định phép đo lường tiền nào là tốt nhất bằng cách xem xét phép đo nào dự tính được một cách tốt nhất việc lạm phát và những chu trình kinh doanh. Không phương pháp nào trong hai phương pháp này là hoàn toàn đầy đủ : phương pháp lý thuyết thì không đủ đặc trưng trong khi phương pháp kinh nghiệm gặp phải vấn đề khó khăn là : một phép đo giúp dự báo tốt trong một thời kỳ lại không nhất thiết tiếp tục như thế trong tương lai. Hệ thống Dự trữ Liên bang đã định nghĩa có 3 phép đo lường tiền cung ứng khác nhau M_1 , M_2 và M_3 ; và một phép đo tài sản "lỏng" là L. Các phép đo nay không tương đương nhau và phải luôn luôn đi kèm với nhau, do vậy chúng không thể được dùng để thay thế cho nhau bởi các nhà vạch chính sách. Việc có được định nghĩa chính xác, đúng đắn về tiền được coi như có ý nghĩa quan trọng và có liên quan đến việc chính sách tiền tệ sẽ được hướng dẫn như thế nào.

5. Một vấn đề khác trong việc đo lường tiền là ở chỗ số liệu không phải luôn luôn xác thực như chúng ta muốn. Nhưng sửa đổi lại rất cơ bản đã xảy ra, nó cho thấy rằng số liệu tiền được phát ra ban đầu không phải là một chỉ dẫn đáng tin cậy đối với những diễn biến ngắn hạn (ví dụ tháng này qua tháng sau) trong lượng tiền cung ứng, tuy thế chúng đáng tin cậy hơn qua những khoảng thời gian dài hơn, ví dụ như một năm.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Câu nào trong 3 câu sau đây sử dụng định nghĩa về "tiền" (money) của các nhà kinh tế :

a) "Bạn đã kiếm được bao nhiêu tiền tuần trước" ?

b) "Khi tôi đi tới cửa hàng, tôi luôn chắc chắn rằng tôi có đủ tiền".

c) "Lòng ham muốn tiền là gốc rễ của điều xấu".

* 2. Có 3 loại hàng hóa được ba cá nhân làm ra trong nền kinh tế :

Hàng :	Người sản xuất
Táo	Chủ vườn táo
Chuối	người trồng chuối
Sôcôla	người sản xuất sôcôla

Nếu người chủ vườn táo chỉ thích chuối, người trồng chuối chỉ thích sô-cô-la, và người sản xuất sô-cô-la chỉ thích táo, thì có hoạt động thương mại nào giữa 3 người này diễn ra trong xã hội đối chác hay không ? Việc đưa tiền vào nền kinh tế sẽ làm lợi cho ba nông gia này như thế nào ?

3. Tại sao người thương cổ không cần tiền ?

* 4. Tiền có phải là nơi chứa giá trị tốt hơn ở Mỹ vào những năm 1950 so với nó trong những năm 1970 hay không ? Nếu đúng thì vì sao, nếu không đúng thì vì sao ? Vào thời kỳ nào bạn sẽ có ý muốn giữ tiền hơn ?

5. Xếp những tài sản sau đây theo thứ tự "lông" nhất đến kém "lông" nhất.

- Món gửi tài khoản séc
- Nhà
- Tiền mặt

d) Máy giặt

e) Món gửi tiết kiệm

f) Cổ phiếu.

* 6. 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 ?

7. Ở Brazil, một nước đang trải qua một cuộc lạm phát nhanh, nhiều cuộc giao dịch đã được thực hiện theo đôla hơn là theo đồng cruzados - đồng tiền của nước này. Tại sao vậy ?

* 8. Giả sử một nhà nghiên cứu khám phá ra rằng một phép đo tổng số nợ trong nền kinh tế Mỹ mang lại khả năng tốt hơn để dự báo lạm phát và chu kỳ kinh doanh trong hai mươi lăm qua so với dùng M^1 , M^2 hoặc M^3 . Phải chăng khám phá này nghĩa là chúng ta phải định nghĩa tiền để làm ngang bằng tổng số nợ trong nền kinh tế ?

9. Tìm những số liệu M_1 , M_2 và M_3 trong Federal Reserve Bulletin trong một năm gần đây nhất. Tỷ lệ tăng trưởng của chúng có tương tự nhau không ? Tỷ lệ tăng trưởng của chúng đã có những quan hệ gì đối với việc hướng dẫn chính sách tiền tệ ?

* 10. Phép đo tổng lượng tiền nào trong số M_1 , M_2 hoặc M_3 của Dự trữ Liên bang gồm những tài sản "lông" nhất ? Phép đo nào là lông nhất ?

11. Trong một tổng lượng tiền có tỷ trọng, tài sản nào trong số những tài sản sau đây sẽ có thể nhận được tỷ trọng lớn nhất ?

- Tiền mặt

- b) Tiền gửi tiết kiệm
- c) Tài khoản NOW
- d) Trái khoán tiết kiệm Mỹ
- e) Nhà cửa
- f) Đồ đạc.

* 12. Vì sao việc sửa đổi lại tổng lượng tiền khi đo các biến đổi của lượng tiền cung ứng trong thời gian dài lại ít có vấn đề hơn so với việc sửa đổi tổng lượng tiền khi đo những biến đổi của lượng tiền cung ứng trong thời gian ngắn ?

13. Vì sao tại Ily Lạp cổ xưa vàng lại là

thứ dễ được chọn để dùng làm tiền hơn là rượu vang ?

* 14. Vì sao dân chúng ở Mỹ trong thế kỷ 19 đôi khi lại muốn được thanh toán bằng séc hơn bằng vàng, ngay cả khi họ biết rằng lúc đó có thể là séc bị trả về người ký vì trên tài khoản không còn dư có ?

15. Liệu bạn có từ bỏ quyển sổ séc của bạn và thay vào đó bạn dùng một hệ thống chuyển khoản điện tử nếu điều ấy là có thể ? Vì sao bạn làm thế và nếu bạn không làm thế thì vì sao ?

CHƯƠNG 3

Tổng quan về hệ thống tài chính

LỜI DẪN

Inez, nhà phát minh đã thiết kế một robot giá rẻ, robot này lau nhà (ngay cả lau cửa sổ), xếp vải và rửa ô tô, nhưng bà ta không có vốn để đưa phát minh kỳ diệu của mình vào sản xuất. Walter, người góa vợ có nhiều món tiết kiệm do ông ta và vợ đã tích lũy trong nhiều năm. Nếu chúng ta có thể ghép Inez và Walter với nhau để Walter có thể cung cấp vốn cho Inez, rồi sau đó robot của Inez sẽ ra đời và nền kinh tế sẽ tốt lên : chúng ta sẽ có những ngôi nhà được lau chùi, những xe hơi bóng loáng và nhiều vải đẹp.

Thị trường tài chính (thị trường trái khoán và cổ phiếu) và những trung gian tài chính ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ trợ cấp) có chức năng cơ bản là ghép những người như Inez và Walter lại với nhau bằng cách chuyển vốn từ những người có dư vốn (Walter) tới những người thiếu vốn (Inez). Một cách thực tế hơn, khi IBM phát minh ra một computer tốt hơn, hãng có thể cần vốn để đưa nó ra thị trường, hoặc một chính phủ địa phương có thể cần vốn để xây một con đường hay một trường học. Các thị trường tài chính và những trung gian tài chính hoạt động tốt là rất cần thiết để cải thiện đời sống kinh tế của chúng ta và đây là cốt lõi cho sức mạnh kinh tế của chúng ta.

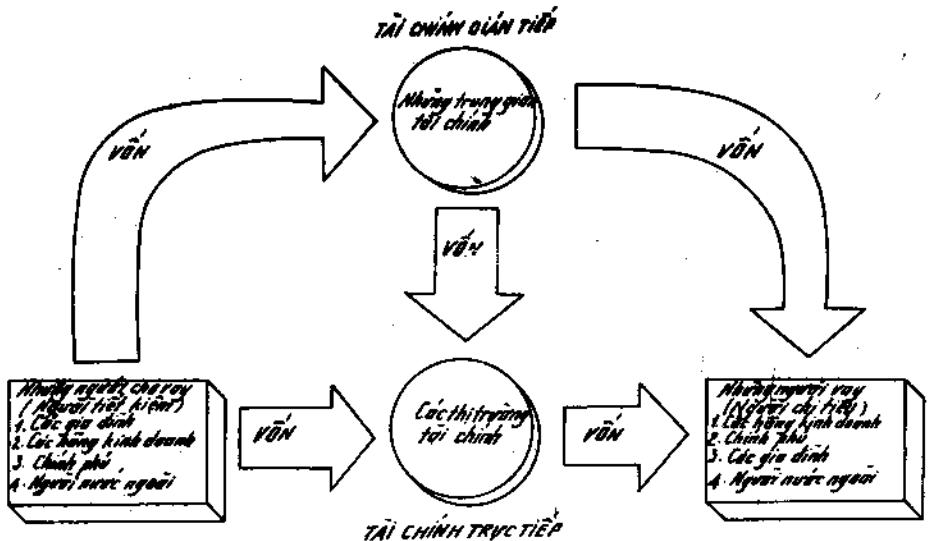
Để nghiên cứu những tác dụng của thị trường tài chính và trung gian tài chính đối với nền kinh tế, trước hết chúng ta phải có được một sự hiểu biết về cấu

trúc tổng thể và hoạt động của những đối tượng vừa nêu. Ở chương này, chương mở đầu để đi tới vấn đề về những người trung gian tài chính và những công cụ tài chính chủ yếu được mua bán trong thị trường tài chính. Ngoài ra, chúng ta sẽ bắt đầu nghiên cứu kỹ xem họ được điều hành như thế nào và vì sao lại như vậy.

Chương này được dự tính để mang lại một cái nhìn chung mở đầu cho những nghiên cứu đầy cuốn hút về thị trường tài chính và những tổ chức tài chính. Chúng ta sẽ quay lại nghiên cứu chi tiết hơn về việc điều hành, cấu trúc và những thay đổi của thị trường tài chính từ Chương 8 tới Chương 13.

CHỨC NĂNG CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Thị trường tài chính thực hiện chức năng kinh tế nòng cốt trong việc dẫn vốn từ những người đã để giành nhiều vốn, vì họ chi tiêu ít hơn thu nhập tới những người thiếu vốn vì họ muốn chi tiêu nhiều hơn thu nhập của họ. Chức năng này được trình bày ở dạng sơ đồ trên Hình 3.1. Những người đã tiết kiệm và đang cho vay vốn, người cho vay - người tiết kiệm, ở bên trái, và những người phải vay vốn để tài trợ chi tiêu của họ, người vay - người chi tiêu ở bên phải. Những người cho vay - tiết kiệm chủ yếu là những hộ gia đình, những các hãng kinh doanh và chính phủ (đặc biệt chính quyền bang và chính quyền địa phương) cũng như những người nước ngoài và các chính phủ của họ đôi khi cũng thấy bản thân họ thừa vốn và như vậy đưa chúng ra cho vay. Những người vay - người chi tiêu



Hình 3.1. Những dòng vốn đi qua hệ thống tài chính

quan trọng nhất là các hãng kinh doanh và chính phủ, nhưng các gia đình và người nước ngoài cũng vay để tài trợ cho việc mua xe hơi, đồ đạc và nhà cửa. Các mũi tên cho thấy rằng dòng vốn từ những người cho vay - người tiết kiệm đi tới những người vay - người chi tiêu qua hai con đường.

Trong tài chính trực tiếp (con đường ở phía dưới đáy Hình 3.1) những người đi vay vay vốn trực tiếp từ người cho vay trong các thị trường tài chính bằng cách bán cho họ những **chứng khoán** (cũng còn gọi những công cụ tài chính - financial instruments), những chứng khoán này là những trái quyền (quyền được hưởng) đối với thu nhập hoặc tài sản tương lai của người vay. Trong khi những chứng khoán là tài sản có đối với người mua chứng, chúng là **tài sản nợ** (một IOU hoặc nợ) đối với người hay hãng bán chứng (phát hành ra). Ví dụ, nếu General Motor cần vay vốn để tài trợ cho một nhà máy mới nhằm sản xuất loại xe hơi mới, hãng có thể phải vay vốn của người tiết kiệm bằng cách bán cho người này một **trái khoán**, tức là một chứng khoán trong đó hãng có lời hứa thanh toán một cách định kỳ trong một khoảng thời gian quyết định.

Vì sao việc dẫn vốn như thế này từ người tiết kiệm đến người chi tiêu lại quan trọng đến như vậy đối với nền kinh tế? Câu trả lời là những người có khoản tiết kiệm thường thường không phải cũng là người sẵn có cơ hội đầu tư sinh lợi. Trước hết chúng ta hãy suy nghĩ vấn đề này ở mức độ cá nhân. Giả sử bạn đã để giành được 1000 đôla năm nay, nhưng không có sự vay và cho vay bởi vì không có thị trường tài chính. Nếu bạn không có cơ hội đầu tư để qua đó bạn có thể thu nhập nhờ món tiết kiệm này, bạn chỉ còn cách giữ nguyên 1000 đôla và không có lãi. Mặt khác, Carl, người thợ mộc có cách dùng sinh lợi cho món 1000 đôla của bạn; anh ta có thể dùng nó để mua một dụng cụ mới giúp anh ta rút ngắn thời gian mà anh ta cần để xây một ngôi nhà, nhờ vậy kiếm thêm được 200 đôla mỗi năm. Nếu bạn có thể tiếp xúc được với Carl, rồi cho anh ta vay 1000 đôla của bạn với một món chi phí thuê tiền (tiền lãi) 100 đôla mỗi năm thì cả hai bạn sẽ khá hơn. Bạn có thể kiếm được 100 đôla/năm đối với 1000 đôla của bạn thay cho việc bạn không nhận được đồng nào, trong khi Carl sẽ kiếm thêm được 100 đôla/năm (món 200 đôla kiếm thêm mỗi năm từ 100 đôla tiền thuê vốn).

Nếu không có thị trường tài chính, bạn và Carl có thể chẳng bao giờ gặp nhau. Không có thị trường tài chính, sẽ có khó khăn trong việc chuyển vốn từ người không có cơ hội đầu tư tới người có; cả hai sẽ tồi tệ hơn.

Sự tồn tại của thị trường tài chính cũng là điều có lợi ngay cả khi một người vay cho một mục đích khác chứ không phải để tăng sản xuất trong một doanh nghiệp. Ví dụ, gần đây bạn đã lập gia đình, có một việc làm tốt, và muốn mua một ngôi nhà. Bạn có đồng lương khá, nhưng do bạn mới bắt đầu đi làm, bạn còn chưa dành dụm được nhiều. Qua thời gian dài bạn sẽ có thể tiết kiệm đủ để mua

ngôi nhà mà bạn mơ ước, nhưng lúc đó bạn già rồi, tóc bị hoa râm và sẽ không còn có được niềm vui trọn vẹn với ngôi nhà. Không có thị trường tài chính, bạn bị bối rối : Bạn không thể mua ngôi nhà và sẽ tiếp tục sống trong căn hộ nhỏ bé của bạn.

Nếu một thị trường tài chính được thiết lập sao cho những người đã để giành được những món tiết kiệm có thể cho bạn vay tiền để mua nhà, bạn sẽ vui lòng trả họ một khoản lãi để sở hữu ngôi nhà trong khi bạn hãy còn đủ trẻ để thích thú với ngôi nhà. Như thế, khi bạn đã tiết kiệm đủ vốn, bạn sẽ thanh toán trả món vay của bạn. Toàn bộ kết quả là bạn sẽ khá lên cũng như những người đã cho bạn vay tiền. Nay họ nhận được một khoản lãi, trái lại họ sẽ không có nếu thị trường tài chính không tồn tại.

Bây giờ chúng ta có thể thấy vì sao thị trường tài chính có một chức năng quan trọng đến thế trong nền kinh tế. Nó cho phép vốn chuyển từ những người không có cơ hội đầu tư sinh lợi tới những người có những cơ hội như thế. Làm việc này, thị trường tài chính đã giúp nâng cao năng suất và hiệu quả của toàn bộ nền kinh tế. Nó cũng trực tiếp cải thiện mức sống của người tiêu dùng bằng cách giúp họ chọn thời điểm cho việc mua sắm của họ tốt hơn. Nó cung cấp vốn cho những người trẻ tuổi mua cái họ cần và có thể cuối cùng có đủ khả năng thanh toán trả mà không buộc họ phải chờ cho đến khi họ tiết kiệm đủ món tiền để mua. Thị trường tài chính lúc đang hoạt động hữu hiệu sẽ cải thiện đời sống kinh tế của mỗi người trong xã hội.

CẤU TRÚC CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Đến đây chúng ta đã hiểu chức năng của thị trường tài chính, chúng ta sẽ nghiên cứu sâu hơn cấu trúc của nó. Tiếp theo là một vài phân loại khác nhau, mỗi phân loại minh họa những đặc điểm cốt lõi của thị trường này.

Thị trường nợ và thị trường vốn cổ phần

Có hai cách để một hãng hay một cá nhân có thể vay vốn trong một thị trường tài chính. Phương pháp chung nhất là đưa ra một công cụ vay nợ, ví dụ một trái khoán hay một món vay thế chấp, chúng là sự thỏa thuận có tính chất hợp đồng, trong đó người vay thanh toán cho người giữ công cụ một khoản đòla cố định trong những khoảng thời gian đều đặn (thanh toán lãi) cho tới một thời điểm qui định trước (ngày mãn hạn) là lúc đợt thanh toán cuối cùng được thực hiện. Kỳ hạn thanh toán của một công cụ nợ là thời gian (hạn kỳ) tính tới ngày kết thúc

của công cụ. Một công cụ vay nợ là **ngắn hạn** nếu kỳ hạn thanh toán của nó là 1 năm hay ít hơn và là **dài hạn** nếu hạn kỳ thanh toán của nó là 10 năm hoặc lâu hơn. Công cụ vay nợ có kỳ hạn thanh toán giữa 1 và 10 năm được gọi là **trung hạn**.

Phương pháp thứ 2 để vay vốn là phát hành những cổ phần ví dụ như cổ phiếu thường, chúng là những quyền được đòi chia phần trong thu nhập ròng (sau khi trừ chi phí và thuế) và tài sản của một hãng kinh doanh. Nếu bạn sở hữu một cổ phần trong một công ty đã phát hành 1 triệu cổ phần, thì bạn được quyền có 1 phần triệu của thu nhập ròng của công ty và 1 phần triệu tài sản của công ty. Cổ đông thường được thanh toán định kỳ (**lãi cổ phần**) và những cổ phần vốn đó được coi là những chứng khoán dài hạn vì chúng không có ngày mãn hạn.

Điều bất tiện chính của việc sở hữu những cổ phần vốn của một công ty khác với cho công ty vay một món nợ là ở chỗ một cổ đông là một người có quyền đòi hưởng sau cùng, tức là công ty phải thanh toán cho tất cả những chủ nợ trước khi thanh toán cho những cổ đông của công ty. Lợi ích của việc giữ các cổ phần vốn là ở chỗ cổ đông được hưởng lợi trực tiếp do lợi nhuận và hoặc do giá trị tài sản của công ty tăng lên vì các cổ phần vốn ban quyền chủ sở hữu cho những cổ đông. Những chủ nợ sẽ không chia phần các món lợi nhuận này vì các khoản thanh toán đũa của họ đã cố định. Chúng ta sẽ xem xét những thuận lợi và trở ngại của công cụ vay nợ so với công cụ cổ phần vốn một cách chi tiết hơn khi chúng ta tới Chương 8, chương này cung cấp một phân tích kinh tế về cấu trúc tài chính.

Tổng giá trị của cổ phần ở Mỹ nói chung đã dao động giữa một ngàn và năm ngàn tỉ đôla trong 20 năm qua, tùy theo giá cổ phần. Mặc dù một người trung lưu chú ý nhiều đến thị trường cổ phiếu hơn là bất kỳ thị trường tài chính nào khác, tâm cơ của thị trường vay nợ vượt xa tâm cơ thị trường cổ phiếu: Giá trị của các công cụ nợ (11,1 ngàn tỉ đôla vào cuối năm 1990) là gấp hơn 2 lần so với giá trị của cổ phần vốn (4,2 ngàn tỉ đôla vào cuối năm 1990).

Thị trường cấp một và thị trường cấp hai

Thị trường cấp một là một thị trường tài chính trong đó những phát hành mới của một chứng khoán như một trái khoán hoặc một cổ phiếu được người vay vốn như một công ty hay đại lý chính phủ bán cho người đầu tiên mua nó. **Thị trường cấp hai** là thị trường tài chính trong đó những chứng khoán đã được phát hành từ trước (nghĩa là đã qua mua bán) có thể được bán lại.

Thị trường cấp một của chứng khoán là loại thị trường mà công chúng không biết rõ bởi vì việc bán các chứng khoán cho người đầu tiên mua nó diễn ra trong

phòng kín. Sở giao dịch chứng khoán Mỹ và New York (The New York and American Stock Exchanges) trong đó những cổ phiếu đã phát hành từ trước được đem ra mua bán, là một ví dụ quen biết nhất về thị trường cấp hai, mặc dù những thị trường trái khoán (bond markets), trong đó những trái khoán do những công ty lớn và chính phủ phát hành từ trước được mua và bán, thực tế có khối lượng mua bán lớn hơn.

Những ví dụ khác của thị trường cấp hai là các thị trường hối đoái, thị trường tài chính kỳ hạn (futures markets) và thị trường chọn lựa. Khi một cá nhân mua một chứng khoán ở thị trường cấp hai thì cá nhân - người vừa bán nó nhận được tiền bán, nhưng công ty - người đã phát hành chứng khoán, không thu được tiền nữa. Một công ty thu được vốn mới chỉ khi những chứng khoán của nó được bán lần đầu tiên trong thị trường cấp một.

Thị trường cấp hai thực hiện hai chức năng: Thứ nhất, nó tạo dễ dàng để bán những công cụ tài chính này nhằm thu tiền mặt, tức là nó làm cho những công cụ tài chính này "lỏng" thêm. Tính "lỏng" thêm của những công cụ này khiến chúng được ưa chuộng hơn và như thế làm dễ dàng hơn cho công ty phát hành bán chúng ở thị trường cấp một. Thứ hai, thị trường cấp hai xác định giá của mỗi chứng khoán mà công ty phát hành bán ở thị trường cấp một. Những hãng mua các chứng khoán ở thị trường cấp một sẽ chi thanh toán cho công ty phát hành với giá mà họ cho rằng thị trường cấp hai sẽ chấp nhận cho chứng khoán này: Giá chứng khoán ở thị trường cấp hai càng cao thì giá mà một công ty phát hành sẽ nhận được cho các chứng khoán của mình ở thị trường cấp một sẽ càng cao và vì vậy, công ty phát hành nhận được tổng vốn đầu tư cao hơn. Những điều kiện trong thị trường cấp một do vậy là thích hợp nhất cho công ty phát hành các chứng khoán. Chính vì lý do này mà những cuốn sách tương tự sách này, khi nghiên cứu thị trường tài chính, tập trung vào phương thức diễn biến của các thị trường cấp hai hơn là các thị trường cấp một.

Các sở giao dịch và thị trường trao tay

Thị trường cấp hai có thể được tổ chức theo 2 cách. Thứ nhất là tổ chức ra các **sở giao dịch**, ở đó người mua và người bán (hoặc đại lý, môi giới của họ) gặp nhau tại một vị trí trung tâm để tiến hành buôn bán. Thị trường Giao dịch chứng khoán Mỹ và New York là nơi giành cho cổ phiếu và Phòng thương mại Chicago giành cho hàng hóa (lúa mì, ngô, bạc v.v...) là những ví dụ về giao dịch có tổ chức.

Một phương pháp khác để tổ chức một thị trường cấp hai là có một **thị trường trao tay** (Over the Counter Market), trong đó các nhà buôn tại các địa điểm khác nhau có một danh mục chứng khoán và đứng ra sẵn sàng mua và bán chứng khoán theo kiểu mua bán thẳng cho bất kỳ ai đến với họ và có ý định chấp

nhận giá của họ. Do những nhà buôn bán thẳng có tiếp xúc với nhau qua computer và biết các giá mà người này đặt ra cho người kia, thị trường theo kiểu này có tính cạnh tranh cao và không khác nhiều so với thị trường với trung tâm giao dịch có tổ chức nói trên.

Nhiều cổ phiếu được mua bán thẳng mặc dù những công ty lớn cho mua bán những cổ phần của họ ở các sở giao dịch chứng khoán có tổ chức như Thị trường chứng khoán New York. Mặt khác, Thị trường trái khoán chính phủ Mỹ, với một lượng mua bán lớn hơn ở New York, được lập ra theo phương thức thị trường trao tay. Khoảng 40 nhà buôn thiết lập ra một "thị trường" cho các chứng khoán này bằng cách đứng ra sẵn sàng mua và bán trái khoán của chính phủ Mỹ. Những thị trường trao tay khác gồm các thị trường mua bán giấy chứng gửi tiền có thể bán lại được, thị trường mua bán công trái liên bang, thị trường mua bán hối phiếu được ngân hàng chấp nhận, và thị trường ngoại hối.

Thị trường tiền tệ và thị trường vốn

Cách khác để phân biệt giữa các loại thị trường là dựa trên cơ sở kỳ hạn thanh toán của những chứng khoán được mua bán trên thị trường đó. **Thị trường tiền tệ** là một thị trường tài chính trong đó chỉ có những công cụ nợ ngắn hạn (kỳ hạn thanh toán dưới 1 năm) được mua bán, trong khi đó **thị trường vốn** là thị trường trong đó những công cụ vay nợ dài hạn hơn (kỳ hạn thanh toán lớn hơn 1 năm), và cổ phiếu được mua bán. Những chứng khoán của thị trường tiền tệ thường được mua bán rộng rãi hơn so với những chứng khoán dài hạn hơn và như vậy có xu hướng lỏng hơn. Ngoài ra, chúng ta sẽ thấy ở Chương 4, những chứng khoán ngắn hạn có dao động giá nhỏ hơn với các chứng khoán dài hạn khiến cho chúng là những khoản đầu tư an toàn hơn. Vì vậy, các công ty và các ngân hàng hiện nay dùng thị trường này để thu lãi từ vốn dư thừa mà họ mong đợi có được chỉ một cách nhất thời. Các chứng khoán ở thị trường vốn như những cổ phiếu và trái khoán dài hạn thường do những người trung gian tài chính, như là các công ty bảo hiểm và quỹ trợ cấp năm giữ; những trung gian tài chính này cũng có chút ít không chắc chắn về khoản vốn mà họ có thể có trong tương lai.

CHỨC NĂNG CỦA NHỮNG TRUNG GIAN TÀI CHÍNH

Hình 3.1 cho thấy, tiền vốn, có thể chuyển từ người cho vay tới người vay bằng con đường thứ 2, được gọi là tài chính gián tiếp bởi vì nó liên hệ đến một người ở giữa: Một trung gian tài chính đứng giữa người cho vay - người tiết kiệm và người vay - người chi tiêu và giúp chuyển vốn từ người này sang người kia. Một trung gian tài chính thực hiện điều này bằng cách vay vốn của người vay -

người tiết kiệm và sau đó, ngược lại, cho người đi vay - người chi tiêu vay vốn. Ví dụ, một ngân hàng có thể nhận được vốn bằng cách phát hành một tài sản nợ cho công chúng ở dạng những món gửi tiết kiệm và sau đó dùng vốn này để thu được một tài sản có qua việc cho General Motors vay hoặc qua việc mua một trái khoán do GM phát hành trên thị trường tài chính. Kết quả cuối cùng là vốn đã được chuyển từ công chúng (những người cho vay - những người tiết kiệm) tới GM (người vay - người chi tiêu) với sự giúp đỡ của trung gian tài chính này (ngân hàng).

Những trung gian tài chính không coi việc kinh doanh chuyển vốn từ người cho vay - người tiết kiệm sang người vay - người chi tiêu làm trò vui. Họ làm những việc này để trở nên giàu có. Bằng việc đặt một lãi suất cao hơn cho các món cho vay so với món lãi họ thanh toán cho vốn mà họ vay từ người cho vay - người tiết kiệm, những trung gian tài chính, như là những ngân hàng, thu được lợi nhuận. Như vậy, do hoạt động trong quá trình tài chính gián tiếp, được gọi là **sự trung gian tài chính**, những trung gian tài chính có thể làm lợi cho phần lớn những người có món tiết kiệm nhờ bằng việc đem lại cho họ thu nhập tiền lãi cao và có thể giúp những người vay các món tiền nhỏ, nay có thể vay được tiền vốn mà họ không có cách nào khác để có được. Những người vay các món tiền lớn cũng hưởng lợi bởi vì quá trình trung gian tài chính nghĩa là có được nhiều vốn hơn cho người vay trong thị trường tài chính. Không có trung gian tài chính, thị trường tài chính không thể có được lợi ích trọn vẹn.

Lý do vì sao những trung gian tài chính là cần thiết để có được lợi ích đầy đủ của thị trường tài chính là ở chỗ: Có những chi phí thông tin và chi phí giao dịch lớn trong nền kinh tế. Để những người cho vay nhận ra được những người muốn vay và để những người đi vay nhận ra được những người muốn cho vay là vấn đề đòi hỏi chi phí đắt tiền. Khi một người cho vay tìm ra được một người muốn vay, ông ta có thêm một khó khăn là phải chi phí thì giờ và tiền cho một cuộc kiểm tra tín nhiệm để biết được liệu người vay có thể hoàn trả vốn của ông ta không. Ngoài các chi phí thông tin này, quá trình thực tế cho vay hoặc mua một chứng khoán cần đến các chi phí giao dịch; trong trường hợp cho vay vốn, phải viết ra một hợp đồng vay thích hợp, còn trong trường hợp mua một chứng khoán, phải thanh toán cho người môi giới. Để xem vì sao các chi phí này đòi hỏi những trung gian tài chính đóng một vai trò quan yếu trong việc dẫn nguồn vốn từ người cho vay - người tiết kiệm đến người vay - người chi tiêu, chúng ta hãy xem xét một vài ví dụ.

Với tài chính trực tiếp, người vay và người cho vay luôn giao dịch trực tiếp với nhau, điều này có mặt tốt. Đối với một công ty quen biết, ví dụ Công ty Điện

thoại - Điện báo Mỹ (AT & T), công ty này để bán trái khoán trong một thị trường mở cho các công ty hoặc các cá nhân khác bởi vì ai cũng biết rằng AT & T là một công ty vững chắc. Nhưng điều gì xảy ra khi Carl, người thợ mộc cần vay để mua một công cụ làm tăng năng suất? Anh ta sẽ không thể bán trái khoán vì không người nào biết anh ta là ai và liệu anh ta có là một kẻ bội tín không? Như thế, trong một thế giới chỉ có tài chính trực tiếp, anh ta không thể vay tiền được.

Ngược lại, những người có những món tiết kiệm nhỏ lo ngại khi mua các chứng khoán bởi vì phải chi phí tốn kém để tập hợp thông tin cho việc mua loại nào thì tốt nhất. Chi phí giao dịch của việc mua chứng khoán cũng có thể rất cao đối với những người tiết kiệm có ít tiền vì chi phí giao dịch (trước hết là cho người môi giới) cho mỗi một cổ phần sẽ tỉ lệ nghịch với tổng số được mua. Do vậy, chỉ khi bạn có một món tiền vốn lớn để mua một số lượng lớn chứng khoán bạn mới có thể thu lợi do giảm được chi phí giao dịch.

Chi phí giao dịch của việc cho một cá nhân vay còn lớn hơn nữa: Ít người trong chúng ta có đủ kiến thức luật pháp để viết ra được một hợp đồng vay tiền chắc chắn, và thuê một luật sư để làm điều này thì rất tốn kém, khiến những người cho vay ít không có lợi gì. Như thế, nhiều người có vốn tiết kiệm nhỏ và những người vay những món nhỏ bị hạn chế ở tài chính trực tiếp, sẽ bị gạt ra ngoài thị trường này và sẽ không có khả năng chia sẻ những lợi ích lớn mà sự hiện hữu của các thị trường tài chính mang lại.

Chúng ta lại xem xét điều gì xảy ra khi những người trung gian tài chính đi vào hoạt động trong nền kinh tế. Với họ, nay những người có món để giành nhỏ có thể cung cấp vốn của họ cho thị trường tài chính bằng cách cho một trung gian có đủ tín nhiệm vay vốn, ví dụ Ngân hàng Honest John, ngân hàng này lại đem vốn này ra cho vay hoặc mua những chứng khoán như cổ phiếu và trái khoán. Những người trung gian tài chính đã kiếm được nhiều tiền hơn trong việc đầu tư của mình bởi vì họ là những người am hiểu đối với vấn đề cho ai vay (nhất là đối với những người đi vay nhỏ) hoặc mua những loại chứng khoán nào, và họ có thể thu được lợi về việc giảm chi phí giao dịch do họ mua những chứng khoán với số lượng lớn. Họ có thể đủ sức thanh toán lãi cho những người vay - những người tiết kiệm hoặc có thể cung cấp các dịch vụ quan trọng và tiếp tục thu lợi.

Sự thành công của các trung gian tài chính là hiển nhiên bởi lý do là hầu được người đầu tư các món tiết kiệm của mình với họ và cũng nhận được các món vay từ họ. Thực vậy, tuy rằng báo chí tập trung nhiều sự chú ý đối với thị trường chứng khoán, đặc biệt là thị trường cổ phiếu, những trung gian tài chính là một nguồn tài chính quan trọng hơn nhiều cho các công ty so với thị trường chứng khoán. Điều này là đúng sự thật không chỉ so với thị trường nước Mỹ mà cũng

còn đúng cho các nước công nghiệp khác. (Xem Bài đọc thêm 3.1). Chúng ta sẽ xem xét kỹ hơn vai trò của các trung gian tài chính trong nền kinh tế, xem vì sao họ lại quan trọng đến như vậy và họ hoạt động như thế nào, ở Chương 8 đến Chương 13.

BÀI ĐỌC THÊM 3.1

Toàn cảnh

Những trung gian tài chính quan trọng như thế nào đối với thị trường chứng khoán : Một sự so sánh quốc tế

Khuôn mẫu của việc tài trợ cho các công ty ở mỗi nước không như nhau, nhưng một yếu tố nòng cốt nổi lên. Việc nghiên cứu của các nước phát triển chủ yếu gồm Mỹ, Canada, Anh, Nhật, Ý, Đức và Pháp, cho thấy rằng khi những nhà kinh doanh đi tìm vốn để tài trợ cho những hoạt động của mình, họ thường có được những vốn này nhờ ở các trung gian tài chính. Không có gì ngạc nhiên, Mỹ và Canada, vốn có những thị trường chứng khoán phát triển nhất trên thế giới, vẫn sử dụng họ một cách mạnh mẽ nhất trong việc tài trợ cho các công ty.

Tuy nhiên ở Mỹ, vốn mà các công ty vay từ những trung gian tài chính hầu như gấp hai lần so với vốn nhận từ thị trường chứng khoán. Những nước ít sử dụng thị trường chứng khoán nhất là các nước Đức và Nhật. Ở 2 nước này vốn vay từ những trung gian tài chính hầu như gấp 10 lần so với nhận từ thị trường chứng khoán. Ở Nhật Bản, với điều lệ sửa đổi cho thị trường chứng khoán trong những năm gần đây, vốn mà các công ty vay từ những

người trung gian tài chính đã giảm tương đối so với vốn nhận từ thị trường chứng khoán.

Tuy những trung gian tài chính vẫn là người chế ngự thị trường chứng khoán ở mỗi nước, vai trò của thị trường trái khoán so với vai trò của thị trường cổ phiếu lại khác nhau nhiều ở mỗi nước. Ở Mỹ, thị trường trái khoán quan trọng hơn nhiều so với thị trường cổ phiếu trong việc tài trợ cho các công ty. Tính trung bình, tổng giá trị vốn thu được qua trái khoán gấp 10 lần vốn thu được nhờ sử dụng cổ phiếu. Mặt khác, những nước như Pháp, Italia, sử dụng thị trường cổ phiếu nhiều hơn là sử dụng thị trường trái khoán để thu nhận vốn. (Việc giải thích xem vì sao những người trung gian tài chính đóng một vai trò quan trọng hơn trong việc tài trợ cho các doanh nghiệp so với thị trường chứng khoán và xem các yếu tố nào ở mỗi quốc gia ảnh hưởng đến việc chọn lựa phương thức tài trợ bằng trái khoán và phương thức tài trợ cổ phiếu sẽ được thảo luận ở Chương 8).

NHỮNG TRUNG GIAN TÀI CHÍNH

Chúng ta đã nghiên cứu xem vì sao những trung gian tài chính giữ một vai trò quan trọng đến như thế trong nền kinh tế. Bây giờ, chúng ta nghiên cứu những trung gian tài chính chủ yếu và xem họ thực hiện chức năng trung gian như thế nào. Có 3 loại : (1) Các tổ chức nhận tiền gửi (các ngân hàng) ; (2) Các tổ chức nhận gửi tiết kiệm theo hợp đồng ; và (3) Những trung gian đầu tư. Bảng 3.1 cung cấp một chỉ dẫn cho việc thảo luận về những tài sản nợ (những nguồn tiền vốn) và tài sản có của họ (sử dụng tiền vốn). Tầm cỡ tương đối của những trung gian tài chính này ở Mỹ được nêu ở Bảng 3.2, bảng này liệt kê tổng số tài sản có của họ vào cuối những năm 1970, 1980 và 1990.

Các tổ chức nhận tiền gửi (các ngân hàng)

Các tổ chức nhận tiền gửi (để đơn giản, ta gọi là "các ngân hàng" trong suốt cuốn sách này) là những trung gian tài chính, họ nhận tiền gửi từ các cá nhân và các tổ chức và cho vay. Việc nghiên cứu tiền tệ và hoạt động ngân hàng tập trung sự chú ý đặc biệt vào nhóm những tổ chức tài chính này (nhóm gồm : Các ngân hàng thương mại, các hiệp hội tiết kiệm và cho vay, các ngân hàng tiết kiệm tương trợ và các liên hiệp tín dụng) vì họ liên quan đến việc tạo ra tiền gửi, thành phần quan trọng của lượng tiền cung ứng. Thái độ cư xử của họ giữ một vai trò quan trọng đối với vấn đề lượng tiền cung ứng được xác định như thế nào.

Bảng 3.1. Các tài sản có và tài sản nợ hàng đầu của những trung gian tài chính

Trung gian	Tài sản nợ hàng đầu (nguồn vốn)	Các tài sản có hàng đầu (sử dụng vốn)
<i>Các tổ chức nhận tiền gửi</i>		
Các ngân hàng thương mại	Tiền gửi	Cho vay kinh doanh và tiêu dùng, cho vay thế chấp, các chứng khoán chính phủ Mỹ và các trái khoán của địa phương
Các hiệp hội tiết kiệm và cho vay	Tiền gửi	Cho vay thế chấp
Các ngân hàng tiết kiệm tương trợ	Tiền gửi	Cho vay thế chấp
Các liên hiệp tín dụng	Tiền gửi	Cho vay tiêu dùng.

Tiếp Bảng 3.1

Trung gian	Tài sản nợ hàng đầu (nguồn vốn)	Các tài sản có hàng đầu (sử dụng vốn)
<i>Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng</i>		
Các công ty bảo hiểm sinh mạng	Phí bảo hiểm theo hợp đồng	Các trái khoán công ty và các khoản vay thế chấp
Các quỹ trợ cấp	Tiền đóng góp của chủ và người làm công	Các trái khoán và cổ phiếu công ty
Các công ty bảo hiểm cháy và tai nạn	Phí bảo hiểm theo hợp đồng	Các trái khoán của các địa phương, các trái khoán và cổ phiếu công ty, các chứng khoán chính phủ Mỹ
Trung gian	Các tài sản nợ hàng đầu (nguồn vốn)	Các tài sản có hàng đầu (sử dụng vốn)
<i>Những trung gian đầu tư</i>		
Các quỹ tương trợ	Các cổ phần	Các cổ phiếu và các trái khoán.
Các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ	Các cổ phần	Các công cụ thị trường tiền tệ
Các công ty tài chính	Các thương phiếu các cổ phiếu và các trái khoán	Các khoản cho vay tiêu dùng và kinh doanh

Bảng 3.2. Những trung gian tài chính chủ yếu

Loại trung gian tài chính	Giá trị tài sản có (tỷ đôla, cuối của năm)		
	1970	1980	1990
<i>Các tổ chức nhận tiền gửi</i> (Các ngân hàng)			
Các ngân hàng thương mại	517	1357	3356
Các công ty tiết kiệm & cho vay	171	614	1098
Các ngân hàng tiết kiệm tương trợ	79	170	264

Tiếp Bảng 3.2

Loại trung gian tài chính	Giá trị tài sản có (tỉ đôla, cuối của năm)		
	1970	1980	1990
Các liên hiệp tín dụng	18	67	215
<i>Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng</i>			
Các công ty bảo hiểm sinh mạng	201	464	1409
Các công ty bảo hiểm cháy và tai nạn	50	174	928
Các quỹ trợ cấp (tư nhân)	112	470	1169
Các quỹ hưu trí của chính quyền tiểu bang và địa phương	60	198	806
<i>Những trung gian đầu tư</i>			
Các công ty tài chính	64	202	574
Các quỹ tương trợ	47	62	609
Các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ	0	76	499

Các ngân hàng thương mại. Các trung gian tài chính này thu vốn trước hết bằng cách phát hành: Tiền gửi có thể phát séc được (là tiền gửi có thể viết séc được), các tiền gửi tiết kiệm (là các món gửi có thể được thanh toán ngay, nhưng không cho phép người gửi viết séc), và các tiền gửi có kỳ hạn (là các tiền gửi có kỳ hạn thanh toán định trước). Sau đó họ dùng các vốn này để thực hiện cho vay: cho vay thương mại, cho vay tiêu dùng, cho vay thế chấp và để mua: Các chứng khoán chính phủ Mỹ, các trái khoán của chính quyền địa phương. Có khoảng 12.000 ngân hàng thương mại ở Mỹ, và với tư cách một nhóm, họ là những trung gian tài chính lớn nhất và có một khối tài sản có dưới hình thức các chứng khoán rất đa dạng.

Các hiệp hội cho vay và tiết kiệm (S & L) Các nguồn vốn hàng đầu của các hiệp hội này là các tiền gửi tiết kiệm (thường còn gọi là các cổ phần), các tiền gửi có kỳ hạn, các tiền gửi phát séc được. Theo truyền thống, các tiền vốn thu được dùng để vay thế chấp. Những hiệp hội này là nhóm trung gian tài chính lớn hàng thứ 2 sau nhóm kể trên, gồm khoảng 2.500 hiệp hội. Trong những năm 1950 và 1960 các S & L phát triển nhanh hơn nhiều so với các ngân hàng thương mại, nhưng khi lãi suất tăng mạnh từ cuối những năm 1960 đến đầu những năm

1980, các S & L gặp phải những khó khăn làm chậm bớt đà phát triển của chúng lại. Do các khoản cho vay thế chấp là các khoản vay dài hạn, với kỳ hạn thanh toán nói chung hầu hết là 29 năm, nhiều trong số các hiệp hội hiện hữu đã được lập ra từ nhiều năm trước đây khi lãi suất ở mức thấp hơn rõ rệt. Khi lãi suất đã tăng lên, các hiệp hội cho vay và tiết kiệm thường nhận thấy rằng thu nhập từ những món cho vay thế chấp của họ đã thấp hơn chi phí để gom vốn một cách đáng kể: Nhiều trong số đó đã bắt đầu chịu thua lỗ lớn và nhiều hiệp hội đã phải ngừng kinh doanh.

Cho tới năm 1980, các hiệp hội cho vay và tiết kiệm đã bị giới hạn trong các khoản cho vay thế chấp và không được thiết lập các tài khoản séc. Các khó khăn của họ đã thúc đẩy Quốc hội đưa những điều khoản mới vào Bản xóa bỏ quy định đối với các tổ chức nhận gửi tiền và Đạo luật 1980 về kiểm soát tiền tệ cho phép các S & L phát hành các tài khoản séc, thực hiện các món cho vay tiêu dùng và thực hiện nhiều hoạt động trước đây chỉ giới hạn cho các ngân hàng thương mại. Đạo luật Garn-St Germain 1982 (The Garn-St Germain Act of 1982) đã mở rộng thêm các hoạt động được phép của các S & L. Cũng như các ngân hàng thương mại, ngày nay các S & L chịu những yêu cầu nộp tiền gửi tại Dự trữ Liên bang. Kết quả thực sự của các sửa đổi pháp lý này là xóa dần sự khác biệt giữa các S & L và các ngân hàng thương mại, và những trung gian tài chính này sẽ trở thành các đối thủ cạnh tranh lẫn nhau trong tương lai.

Các ngân hàng tiết kiệm tương trợ (Mutual Savings Banks). Các ngân hàng tiết kiệm tương trợ rất giống các S & L. Họ thu tiền vốn bằng cách nhận tiền gửi và dùng chúng trước hết là để cho vay thế chấp. Cấu trúc tổ chức công ty của họ hơi khác các S & L ở chỗ họ luôn được tổ chức như có sự "tương trợ", tức là họ hoạt động như một "hợp tác xã" trong đó những người sở hữu tiền gửi lại là các chủ sở hữu ngân hàng. Có khoảng 500 tổ chức như vậy, và đặt trụ sở tại Bang New York và New England. Giống như các S & L, cho tới 1980 họ vẫn còn bị giới hạn chỉ thực hiện các khoản cho vay thế chấp và đã trải qua những khó khăn tương tự khi lãi suất tăng cao từ cuối những năm 1960 tới đầu những năm 1980. Họ đã bị tác động một cách tương tự bởi đạo luật về các hoạt động ngân hàng năm 1980 và nay họ có thể phát hành các khoản gửi có thể phát séc và thực hiện các khoản cho vay khác hơn các khoản cho vay thế chấp.

Các liên hiệp tín dụng (Credit Unions). Số lượng các tổ chức tài chính này

có khoảng 15.000, đây là các tổ chức cho vay rất nhỏ có tính chất hợp tác xã được tổ chức xung quanh một nhóm xã hội đặc biệt : Các thành viên của một liên hiệp là các người làm công của một công ty nào đó, v.v... Họ thu nhận vốn từ các khoản tiền gửi và trước hết là thực hiện các khoản cho vay. Với đạo luật ban hành về hoạt động ngân hàng năm 1980, các liên hiệp tín dụng cũng được phép phát hành các khoản gửi có thể phát séc và có thể thực hiện các khoản cho vay thế chấp phụ thêm cho các khoản cho vay tiêu dùng.

Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng

Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng, như là các công ty bảo hiểm và các quỹ tương trợ là những trung gian tài chính ; họ thu nhận vốn một cách định kỳ trên cơ sở hợp đồng. Do họ có thể dự tính một cách đủ chính xác là họ sẽ phải thanh toán hết bao nhiêu trong các năm tới, họ không phải lo lắng nhiều như các tổ chức gửi tiền về việc hụt vốn. Do vậy, tính chất lỏng của các tài sản có không được coi là quan trọng đối với họ như là đối với các tổ chức gửi tiền, và họ có xu hướng muốn đầu tư vốn của họ trước hết vào các chứng khoán dài hạn như các trái khoán công ty, các cổ phần và các khoản cho vay thế chấp.

Các công ty bảo hiểm sinh mạng. Các công ty bảo hiểm sinh mạng bảo đảm cho dân chúng để phòng các rủi ro về tài chính sau một cái chết và bán các trợ cấp hàng năm (thanh toán thu nhập hàng năm cho người hưu trí). Họ thu nhận vốn nhờ các phí bảo hiểm mà dân chúng thanh toán để giữ các hợp đồng bảo hiểm có hiệu lực rồi dùng vốn thu được đó để chủ yếu là mua các trái khoán công ty và thế chấp. Họ cũng mua các cổ phiếu nhưng bị hạn chế về tổng số. Gần đây với hơn 1,4 ngàn tỉ đôla tài sản có, họ là tổ chức lớn nhất trong những tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng.

Các công ty bảo hiểm cháy và tai nạn. Các công ty này bảo hiểm cho những người đóng bảo hiểm của họ để phòng thiệt hại do mất trộm, cháy và tai nạn gây ra. Họ rất giống các công ty bảo hiểm sinh mạng trong việc nhận vốn nhờ phí bảo hiểm cho các hợp đồng bảo hiểm của họ, nhưng họ có nhiều khả năng bị mất vốn hơn nếu có nhiều tai họa xảy ra. Vì lý do này, họ dùng vốn của mình mua những tài sản có lỏng hơn so với những tài sản có mà công ty bảo hiểm sinh mạng mua. Tài sản có họ giữ nhiều nhất là các trái khoán địa phương cũng như trái khoán công ty, cổ phiếu và các chứng khoán chính phủ Mỹ.

Quỹ trợ cấp (tư nhân) và các quỹ hưu trí bang và địa phương. Các tổ chức tài chính này cung cấp thu nhập hưu trí dưới dạng các món trợ cấp hàng năm cho những người làm công thuộc phạm vi một chương trình trợ cấp. Vốn được nhận từ sự đóng góp của những người thuê nhân công hoặc của những người làm thuê nào có phương thức đóng góp trích ra từ séc trả lương một cách tự động hoặc là tình nguyện đóng góp. Tài sản có chủ yếu của quỹ trợ cấp là các trái khoán công ty và cổ phiếu. Chính phủ liên bang thúc đẩy mạnh mẽ việc thành lập các quỹ trợ cấp qua các điều luật đòi hỏi những chương trình trợ cấp và qua khuyến khích về thuế để khuyến khích việc đóng góp cho quỹ.

Những trung gian đầu tư

Nhóm những trung gian tài chính này bao gồm các công ty tài chính, các quỹ tương trợ và các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ.

Các công ty tài chính. Các công ty này nhận vốn bằng cách bán các thương phiếu và phát hành các cổ phiếu và trái khoán. Họ cho người tiêu dùng vay vốn này để mua sắm các thứ như đồ đạc, xe hơi và tu bổ nhà và cho các doanh nghiệp nhỏ. Một số công ty tài chính được các công ty mẹ tổ chức ra để giúp bán sản phẩm của họ, ví dụ, công ty tín dụng Ford Motor cho người tiêu dùng vay vốn để mua các xe do hãng của họ sản xuất.

Quỹ tương trợ. Những người trung gian tài chính này nhận vốn bằng cách bán các cổ phần do quỹ phát hành cho nhiều cá nhân rồi dùng tiền thu được để mua những cổ phiếu và trái khoán các loại. Quỹ tương trợ cho phép cổ đông tập trung các nguồn vốn của mình để có thể mua được những lô lớn các cổ phiếu hoặc trái khoán có chi phí giao dịch nhỏ. Ngoài ra, các quỹ tương trợ cho phép những cổ đông được giữ nhiều danh mục vốn đầu tư đa dạng hóa hơn là cách khác. Những cổ đông có thể bán (chúc) cổ phần vào bất cứ lúc nào, nhưng giá trị của những cổ phần này được xác định theo giá trị của những chứng khoán của quỹ tương trợ. Vì những biến động của giá này lớn, nên giá trị của những cổ phần của quỹ tương trợ cũng biến động nhiều, do đó việc đầu tư vào quỹ tương trợ có thể là một kinh doanh có rủi ro.

Các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ. Đây là những tổ chức tài chính tương đối mới, chúng có các đặc tính của quỹ tương trợ nói trên, nhưng cũng mở rộng phạm vi hoạt động như là một tổ chức gửi tiền bởi vì, thực tế, các quỹ này chào

mời một kiểu gửi tiền. Giống hầu hết các quỹ tương trợ, họ bán các cổ phần để thu vốn, sau đó vốn này dùng để mua các công cụ thị trường tiền tệ, những thứ này an toàn hơn và rất dễ chuyển đổi ra tiền mặt. Lợi nhuận do những tài sản có này mang lại, sau đó được đem thanh toán hết cho các cổ đông.

Một đặc điểm then chốt của các quỹ này là ở chỗ, các cổ đông có thể phát séc ứng với giá trị phần tài sản cổ phần của họ. Tuy vậy nói chung cũng có những hạn chế đối với việc sử dụng đặc quyền phát séc; séc thường không được phát với một tổng số nhỏ hơn mức tối thiểu đã định, ví dụ là 500 đôla, và phải có một món tiền quan trọng lúc đầu để mở một tài khoản. Thực ra, các cổ phần trong một quỹ tương trợ thị trường tiền tệ tác dụng giống tiền gửi tài khoản séc, nghĩa là có lãi, nhưng với một số hạn chế đối với đặc quyền phát séc. Các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ đã có một sự tăng trưởng khác thường kể từ 1971 khi chúng xuất hiện lần đầu. Tới 1990, tài sản có của các quỹ này lên đến gần 500 tỉ đôla.

CÁC CÔNG CỤ CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Để hiểu đầy đủ về việc làm cách nào thị trường tài chính thực hiện được vai trò quan trọng trong việc dẫn vốn từ những người cho vay - những người tiết kiệm tới những người vay - người chi tiêu, chúng ta cần nghiên cứu các loại chứng khoán được mua bán trong thị trường tài chính. Trước hết chúng ta tập trung vào những công cụ được mua bán trong thị trường tiền tệ và sau đó đến những công cụ được mua bán ở thị trường vốn.

Các công cụ của thị trường tiền tệ

Do có kỳ hạn thanh toán ngắn, những công cụ vay nợ được mua bán trong thị trường tiền tệ chịu mức dao động giá tối thiểu và do đó là loại đầu tư ít rủi ro nhất. Những loại công cụ chủ yếu ở thị trường tiền tệ được liệt kê ở Bảng 3.3 cùng với tổng số dư ở cuối những năm 1970, 1980 và 1990.

Tín phiếu kho bạc Mỹ. Những công cụ vay nợ ngắn hạn này của chính phủ Mỹ được phát hành với hạn kỳ thanh toán 3, 6 và 12 tháng. Chúng được thanh toán một khoản định sẵn khi đến kỳ hạn thanh toán và không có một khoảng lãi nào, nhưng thực tế, chúng được thanh toán lãi do việc bán lần đầu có giảm giá, tức là, với giá thấp hơn so với khoản tiền đã định được thanh toán khi hết hạn. Ví dụ, bạn có thể mua một tín phiếu kho bạc kỳ hạn 1 năm trong tháng 5/1992 với số tiền 9.000 đôla, tín phiếu này có thể được thanh toán 10.000 đôla vào tháng 5/1993.

Bảng 3.3. Những công cụ tài chính chủ yếu trong thị trường tiền tệ

Loại công cụ	Tổng số dư (tỉ đôla, cuối năm)		
	1970	1980	1990
Giấy chứng nhận tiền gửi bán lại được của ngân hàng (loại lớn)	65	317	543
Tín phiếu kho bạc Mỹ	81	216	527
Thương phiếu	33	122	557
Phiếu nhận thanh toán ở ngân hàng	7	42	52
Hợp đồng mua lại	3	57	144
Đôla châu Âu	2	55	92
Quy Liên bang	16	18	61

Tín phiếu kho bạc Mỹ là loại công cụ lỏng nhất trong tất cả các loại công cụ thị trường tiền tệ bởi vì chúng được mua bán ráo riết nhất. Chúng cũng là loại công cụ an toàn nhất trong tất cả các loại công cụ ở thị trường tiền tệ vì không có khả năng xảy ra sự vỡ nợ, tức là tình trạng trong đó bên phát hành công cụ vay nợ (trường hợp này là chính phủ liên bang) không có khả năng thực hiện việc thanh toán lãi hoặc thanh toán toàn bộ số tiền của người sở hữu khi công cụ đó đến kỳ hạn thanh toán. Chính phủ liên bang luôn đáp ứng được các món nợ phải trả vì chính phủ có thể tăng thuế hoặc phát hành giấy bạc để thanh toán hết nợ của mình. Tín phiếu kho bạc chủ yếu do các ngân hàng nắm giữ, tuy một lượng nhỏ do các gia đình, các công ty và những trung gian tài chính khác nắm giữ.

-Giấy chứng nhận tiền gửi bán lại được của ngân hàng. Một giấy chứng nhận tiền gửi (CD) là một công cụ vay nợ do ngân hàng bán cho người gửi tiền. Nó thanh toán lãi hàng năm theo một khoản đã định và khi đến kỳ hạn thanh toán, thì hoàn trả hết giá mua ban đầu. Trước 1961, CD là không thể bán lại được, tức là, chúng không thể được bán lại cho người khác và không thể được hoàn trả trước kỳ hạn nếu không chịu một khoản phạt đáng kể. Năm 1966, nhằm làm cho CD lỏng hơn và hấp dẫn những người đầu tư hơn, Citibank đã lần đầu phát hành CD bán lại được đối với những loại nhiều tiền (trên 100.000 đôla). Chúng có thể bán lại ở thị trường cấp hai. Hiện nay công cụ này được hầu hết các

ngân hàng thương mại lớn phát hành và thu được thành công to lớn, với tổng số dư gần đây vượt quá tổng số dư của tín phiếu kho bạc Mỹ. Chúng là nguồn vốn đặc biệt quan trọng mà những ngân hàng thương mại nhận từ những công ty, các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ, các tổ chức từ thiện và các cơ quan của chính phủ.

~ **Thương phiếu** Thương phiếu là công cụ vay nợ ngắn hạn do các ngân hàng lớn và các công ty nổi tiếng phát hành, ví dụ General Motor hoặc AT & T. Trước những năm 1960, các công ty thường vay vốn ngắn hạn ở các ngân hàng, nhưng sau đó họ dựa chủ yếu vào việc bán thương phiếu của họ cho các trung gian tài chính và các công ty khác để vay vốn tức thời ; tức là, họ đã thực hiện công việc tài chính trực tiếp. Sự tăng trưởng của thị trường thương phiếu rất là lớn lao : Tổng số dư của thương phiếu đã tăng hơn 1500% (từ 33 tỉ đôla lên 557 tỉ đôla) trong thời gian 1970 - 1990.

~ **Hối phiếu được ngân hàng chấp nhận.** Những công cụ thị trường tiền tệ này được lập ra trong quá trình mậu dịch quốc tế và đã được dùng từ hàng trăm năm nay. Một hối phiếu được ngân hàng chấp nhận là một hối phiếu ngân hàng (một sự hứa hẹn thanh toán tương tự một tấm séc) do một công ty phát hành, được thanh toán trong thời gian sắp tới và được ngân hàng bảo đảm với một khoản lệ phí bằng cách ngân hàng đóng dấu "đã chấp nhận" lên hối phiếu. Công ty phát hành công cụ đó phải gửi món tiền bắt buộc vào tài khoản của mình tại ngân hàng đủ để trả cho hối phiếu. Nếu công ty không làm được như vậy, thì sự bảo đảm của ngân hàng có nghĩa là ngân hàng buộc phải bồi thường số tiền của hối phiếu. Lợi ích cho công ty này là ở chỗ hối phiếu đó có thêm khả năng được chấp nhận khi mua hàng hóa ở nước ngoài vì nhà xuất khẩu ngoại quốc biết rằng ngay cả trường hợp công ty mua hàng hóa đã phá sản thì hối phiếu ngân hàng vẫn được thanh toán đủ.

Các hối phiếu "đã chấp nhận" này thường được bán lại ở thị trường thứ hai với sự giảm giá và như vậy, có tác dụng tương tự như tín phiếu kho bạc. Nói chung, những hối phiếu ngân hàng này được nhiều người trong số những người đã nắm giữ các tín phiếu kho bạc nắm giữ và tổng số dư cũng đã tăng trưởng đáng kể, tăng 600% (từ 7 tỉ đôla lên 52 tỉ đôla) từ 1970 tới 1990.

~ **Hợp đồng mua lại** (Repurchase Agreement - RP). Hợp đồng mua lại thực tế là những món vay ngắn hạn (thường với kỳ hạn thanh toán ít hơn 2 tuần lễ)

trong đó các tín phiếu kho bạc được dùng làm vật bảo đảm một tài sản có mà người cho vay nhận được nếu người đi vay không thanh toán được nợ. RP được tạo ra như sau : Một công ty lớn ví dụ General Motors, có thể có một số vốn nhàn rỗi trong tài khoản ngân hàng của nó, ví dụ 1 tỉ đôla, công ty muốn đem cho vay ngắn hạn. GM dùng 1 tỉ đôla này để mua các tín phiếu kho bạc ở một ngân hàng nào đồng ý sẽ mua lại chúng vào sáng hôm sau với một giá cao hơn một chút so với giá mà GM đã mua. Tác dụng của sự thỏa thuận này là ở chỗ GM cho ngân hàng vay 1 tỉ đôla và GM giữ số tín phiếu kho bạc 1 tỉ đôla của ngân hàng cho đến khi ngân hàng mua lại số tín phiếu này để thanh toán hết món nợ. RP hoàn toàn là một khám phá mới đây (1969) trong thị trường tài chính. Hợp đồng mua lại này là một nguồn vốn quan trọng đối với các ngân hàng (trên 140 tỉ đôla), và người cho vay quan trọng nhất ở thị trường này là các công ty lớn.

Quy liên bang. Đây là những món vay nợ ngắn hạn điển hình giữa các ngân hàng bằng những món tiền gửi của họ tại Dự trữ Liên bang. Được gọi với cái tên là "Quy liên bang" là có sự hơi lảm lẩn bởi vì các món cho vay này không phải là món của chính phủ liên bang hay cơ quan Dự trữ Liên bang cho vay mà do những ngân hàng này cho những ngân hàng kia vay. Một lý do khiến vì sao một ngân hàng có thể vay trong thị trường quy liên bang là khi ngân hàng đó thấy những món gửi mà nó có ở Fed không đạt đến tổng số theo qui định phải có. Khi ấy ngân hàng đó có thể vay những món gửi ở đây của những ngân hàng khác, những ngân hàng này chuyển các món gửi đó tới ngân hàng muốn vay bằng hệ thống chuyển khoản điện tử của Fed. Thị trường này rất nhạy cảm đối với những nhu cầu tín dụng của các ngân hàng khiến cho lãi suất đối với những món vay này, được gọi là **lãi suất quy liên bang**, là một phong vũ biểu để đo mức căng thẳng của thị trường tín dụng trong hệ thống hoạt động ngân hàng ; khi lãi suất cao, là các ngân hàng đang bị sức ép về vốn, còn khi lãi suất đó thấp, là nhu cầu tín dụng của các ngân hàng thấp.

Đôla châu Âu (Eurodollars). Những đồng đôla Mỹ được gửi tại các ngân hàng ngoại quốc ở bên ngoài nước Mỹ hoặc tại những chi nhánh ở ngoại quốc của những ngân hàng Mỹ, được gọi là **đôla châu Âu**. Các ngân hàng Mỹ có thể vay những món gửi này của những ngân hàng khác hoặc của các chi nhánh ở ngoại quốc thuộc sở hữu của họ khi họ cần vốn. Đôla châu Âu đã trở thành một nguồn vốn quan trọng đối với các ngân hàng (trên 90 tỉ đôla).

Thị trường tiền tệ đã trải qua những thay đổi lớn trong 30 năm qua, với những công cụ tài chính mới đã xuất hiện với tốc độ nhanh hơn nhiều so với những thời kỳ khác. Vì sao điều này đang diễn ra lâu nay sẽ là một vấn đề hấp dẫn mà chúng ta sẽ nghiên cứu ở Chương 13, tại đó chúng ta sẽ xem xét những động lực đang thúc đẩy nhịp điệu đổi mới nhanh chóng trong 30 năm trở lại đây.

Các công cụ ở thị trường vốn

Công cụ thị trường vốn là công cụ nợ và cổ phần với kỳ hạn thanh toán trên 1 năm. Chúng có dao động giá rộng hơn nhiều so với công cụ thị trường tiền tệ và được coi là những đầu tư thực sự có rủi ro. Những loại công cụ thị trường vốn chủ yếu được liệt kê trong Bảng 3.4 với tổng số dư vào cuối các năm 1970, 1980 và 1990.

Cổ phiếu. Cổ phiếu là trái quyền về vốn đối với thu nhập ròng và tài sản của một công ty. Giá trị của chúng trên 4 ngàn tỉ đôla vào cuối năm 1990 vượt quá giá trị của bất kỳ kiểu chứng khoán nào trong thị trường vốn. Tổng số phát hành cổ phiếu mới trong bất kỳ năm nào vừa qua cũng rất nhỏ, nhỏ hơn 1% giá trị tổng số tồn dư của những cổ phần. Các cá nhân giữ trên 60% giá trị của các cổ phiếu, phần còn lại do các quỹ trợ cấp, quỹ tương trợ và những công ty bảo hiểm nắm.

Vay thế chấp. Vay thế chấp là những món tiền cho các cá nhân hoặc các công ty kinh doanh vay để mua nhà, đất, hoặc những công trình kiến trúc thực khác, trong đó các công trình kiến trúc và đất được dùng làm vật thế chấp cho món vay. Thị trường vay thế chấp là thị trường nợ lớn nhất ở Mỹ, với tổng số dư của các món nợ thế chấp nhà ở (dùng để mua nhà ở) gấp hơn 3 lần tổng số dư của các món vay thế chấp thương mại và thế chấp nông trại. Những công ty tiết kiệm và cho vay và những ngân hàng tiết kiệm tương trợ đã là những người cho vay hàng đầu trong thị trường cho vay thế chấp nhà ở, tuy rằng các ngân hàng thương mại cũng đã bắt đầu đi vào thị trường này một cách mạnh mẽ hơn. Đa số những món cho vay thế chấp thương mại và nông trại do các ngân hàng thương mại và các công ty bảo hiểm thực hiện. Chính phủ liên bang đã đóng góp vai trò tích cực trong thị trường vay thế chấp thông qua 3 cơ quan chính phủ (FNMA - Hiệp hội vay thế chấp quốc gia liên bang, GNMA - Hiệp hội vay thế chấp quốc gia của chính phủ, FHLMC - Công ty vay thế chấp vay mua nhà của liên bang) những tổ chức này cung cấp vốn cho thị trường vay thế chấp bằng cách bán trái khoán và dùng tiền thu được để mua những món thế chấp.

Bảng 3.4. Những công cụ tài chính chủ yếu ở thị trường vốn : Tổng số dư.

Loại công cụ	Tổng số dư (tỉ đôla, cuối năm)		
	1970	1980	1990
Cổ phiếu công ty (giá trị thị trường)	906	1634	4165
Vay thế chấp nhà ở	355	1099	2924
Trái khoán công ty	167	366	987
Chứng khoán chính phủ Mỹ (có thể mua bán lâu dài)	160	407	1653
Trái khoán chính quyền bang và địa phương	146	279	640
Trái khoán các cơ quan thuộc chính phủ Mỹ	51	193	412
Vay thương mại ngân hàng	152	457	815
Vay người tiêu dùng	134	355	809
Vay thế chấp thương mại và nông trại	116	353	846

Nguồn tài liệu : Federal Reserve Flow of Funds accounts, Federal Reserve *Bulletin*, and *Banking and Monetary Statistics* 1941 - 1970.

Trái khoán công ty. Đây là loại trái khoán dài hạn do các công ty phát hành với mức tín dụng rất mạnh. Trái khoán công ty điển hình mang lại cho người giữ nó một khoản thanh toán lãi 2 lần mỗi năm và thanh toán hết mệnh giá khi trái khoán đến kỳ hạn thanh toán. Một số trái khoán công ty được gọi là trái khoán có khả năng chuyển đổi, có đặc điểm phụ thêm là cho phép người giữ nó chuyển đổi nó thành một số cổ phần vào bất cứ lúc nào cho tới lúc đến kỳ hạn thanh toán. Đặc điểm này khiến các trái khoán chuyển đổi được thêm hấp dẫn đối với những người mua tương lai hơn là những trái khoán không có khả năng chuyển đổi, và cho phép công ty giảm tiền lãi thanh toán vì các trái khoán này có thể tăng thêm giá trị nếu giá của cổ phiếu tăng lên một cách đầy đủ. Do tổng số dư của cả trái khoán chuyển đổi và không chuyển đổi đối với một công ty xác định nào đó là nhỏ, chúng gần như không lỏng bằng các chứng khoán khác, ví dụ các trái khoán chính phủ Mỹ.

Tuy rằng tâm cỡ của thị trường trái khoán công ty nhỏ hơn nhiều so với thị trường cổ phiếu với tổng số dư của trái khoán công ty ít hơn 1/4 số dư của cổ

phiếu, nhưng tổng giá trị của những trái khoán mới được phát hành mỗi năm lớn hơn nhiều so với tổng giá trị các cổ phiếu mới được phát hành. Như vậy diễn biến của thị trường trái khoán công ty có thể quan trọng hơn nhiều đối với các quyết định về tài chính của một công ty so với diễn biến của thị trường cổ phiếu. Những người mua quan trọng đối với các trái khoán công ty là các hãng bảo hiểm sinh mạng, các quỹ trợ cấp và các hộ gia đình những người cầm giữ tài sản lớn khác.

Chứng khoán chính phủ Mỹ. Những công cụ nợ dài hạn này do Kho bạc Mỹ phát hành để cấp tiền cho những thiếu hụt của ngân sách chính phủ liên bang. Do chúng là những trái khoán được mua bán rộng rãi nhất ở Mỹ (tổng số giao dịch tính trung bình vượt quá 100 tỉ mỗi ngày), chúng là chứng khoán lỏng nhất được mua bán trong thị trường vốn. Chúng được giữ ở: Dự trữ Liên bang, các ngân hàng, các hộ gia đình và người nước ngoài.

Chứng khoán các cơ quan thuộc chính phủ Mỹ. Đây là những trái khoán dài hạn do nhiều cơ quan thuộc chính phủ Mỹ phát hành. Nhiều chứng khoán được chính phủ Mỹ bảo đảm và do vậy chúng tác dụng rất giống như các trái khoán chính phủ Mỹ, và cũng do các thành phần tương tự nắm giữ.

Trái khoán chính quyền bang và chính quyền địa phương. Trái khoán này còn được gọi là trái khoán thành phố, là những công cụ tài chính dài hạn do chính quyền liên bang và chính quyền địa phương phát hành để cấp tiền chi phí trường học, đường sá v.v... Một đặc điểm nổi bật của loại trái khoán này là tiền thanh toán lãi của chúng không phải đóng thuế thu nhập liên bang và cả thuế thu nhập tại bang phát hành. Các ngân hàng thương mại, với mức thuế thu nhập cao, là những người mua quan trọng nhất đối với các chứng khoán này, sở hữu trên một nửa tổng số dư. Nhóm nắm giữ lớn thứ hai là các cá nhân giàu có đang chịu mức thuế thu nhập cao, và sau nữa là đến các công ty bảo hiểm.

Những món vay thương mại ngân hàng cấp và vay tiêu dùng. Đây là những món vay dành cho người tiêu dùng và cho những công ty kinh doanh và chủ yếu do ngân hàng cho vay, nhưng trường hợp các món vay của người tiêu dùng, cũng còn do những công ty tài chính cho vay. Thường không có thị trường cấp hai cho những món vay này và do vậy chúng là kém lỏng nhất trong các công cụ thị trường vốn liệt kê ở Bảng 3.4.

VIỆC ĐIỀU HÀNH HỆ THỐNG TÀI CHÍNH

Hệ thống tài chính là một trong những lĩnh vực được điều hành một cách chặt chẽ trong nền kinh tế Mỹ. (Đây cũng là trường hợp tương tự ở nước ngoài: Xem

Bài đọc thêm 3.2). Các lực lượng chính trị đã khuyến khích chính phủ đóng một vai trò mạnh mẽ như vậy để thực hiện những công việc sau đây : (1) Cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư ; (2) Bảo đảm sự lành mạnh của hệ thống tài chính ; (3) Cải thiện việc kiểm soát chính sách tiền tệ ; Và (4) khuyến khích sở hữu nhà. Chúng ta sẽ xem xét 4 vấn đề đáng quan tâm này đã đưa đến hệ thống điều hành hiện nay như thế nào. Để giúp việc nghiên cứu, các cơ quan điều hành chủ yếu của hệ thống tài chính Mỹ được liệt kê ở Bảng 3.5.

Việc cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư

Một vấn đề mà các nhà đầu tư phải đối phó là biết được liệu một cuộc đầu tư có an toàn không. Thường thì một cá nhân có thể đánh giá chất lượng của một sản phẩm bằng cách mua và thử dùng nó. Ví dụ bạn có thể biết được chất lượng của thịt tại một cửa hàng thịt nơi bạn ở, bằng cách mua một miếng thịt và ăn nó. Nếu chất lượng không phù hợp với bạn thì sau đó bạn sẽ tìm đến một cửa hàng khác. Còn ở một số sản phẩm lại khó đánh giá, các chứng khoán được mua bán trong các thị trường tài chính là một ví dụ. Một nhà đầu tư bình thường không thể nói rằng một chứng khoán do một công ty nào đó phát hành có phải là một khoản đầu tư an toàn hay không. Các công ty tư nhân, như công ty Standard and Poor hoặc dịch vụ đầu tư Moody, đứng ra thực hiện việc đánh giá chất lượng các trái khoán cung cấp thông tin về chất lượng của một số chứng khoán. Tuy vậy công chúng có thể cảm thấy rằng thị trường tư nhân không cung cấp đầy đủ thông tin cho các nhà đầu tư và rằng các nhà đầu tư cần được bảo vệ. Do vậy họ có thể thúc đẩy chính phủ hành động để bảo đảm có thêm thông tin về các chứng khoán được cung cấp.

Do hậu quả của sự phá sản thị trường cổ phiếu năm 1929 và sự phát giác hàng loạt những gian lận sau đó, những đòi hỏi có tính chất quản lý nhà nước đối với công việc điều hành đã lên đến cực điểm trong Đạo luật về chứng khoán năm 1933 và trong việc thành lập Ủy ban hội đoái và chứng khoán (SEC). SEC đòi hỏi các công ty phát hành chứng khoán phải tiết lộ một số thông tin về doanh số, tài sản có và tiền lãi của họ cho công chúng và SEC cũng hạn chế việc buôn bán của những cổ đông lớn nhất (gọi là "người tay trong") trong công ty. Qua việc đòi hỏi tiết lộ các thông tin này và việc làm nản lòng buôn bán tay trong, là những việc có thể được dùng để chi phối giá chứng khoán, SEC hy vọng các nhà đầu tư sẽ được cung cấp thông tin một cách tốt hơn và sẽ được bảo vệ tránh bị một số lừa dối trong các thị trường tài chính như đã xảy ra trước 1933. Thực vậy, trong những năm gần đây, SEC rất tích cực trong việc kiện những người có liên quan đến việc buôn bán tay trong, ví dụ Ivan Boesky (xem Bài đọc thêm 29.1 Chương 29).

BÀI ĐỌC THÊM 3.2.

*Toàn cảnh***Việc điều hành tài chính ở nước ngoài**

Biết rằng các lực lượng chính trị ở đây không quá khác biệt so với ở các nước công nghiệp khác, việc điều hành tài chính ở Nhật Bản, Canada và châu Âu có những đặc điểm tương tự như việc điều hành tài chính ở Mỹ. Việc cung cấp thông tin được cải thiện qua việc đòi hỏi các công ty phát hành những chứng khoán phải báo cáo thông tin về tài sản cố và tài sản nợ, tiền lãi và doanh số bán những cổ phiếu và qua việc cấm hoạt động thương mại tay trong. Sự lành mạnh của những người trung gian được bảo đảm bằng việc cấp giấy phép và thanh tra định kỳ sổ sách của những người trung gian tài chính và bằng việc cung cấp bảo hiểm tiền gửi (tuy rằng tiền hồi thường bảo hiểm nhỏ hơn và sự hiệu hữu của nó thường không được quảng cáo một cách có chủ định).

Việc kiểm soát tiền tệ được thực hiện bằng cách đòi các tổ chức gửi tiền phải giữ một phần các món gửi của họ tại ngân hàng trung ương. Tuy việc khuyến khích sở hữu nhà ở nói chung không được theo đuổi một cách mạnh mẽ như vậy trong việc điều hành ở nước ngoài, những trán

lãi suất cực đại tiền gửi và trái khoán đã rất là phổ biến. Tuy nhiên gần đây, nhiều trong số những cái trần này đã được bỏ đi như đã xảy ra ở Mỹ.

Cái khác biệt cơ bản giữa việc điều hành tài chính ở Mỹ và ở nước ngoài có liên quan đến việc điều hành các ngân hàng.

Hiện thời chỉ có nước Mỹ ngăn cản việc hình thành một hệ thống ngân hàng quốc gia bằng cách hạn chế việc đặt chủ nhánh qua các vùng, thực vậy sự khác nhau này giữa Mỹ và châu Âu sẽ lớn hơn vì các qui chế mới về công việc ngân hàng cho Ủy ban Kinh tế châu Âu sẽ làm cho một ngân hàng được phép ở một nước của EEC có thể thực hiện tất cả các dịch vụ ở tất cả các nước khác thuộc EEC. Các ngân hàng Mỹ cũng là những ngân hàng bị hạn chế nhất trong việc thực hiện đầy đủ mọi dịch vụ tài chính và trong việc nhúng tài sản của họ có thể nắm giữ. Các ngân hàng ở nước ngoài thường giữ các cổ phần trong các công ty thương mại, và ở Nhật, ở Đức thường giữ những khoản vốn góp đáng kể trong những công ty như vậy.

Bảng 3.5. Những cơ quan điều hành chủ yếu của hệ thống tài chính Mỹ

Cơ quan điều hành	Ái bị điều hành	Tính chất điều hành
Ủy ban hối đoái và chứng khoán (Securities and Exchange commission - SEC)	Các thị trường tài chính và các trung tâm giao dịch có tổ chức	Các đòi hỏi tiết lộ thông tin, hạn chế buôn bán "tay trong"
Ủy ban mậu dịch hàng hóa kỳ hạn (Commodities Futures, Trading Commission - CFTC)	Các số giao dịch ở thị trường kỳ hạn	Điều hành các thủ tục mua bán ở thị trường kỳ hạn

Tiếp bảng 3.5

Cơ quan điều hành	Loại bị điều hành	Tính chất điều hành
Văn phòng kiểm tra tiền (Office of the Comptroller of the Currency)	Các ngân hàng thương mại được liên bang trao đặc quyền	Trao đặc quyền và kiểm tra sổ sách của các ngân hàng thương mại được Liên bang trao đặc quyền và áp đặt các hạn chế về những tài sản có họ được nắm giữ.
Tổng cục liên hiệp tín dụng quốc gia (National Credit Union Administration - NCUA)	Các liên hiệp tín dụng được liên bang trao đặc quyền	Trao đặc quyền và kiểm tra sổ sách của các liên hiệp tín dụng được liên bang trao đặc quyền và áp đặt những hạn chế về những tài sản họ được nắm giữ.
Các ủy ban về bảo hiểm và ngân hàng tiểu bang (State Banking and Insurance Commissions)	Các ngân hàng được tiểu bang trao đặc quyền (các tổ chức nhận tiền gửi) và các công ty bảo hiểm	Trao đặc quyền và kiểm tra sổ sách của các ngân hàng và các công ty bảo hiểm được tiểu bang trao đặc quyền, áp đặt những hạn chế về các tài sản họ được nắm giữ, áp đặt hạn chế về việc mở chi nhánh.
Công ty bảo hiểm tiền gửi liên bang (Federal Deposit Insurance Corporation - FDIC)	Các ngân hàng thương mại, tiết kiệm & tương tự và các công ty tiết kiệm và cho vay	Cung cấp bảo hiểm tới 100.000 đôla cho mỗi người gửi tiền ở một ngân hàng, kiểm tra sổ sách ở các ngân hàng được bảo hiểm và áp đặt hạn chế về những tài sản có mà họ có thể nắm giữ.
Hệ thống dự trữ Liên bang (Federal Reserve System)	Tất cả các ngân hàng (các tổ chức nhận tiền gửi)	- Kiểm tra sổ sách của các ngân hàng thương mại nào là thành viên của hệ thống, qui định các đòi hỏi về tiền dự trữ cho tất cả các ngân hàng, áp đặt hạn chế về lãi suất tiền gửi.
Văn phòng giám sát tiết kiệm (Office of Thrift Supervision)	Các công ty tiết kiệm và cho vay	- Kiểm tra sổ sách của các công ty tiết kiệm và cho vay, áp đặt hạn chế về những tài sản có mà họ có thể nắm giữ.

Bảo đảm sự lành mạnh của những trung gian tài chính

Chính phủ cố gắng bảo vệ những nhà đầu tư và những người gửi tiền bằng cách bảo đảm sự an toàn cho tiền vốn mà họ cung cấp cho những trung gian tài chính.

Việc bảo vệ này được thực hiện qua 6 loại qui định khác nhau :

1. Các hiệp hội về bảo hiểm và hoạt động ngân hàng tiểu bang cũng như Văn phòng kiểm tra tiền (một cơ quan của chính phủ liên bang) đã thiết lập các qui định rất chặt chẽ cho những nhóm người được phép lập một trung gian tài chính. Những cá nhân hoặc nhóm muốn thiết lập một trung gian tài chính như một ngân hàng hay một công ty bảo hiểm, phải có một đặc quyền do chính phủ tiểu bang hay liên bang trao cho. Chỉ khi họ là những công dân đích thực với những giấy chứng nhận là người hoàn hảo (không thể phạm sai lỗi) và một khoản vốn ban đầu lớn thì mới nhận được một đặc quyền.

2. Có những yêu cầu buộc những trung gian tài chính phải báo cáo chính xác. Việc quản lý sổ sách của họ phải theo những nguyên tắc chặt chẽ nhất định, các sổ sách của họ là đối tượng để cho các cuộc kiểm tra định kỳ, và họ phải chuẩn bị những thông tin nhất định sẵn sàng cho công chúng.

3. Có những hạn chế về những gì các trung gian tài chính được phép làm và những tài sản nào họ có thể được nắm giữ. Trước khi bạn giao vốn của bạn cho một ngân hàng hoặc cho một tổ chức khác như vậy, bạn sẽ muốn biết rằng vốn của bạn được an toàn và rằng ngân hàng hay một trung gian tài chính khác sẽ có khả năng đáp ứng được những nghĩa vụ của họ đối với bạn. Một phương pháp dễ làm như vậy là giới hạn một trung gian tài chính không cho họ thực hiện một số hoạt động có rủi ro nào đó. Luật pháp được thông qua năm 1933 tách những công việc ngân hàng thương mại ra khỏi công nghiệp chứng khoán do đó các ngân hàng không thực hiện những liên doanh có rủi ro gắn với công nghiệp này. Một phương pháp khác là hạn chế những trung gian tài chính không được nắm giữ một số tài sản có rủi ro nào đó, hoặc ít nhất là không được nắm giữ một lượng quá lớn những tài sản có rủi ro này so với mức đủ khôn ngoan. Ví dụ các ngân hàng thương mại và những tổ chức gửi tiền khác thực tế là không được phép giữ bất kỳ một cổ phiếu nào bởi vì giá cổ phiếu có những dao động quan trọng. Các công ty bảo hiểm được phép giữ những cổ phiếu nhưng những cổ phiếu mà họ nắm giữ không thể vượt quá một tỉ lệ nào đó so với toàn bộ tài sản của họ.

4. Chính phủ có thể bảo hiểm cho những người cấp vốn cho một trung gian tài chính không bị một số tổn hại nào nếu trung gian tài chính bị phá sản. Cơ quan chính phủ quan trọng nhất cung cấp loại bảo hiểm này là Công ty bảo hiểm tiền gửi Liên bang (FDIC), công ty bảo hiểm mỗi người gửi ở một ngân hàng thương mại hoặc ở một ngân hàng tiết kiệm tương trợ tới mức tổn thất 100.000 đôla. Tất cả các ngân hàng thương mại và các ngân hàng tiết kiệm tương trợ trừ một ít trường hợp ngoại lệ thứ yếu, đều đóng góp tiền vào FDIC dùng để thanh toán cho người gửi trong trường hợp một ngân hàng bị phá sản. FDIC được thành lập năm 1934, sau một loạt vụ phá sản của các ngân hàng vào các năm 1930 - 1933 trong đó những món tiền tiết kiệm của nhiều người gửi tiền ở các ngân hàng thương mại bị mất trắng. Những cơ quan chính phủ tương tự hiện tồn tại cho những tổ chức gửi tiền khác : Quỹ bảo hiểm hiệp hội tiết kiệm (The Savings Association Insurance Fund) là một bộ phận của FDIC cung cấp bảo hiểm tiền gửi cho các công ty tiết kiệm và cho vay và Quỹ bảo hiểm cổ phần liên hiệp tín dụng quốc gia (The National Credit Union Share Insurance Fund - NCUSIF) cho các liên hiệp tín dụng.

5. Những nhà chính trị đã thường tuyên bố rằng cuộc cạnh tranh không kiểm chế giữa những trung gian tài chính sẽ thúc đẩy những vụ vỡ nợ xảy ra và những vụ này sẽ làm hại công chúng. Tuy bằng chứng về cuộc cạnh tranh gây ra như điều vừa nói là cực kỳ yếu ớt, nó đã không làm chính phủ liên bang và tiểu bang ngừng áp đặt nhiều qui định hạn chế. Những qui định này có hai dạng. Thứ nhất, là những hạn chế đối với việc mở các địa điểm phụ (các chi nhánh). Các ngân hàng thường không được phép mở thêm các chi nhánh tại các tiểu bang khác, và tại một số tiểu bang, các ngân hàng không được phép mở thêm bất kỳ một địa điểm phụ nào.

6. Ngoài ra, cuộc cạnh tranh đã bị ngăn cấm bởi những qui định áp đặt sự hạn chế đối với các lãi suất có thể được thanh toán cho các món tiền gửi. Sau 1933, các ngân hàng đã bị cấm thanh toán lãi cho những tài khoản séc. Ngoài ra, cho tới năm 1986 Hệ thống Dự trữ Liên bang được quyền (theo **Qui định Q**) định ra các lãi suất tối đa mà các ngân hàng có thể thanh toán cho các món tiền gửi tiết kiệm. Các qui định này được đưa ra bởi lòng tin rộng rãi rằng lãi suất không bị hạn chế, đã thúc đẩy thêm các vụ phá sản ngân hàng trong thời kỳ Đại suy thoái. Chúng cố vừa nêu xem ra không có vẻ ủng hộ cho quan điểm này.

Cải thiện việc kiểm soát chính sách tiền tệ

Các ngân hàng đóng một vai trò rất quan trọng trong việc xác định lượng tiền cung ứng : Nhiều quy định về những trung gian tài chính được đưa ra để cải thiện việc kiểm soát nó. Một trong các quy định như thế đòi hỏi rằng tất cả các tổ chức nhận tiền gửi phải giữ một phần nào đó trong số những tiền gửi đó trong các tài khoản tại Hệ thống Dự trữ Liên bang (Fed), ngân hàng trung ương ở Mỹ, việc này cho phép Fed tiến hành kiểm soát chính xác hơn lượng tiền cung ứng. Quy định bảo hiểm tiền gửi cũng có thể được hợp lý hóa như : FDIC đem lại cho những người gửi tiền lòng tin cậy vào hệ thống ngân hàng và loại bỏ sự phá sản ngân hàng lan rộng, điều này có thể gây ra các dao động lớn, không thể kiểm soát được về số lượng tiền.

Khuyến khích sở hữu nhà

Việc khuyến khích sở hữu nhà là một trong những việc phổ biến nhất mà bất cứ nhà chính trị Mỹ nào cũng có thể làm. Việc sở hữu nhà được coi là việc khuyến khích toàn bộ cử tri liên hệ đến chính trị hơn, khuyến khích những công dân có tinh thần trách nhiệm hơn và từ đó có một xã hội ổn định hơn. Việc sở hữu nhà cũng là một phần trong giấc mơ của người dân Mỹ như bong bóng và mặt trời. Quốc hội đã thông qua nhiều luật khuyến khích việc sở hữu nhà. Một ví dụ như thế là khấu trừ tiền lãi vay thế chấp trong việc tính thuế thu nhập liên bang. Một ví dụ khác là việc Quốc hội lập ra các cơ quan liên bang có mục đích tạo ra những món vay thế chấp mua nhà để cho người dân nào muốn mua nhà.

Nhiều quy định cũng đã được áp dụng cho những trung gian tài chính để khuyến khích việc sở hữu nhà. Cho tới năm 1980, những trung gian tài chính như các công ty tiết kiệm - cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương trợ bị hạn chế việc cho vay không phải là những món vay thế chấp nhà ở. Người ta đã tưởng rằng do ép các ngân hàng tiết kiệm - cho vay và các ngân hàng tiết kiệm - tương trợ cho vay thế chấp nhà ở, nhưng nhiều món vay thế chấp sẽ được tạo ra để khuyến khích việc mua nhà. Như chúng ta sẽ thấy trong các chương tới đây, quan điểm này ngày càng ít có ý nghĩa trong những năm 1970, và với việc ban hành đạo luật về hoạt động ngân hàng năm 1980, mang tên Đạo luật về giải trừ quy định đối với các tổ chức nhận tiền gửi và kiểm soát tiền tệ, (the Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act) lúc đó các ngân hàng tiết kiệm và cho vay và tiết kiệm và tương trợ được phép thực hiện nhiều loại cho vay khác nhau. Tuy nhiên, số lượng của những món cho vay loại khác này vẫn còn bị hạn chế.

Những quy định hạn chế việc thanh toán lãi cho tiền gửi, ví dụ như Quy định Q, cũng đã được dùng để khuyến khích việc sở hữu nhà bằng cách cho phép các tổ chức phát hành vay thế chấp (mortgage - issuing institutions) như các công ty

tiết kiệm - cho vay và các ngân hàng tiết kiệm - tương trợ, được trả lãi suất hơi cao hơn cho các tiền gửi so với các ngân hàng thương mại. Quan điểm lúc đó là, do việc nói trên sẽ hấp dẫn thêm vốn gửi vào các tổ chức phát hành vay thế chấp, khiến cho sẽ có thêm nhiều khoản cho vay thế chấp được sẵn sàng. Những đổi mới tài chính đã xuất hiện trong những năm 1970 khiến cho quan điểm này ngày càng kém logic bởi vì các quy định này gây khó khăn cho những tổ chức phát hành vay thế chấp trong việc thu nhập vốn khi lãi suất của trái khoán và của các loại công cụ vay nợ khác đã tăng lên. Kết quả là Đạo luật về giải trừ quy định đối với các tổ chức nhận tiền gửi và kiểm soát tiền tệ năm 1980 đã dần dần loại bỏ những mức lãi suất cực đại theo Quy định Q.

Nay, một bộ phận lớn công chúng đặt câu hỏi liệu khối lượng lớn những quy định mô tả trên đây có đạt tới những mục tiêu đã định hay không. Trong những chương sau chúng ta sẽ thảo luận xem những quy định này có mang lại lợi ích hay không và chúng ta sẽ thấy rằng sức mạnh thị trường và luật pháp từ 1980 đã khuyến khích một hệ thống tài chính có tính chất cạnh tranh hơn.

QUỐC TẾ HÓA CÁC THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Việc quốc tế hóa ngày càng tăng của các thị trường tài chính đã trở thành một xu thế quan trọng. Trước những năm 1980, các thị trường tài chính Mỹ lớn hơn những thị trường tài chính ở bên ngoài nước Mỹ rất nhiều, nhưng trong những năm gần đây, sự ngự trị của các thị trường tài chính Mỹ đang biến mất. Sự tăng trưởng ngoạn mục của các thị trường tài chính nước ngoài là kết quả của sự tăng mạnh trong việc góp vốn tiết kiệm ở các nước ngoài như Nhật Bản và của việc sửa đổi điều hành đối với thị trường tài chính ở nước ngoài, điều đó giúp các thị trường này có thể mở rộng các hoạt động của mình. Các công ty Mỹ, các ngân hàng Mỹ nay có nhiều khả năng hơn trong việc đặt quan hệ với các thị trường vốn quốc tế để tăng lượng vốn cần thiết, trong khi các nhà đầu tư Mỹ thường tìm kiếm những cơ hội đầu tư ở nước ngoài. Tương tự như vậy, các công ty và các ngân hàng nước ngoài tăng lượng vốn nhận từ Mỹ, trong khi những người nước ngoài đang trở thành những nhà đầu tư quan trọng ở Mỹ. Việc nghiên cứu các thị trường trái khoán quốc tế và các thị trường cổ phiếu thế giới sẽ cho chúng ta một bức tranh về việc toàn cầu hóa các thị trường tài chính đang diễn ra như thế nào.

Thị trường trái khoán quốc tế và châu Âu

Công cụ tài chính truyền thống hơn trong thị trường trái khoán quốc tế được gọi là **trái khoán nước ngoài**. Trái khoán nước ngoài được bán ở một nước

ngoài và được gọi tên theo đồng tiền của nước đó. Ví dụ, nhà chế tạo ô tô Volvo Thụy Điển bán một trái khoán ở Mỹ, được gọi tên theo đồng đôla Mỹ, nó được xếp loại là một trái khoán nước ngoài. Các trái khoán nước ngoài là một công cụ tài chính quan trọng trong thị trường vốn quốc tế từ nhiều thế kỷ. Thực tế, một tỉ lệ phần trăm lớn của đường sắt Mỹ được xây dựng ở thế kỷ 19 đã được tài trợ bằng cách bán các trái khoán nước ngoài ở Anh.

Một sáng tạo gần đây hơn trong thị trường trái khoán quốc tế là **trái khoán châu Âu (Eurobond)**, một trái khoán được gọi tên đơn vị theo một đồng tiền khác với đồng tiền của nước mà nó được bán ở đây - ví dụ, một trái khoán được gọi tên đơn vị theo đồng đôla Mỹ được bán ở London. Hiện nay, trên 80% lượng phát hành mới trên thị trường trái khoán quốc tế là Eurobond và thị trường cho các chứng khoán này đã tăng trưởng rất nhanh: Tốc độ tăng hàng năm là trên 40% kể từ 1980. Với những phát hành mới của Eurobond trong khoảng xấp xỉ 200 tỉ đôla một năm, thị trường Eurobond đã vượt thị trường trái khoán công ty Mỹ và được xem như một nguồn vốn mới.

Thị trường cổ phiếu thế giới

Cho đến rất gần đây thị trường cổ phiếu Mỹ là thị trường cổ phiếu lớn nhất trên thế giới nhưng các thị trường cổ phiếu nước ngoài đang phát triển với ý nghĩa quan trọng. Hiện nay, Mỹ không phải luôn là nước dẫn đầu: Bắt đầu từ giữa những năm 1980, giá trị các cổ phiếu được mua bán ở Nhật đã vượt nhiều lần giá trị các cổ phiếu được mua bán ở Mỹ. Lợi nhuận tăng lên trong các cổ phiếu nước ngoài đã thúc đẩy sự phát triển của các quỹ tương trợ ở Mỹ chuyên môn hóa trong việc buôn bán ở các thị trường cổ phiếu nước ngoài. Nay, những nhà đầu tư Mỹ không chỉ chú ý tới chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones, mà còn tới các chỉ số giá cổ phiếu cho các thị trường cổ phiếu nước ngoài như chỉ số trung bình Nikkei (the Nikkei Average - Tokyo) và chỉ số phiếu London (the Financial Times - Stock Exchange 100 - share Index - London).

Việc quốc tế hóa của các thị trường tài chính đang có tác dụng sâu sắc đối với nước Mỹ. Những người nước ngoài, đặc biệt người Nhật Bản, không chỉ cung cấp vốn cho các công ty ở Mỹ, mà còn đang giúp đỡ tài trợ một phần đáng kể trong số thiếu hụt ngân sách khổng lồ của chính phủ liên bang. Không có những khoản vốn nước ngoài này, nền kinh tế Mỹ sẽ tăng trưởng kém nhanh hơn nhiều. Việc quốc tế hóa các thị trường tài chính cũng đang hướng con đường đi tới một nền kinh tế thế giới có phối hợp hơn trong đó các dòng hàng hóa và công nghệ giữa các nước trở nên tâm thường. Trong các chương sau, chúng ta sẽ xem xét nhiều ví dụ về các yếu tố quốc tế đóng một vai trò quan trọng trong nền kinh tế của Mỹ như thế nào.

TÓM TẮT

1. Chức năng cơ bản của các thị trường tài chính là dẫn vốn từ những người để giành là những người có dư vốn tới những người chi tiêu là những người thiếu vốn. Điều này cải thiện mức sống kinh tế của mỗi người trong xã hội, bởi vì nó cho phép vốn chuyển từ những người thiếu các cơ hội đầu tư sinh lợi tới những người có những cơ hội như vậy, nhờ thế đóng góp vào hiệu quả đang tăng lên trong nền kinh tế. Ngoài ra, nó trực tiếp làm lợi cho người tiêu dùng bằng cách cho phép họ mua sắm khi họ cần mua sắm nhất.

2. Các thị trường tài chính có thể được phân loại là thị trường vay nợ và thị trường cổ phần, thị trường cấp một và thị trường cấp hai, trung tâm giao dịch và thị trường trao tay, thị trường tiền tệ và thị trường vốn.

3. Những người trung gian tài chính là những tổ chức tài chính với đặc trưng phân biệt ở chỗ họ thu nhận vốn hàng cách phát hành các tài sản nợ và sau đó, ngược lại, dùng tiền thu được để thu tài sản bằng cách mua những chứng khoán hoặc để cho vay. Họ cho phép những người tiết kiệm nhỏ vốn và những người vay món tiền nhỏ thu được lợi từ sự hiện hữu của thị trường tài chính, như thế tăng được tính hữu ích của thị trường này trong nền kinh tế.

4. Những trung gian tài chính chủ yếu thuộc 3 loại (a) Các ngân hàng - các ngân hàng thương mại, các hiệp hội tiết kiệm và cho vay, các ngân hàng tiết kiệm tương trợ,

các liên hiệp tín dụng và các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ ; (h) Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng - các công ty bảo hiểm sinh mạng, các quỹ trợ cấp, các công ty bảo hiểm cháy và tai nạn ; (c) Những trung gian đầu tư - các công ty tài chính, các quỹ tương trợ, và các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ.

5. Các công cụ tài chính chủ yếu của thị trường tiền tệ (các công cụ nợ với kỳ hạn thanh toán ít hơn 1 năm) là : Các tín phiếu kho bạc Mỹ, giấy chứng nhận tiền gửi bán lại được của ngân hàng, thương phiếu, hối phiếu, đã được ngân hàng chấp nhận, hợp đồng mua lại, quỹ liên bang và đôla châu Âu. Các công cụ tài chính chủ yếu ở thị trường vốn (các công cụ nợ và cổ phần với kỳ hạn thanh toán lớn hơn 1 năm) là : Cổ phiếu, vay thế chấp, trái khoán chính phủ Mỹ, chứng khoán các cơ quan thuộc chính phủ Mỹ, trái khoán chính quyền tiểu bang và địa phương và các món vay người tiêu dùng, các món vay thương mại ngân hàng.

6. Các lực lượng chính trị đã thúc đẩy chính phủ Mỹ điều hành các thị trường tài chính và những trung gian tài chính với 4 lý do : (a) Để cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư ; (h) Bảo đảm một hệ thống tài chính lành mạnh ; (c) Cải thiện việc kiểm soát chính sách tiền tệ ; Và (đ) khuyến khích sở hữu nhà. Các quy định bao gồm việc đòi hỏi tiết lộ thông tin cho công chúng, các hạn chế đối với việc những ai có thể lập ra một trung gian tài chính, những

hạn chế về những tài sản mà các người trung gian tài chính có thể nắm giữ, cung cấp bảo hiểm tiền gửi, việc bắt buộc các tổ chức gửi tiền phải giữ một phần nào đó của các món tiền gửi cho họ trong các tài khoản ở Dự trữ Liên bang và việc định ra các lãi suất cực đại có thể được thanh toán cho các tài khoản séc và cho tiền gửi tiết kiệm.

7. Một xu hướng quan trọng trong những năm gần đây là việc quốc tế hóa tăng lên của các thị trường tài chính. Các trái khoán châu Âu, được gọi theo đơn vị đồng tiền khác với đồng tiền của nước trong đó chúng được bán ra, nay là loại chứng khoán thống trị trong thị trường trái khoán quốc tế và đã vượt quá các trái khoán công ty Mỹ, là một nguồn vốn mới.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

*1. Vì sao một cổ phần IBM là một tài sản có đối với người sở hữu của nó và là tài sản nợ đối với IBM ?

2. Nếu hôm nay tôi có thể mua 1 xe hơi giá 5.000 đôla và nó đáng giá 10.000 đôla trong thu nhập phụ ở năm tới đối với tôi vì nó làm tôi có thể kiếm được một việc làm với tư cách là một nhân viên chào hàng lưu động, liệu tôi sẽ có thể vay một món tiền từ Larry, kẻ cho vay tham lam với lãi suất 90 % nếu không có ai khác cho tôi vay ? Tôi sẽ tối lên hay tối tẹt đi do vay món tiền này ? Liệu bạn có thể tạo ra một vụ cho vay bất hợp pháp hóa ?

*3. Một số nhà kinh tế nghi ngờ rằng một trong những lý do về việc các nền kinh tế ở các nước đang phát triển tăng trưởng chậm đến như vậy là do chỗ họ không có các thị trường tài chính được mở mang đầy đủ. Ý kiến này có ý nghĩa gì không ?

4. Nền kinh tế Mỹ đã vay nợ rất nhiều của nước Anh trong thế kỷ 19 để xây dựng

hệ thống đường sắt. Công cụ vay nợ chủ yếu được dùng lúc đó là gì ? Vì sao điều này đã làm cho cả hai nước khá hơn lên ?

*5. Vì sao bạn có thể trừ tính thực hiện cho hàng xóm của bạn vay món tiền bằng cách đặt món tiền của bạn vào một tài khoản tiết kiệm để nhận lãi suất 5% ở ngân hàng và yêu cầu ngân hàng này cho hàng xóm của bạn vay món tiền đó với lãi suất 10% chứ bạn không trực tiếp tự bản thân bạn đứng ra cho vay ?

6. Hãy trả lời điều sau đây là đúng, sai hoặc không chắc chắn :

"Trong một thế giới không có thông tin và chi phí giao dịch, những trung gian tài chính sẽ không tồn tại". Giải thích tại sao.

*7. Vì sao một thị trường tài chính không có sự điều hành có thể không cung cấp đủ thông tin cho những nhà đầu tư ?

8. Liệu các công ty phát hành các chứng khoán có được lợi do sự hiện hữu của những cơ quan điều hành ví như SEC, dù là việc

thực hiện qui định tiết lộ thông tin khá tốn kém ?

*9. Sự hạn chế những loại tài sản mà những trung gian tài chính có thể được nắm giữ có phải là một qui định tốt không ? Hãy thảo luận về chi phí và lợi ích của việc hạn chế này.

10. Có cần thêm qui định của chính phủ để khuyến khích việc sở hữu nhà hay không ? Vì sao cần và sao không cần ?

*11. Vì sao những điều lệ hạn chế việc cạnh tranh lại bị coi như không cần thiết ? Nền kinh tế sẽ chịu khó khăn gì do hậu quả của chúng ?

12. Nếu bạn nghi ngờ rằng một nền kinh tế sẽ đi đến chỗ suy sụp vào năm tới, bạn sẽ nắm giữ thứ gì trong các thứ tài sản sau : Các trái khoán do công ty phát hành hoặc

các cổ phiếu do công ty phát hành ? Vì sao ?

*13. "Do các công ty không tăng thêm được bất kỳ vốn nào trong các thị trường cấp 2 hiện nay, các thị trường này ít quan trọng hơn thị trường cấp 1". Hãy bình luận ý kiến này.

14. Hãy lập 2 danh sách, sắp xếp các công cụ tài chính sau đây theo thứ tự mức độ tính lỏng của chúng và theo tính chất an toàn của chúng :

- a) Tín phiếu kho bạc Mỹ
- h) Giấy chứng nhận tiền gửi bán lại được của ngân hàng.
- e) Hợp đồng mua lại.
- d) Thương phiếu.

*15. Thảo luận một số vấn đề trong phần giới thiệu về sự toàn cầu hóa của thị trường vốn thế giới.

Phần II

**NHỮNG CƠ SỞ
CỦA LÃI SUẤT**

CHƯƠNG 4

Tìm hiểu lãi suất

LỜI DẪN

Lãi suất là một trong những biến số được theo dõi một cách chặt chẽ nhất trong nền kinh tế. Diễn biến của nó được đưa tin hầu như hàng ngày trên báo chí, vì nó trực tiếp ảnh hưởng đến đời sống hàng ngày của mỗi người chúng ta và có những hệ quả quan trọng đối với sức khỏe của nền kinh tế. Nó tác động đến những quyết định cá nhân như : Chi tiêu hay để dành, mua nhà hay mua trái khoán hay gửi vốn vào một tài khoản tiết kiệm. Lãi suất cũng tác động đến những quyết định kinh tế của các doanh nghiệp hoặc của các gia đình như : Dùng vốn để đầu tư mua thiết bị mới cho các nhà máy hoặc để gửi tiết kiệm trong một ngân hàng.

Trước khi chúng ta có thể đi vào nghiên cứu tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính, chúng ta phải hiểu chính xác : "*Lãi suất*" nghĩa là gì. Chúng ta sẽ thấy rằng một khái niệm được gọi là "lãi suất hoàn vốn" là một số đo chính xác nhất của "*lãi suất*" ; lãi suất hoàn vốn là cái mà các nhà kinh tế muốn ám chỉ khi họ dùng thuật ngữ lãi suất. Chúng ta sẽ thảo luận xem lãi suất hoàn vốn được đo lường như thế nào đối với nhiều loại công cụ tài chính của thị trường tín dụng được nói ở chương trước và sẽ xem xét các phương pháp khác (nhưng ít chính xác hơn) trong đó lãi suất được định giá. Chúng ta cũng sẽ thấy rằng lãi suất của một trái khoán không nhất thiết cho biết trái khoán đó là một món đầu tư tốt đến thế nào bởi vì cái mà nó mang lại (mức lợi tức) có thể khác với lãi suất của nó. Sau cùng, chúng ta sẽ xem xét kỹ sự phân biệt giữa các lãi suất thực (real

interest rates) là lãi suất được điều chỉnh theo sự thay đổi mức giá và lãi suất danh nghĩa, lãi suất không được điều chỉnh.

Tuy vậy, học các định nghĩa không phải luôn luôn là một việc hứng thú nhất, điều quan trọng là đọc một cách cẩn thận và hiểu các khái niệm được trình bày ở chương này. Chúng không những thường xuyên được dùng qua tất cả phần còn lại của cuốn sách, mà một sự thấu hiểu các thuật ngữ này sẽ giúp bạn hiểu rõ hơn vai trò của lãi suất trong đời sống của bạn cũng như trong nền kinh tế nói chung.

ĐO CÁC LÃI SUẤT

Trong Chương 3, bạn đã được giới thiệu một số công cụ của thị trường tín dụng, gồm 4 loại :

1. **Vay đơn** (simple loan). **Vay đơn** cung cấp cho người vay một khoản tiền vốn (gốc), vốn này phải được hoàn trả người cho vay vào ngày mãn hạn cùng với một khoản tiền phụ được gọi là tiền lãi. Ví dụ nếu một ngân hàng cho bạn vay món đơn giản 100 đôla trong 1 năm, bạn sẽ phải trả lại món gốc 100 đôla trong thời hạn 1 năm cùng với món tiền lãi thêm vào, ví dụ 10 đôla. Các món này vay thương mại cho các nhà kinh doanh vay thường thuộc loại này.

2. **Vay trả cố định** (fixed payment loan). **Vay hoàn trả cố định** là cho người vay một số tiền vốn, tiền vốn này anh ta phải hoàn trả bằng những món tiền trả như nhau mỗi tháng bao gồm một phần tiền gốc và lãi trong một số năm đã đề ra. Ví dụ, nếu bạn vay 1.000 đôla, lối vay trả cố định có thể yêu cầu bạn thanh toán 126 đôla mỗi năm trong 25 năm. Các kiểu vay trả dần (ví dụ vay mua ô tô) và vay thế chấp thường là kiểu vay hoàn trả cố định.

3. **Trái khoán coupon** (coupon bond). Một **trái khoán coupon** thanh toán cho người sở hữu trái khoán đó một món tiền lãi cố định tiền thanh toán coupon hàng năm cho đến ngày mãn hạn là lúc mà khoản tiền sau cùng đã định được trả lại (**mệnh giá**). Gọi là tiền coupon vì người giữ trái khoán thường nhận được tiền thanh toán coupon bằng cách cắt một coupon khỏi trái khoán và gửi nó tới người phát hành trái khoán, người này sẽ gửi tiền trả cho người giữ trái khoán đó. Ví dụ, một trái khoán coupon có mệnh giá 1.000 đôla có thể thanh toán cho bạn tiền coupon 100 đôla một năm trong 10 năm và tại ngày mãn hạn trả lại bạn số tiền theo mệnh giá 1.000 đôla (mệnh giá của một trái khoán thường lấy 1.000 đôla).

Một trái khoán coupon có thể phân biệt theo 3 đặc điểm. Thứ nhất là công ty

hoặc cơ quan chính phủ phát hành trái khoán. Thứ hai là ngày mãn hạn của trái khoán. Thứ 3 là **lãi suất coupon** (coupon rate) tức là tiền thanh toán coupon hàng năm được biểu thị theo phần trăm mệnh giá của trái khoán. Trong ví dụ của ta, trái khoán coupon này có tiền coupon hàng năm là 100 đôla và có mệnh giá 1.000 đôla. Lãi suất coupon sẽ là $100 \text{ đôla} / 1.000 \text{ đôla} = 0,1$ hay 10%. Trái khoán và trái phiếu kho bạc, và trái khoán công ty là những ví dụ về trái khoán coupon.

4. Trái khoán chiết khấu (discount bonds). Một trái khoán chiết khấu được mua với giá thấp hơn mệnh giá của nó (theo mức chiết khấu), và mệnh giá được hoàn trả lại ở ngày mãn hạn. Không như một trái khoán coupon, một trái khoán chiết khấu không có việc trả các khoản tiền lãi ; nó chỉ trả đủ mệnh giá. Ví dụ, một trái khoán chiết khấu với mệnh giá 1.000 đôla có thể được mua với giá 900 đôla và hết thời hạn 1 năm người sở hữu sẽ được trả lại mệnh giá 1.000 đôla. Tín phiếu kho bạc, trái khoán tiết kiệm Mỹ, và trái khoán không lãi suất là những ví dụ về trái khoán chiết khấu.

Bốn loại công cụ này đòi hỏi hoàn trả ở những thời điểm khác nhau : Vay đơn và trái khoán chiết khấu đòi hỏi hoàn trả chỉ vào ngày mãn hạn, trong khi đó vay hoàn trả cố định và trái khoán coupon thì hoàn trả theo định kỳ cho đến ngày mãn hạn. Bạn sẽ quyết định thế nào khi chọn xem loại nào trong các loại công cụ này mang lại cho bạn nhiều thu nhập hơn ? Sau hết, tất cả chúng xem ra có vẻ khá khác nhau bởi vì chúng đòi hỏi hoàn trả vào thời điểm khác nhau. Để giải quyết vấn đề này, khái niệm về giá trị hiện tại được ra để cho chúng ta một phương thức đo lãi suất đối với những kiểu công cụ khác nhau này. Bây giờ chúng ta sẽ nghiên cứu nó.

Khái niệm về giá trị hiện tại

Khái niệm về **giá trị hiện tại** được dựa trên quan điểm có ý nghĩa chung là 1 đôla thanh toán cho bạn sau đây 1 năm có ít giá trị đối với bạn so với 1 đôla hôm nay vì bạn có thể gửi đồng đôla hôm nay vào một tài khoản tiết kiệm và sẽ có hơn 1 đôla sau 1 năm. Chúng ta sẽ định nghĩa khái niệm này một cách công thức hơn.

Trong trường hợp vay đơn, tỷ số tiền lãi chia cho tiền vay là cách tự nhiên và nhạy bén để đo chi phí của việc vốn đó : Mức đo chi phí này là "lãi suất đơn". Trong ví dụ ta đã dùng để mô tả vay đơn nói trên, một món vay 100 đôla hôm nay đòi hỏi người vay đó trả lại 100 đôla sau đây 1 năm và phải trả thêm số lãi là 10 đôla. Vì thế, khi dùng định nghĩa ở trên đây ; lãi suất đơn (i) là :

$$i = \frac{10 \text{ đôla}}{100 \text{ đôla}} = 0,1 = 10\%$$

Nếu bạn cho vay 100 đôla, cuối năm bạn sẽ nhận được 110 đôla, món này được viết :

$$100 \text{ đôla} \times (1 + 0,1) = 110 \text{ đôla.}$$

Nếu sau đó bạn lại cho vay món 110 đôla này, cuối năm thứ 2 bạn sẽ nhận được :

$$110 \text{ đôla} \times (1 + 0,1) = 121 \text{ đôla, hoặc tương đương.}$$

$$100 \text{ đôla} \times (1 + 0,1) \times (1 + 0,1) = 100 \text{ đôla} \times (1 + 0,1)^2 = 121 \text{ đôla.}$$

Tiếp tục cho vay thêm 1 lần nữa bạn sẽ nhận được sau ba năm :

$$121 \text{ đôla} \times (1 + 0,1) = 100 \text{ đôla} \times (1 + 0,1)^3 = 133,10 \text{ đôla.}$$

Những tính toán về tiền nhận được này trong một món vay đơn giản có thể được tổng quát hóa như sau : Nếu lãi suất đơn được biểu diễn bằng số lẻ thập phân (ví dụ 0,10 cho lãi suất 10% trong ví dụ của ta), thì sau khi thực hiện các món cho vay này tiền trong n năm, bạn sẽ nhận được số tiền trả tổng cộng là :

$$100 \text{ đôla} \times (1 + i)^n.$$

Chúng ta cũng có thể thực hiện tính lùi lại. Do 100 đôla hôm nay sẽ thành 110 đôla năm tới khi lãi suất đơn là 10%, chúng ta có thể nói rằng 110 đôla năm tới chỉ đáng giá bằng 100 đôla hôm nay. Hoặc chúng ta có thể nói rằng không ai muốn trả hơn 100 đôla để nhận 110 đôla năm tới. Hoặc tương tự chúng ta có thể nói rằng 121 đôla sau đây 2 năm hoặc 133,10 đôla sau đây 3 năm chỉ đáng giá bằng 100 đôla hôm nay. Quá trình tính toán xem những đồng đôla nhận được trong tương lai đáng giá nào bao nhiêu hôm nay được gọi là việc tính giảm tiền trong tương lai. Chúng ta đã ngầm giải những phương trình hướng về phía trước ở trên để tìm giá trị hôm nay của một số tiền đôla tương lai. Ví dụ, trong trường hợp 133,10 đôla nhận được sau đây 3 năm với $i = 0,1$.

$$100 \text{ đôla} (1 + 0,1)^3 = 133,10 \text{ đôla.}$$

$$\text{(hiện nay)} \qquad \qquad \qquad \text{(tương lai)}$$

$$\text{do đó :} \qquad 100 \text{ đôla} = \frac{133,10 \text{ đôla}}{(1 + i)^3}$$

Một cách tổng quát hơn, chúng ta có thể giải phương trình này để biết giá trị hiện tại hoặc **giá trị tính giảm hiện tại** (present discounted value - PV) của một đôla tương lai, tức là, giá trị hôm nay của 1 đôla tiền trả nhận được sau đây n năm khi lãi suất đơn là i :

$$\text{Giá trị hiện tại của 1 đôla tương lai} = \frac{1 \text{ đôla}}{(1 + i)^n}$$

Một cách trực giác, cái mà phương trình (4.1) cho ta biết, nghĩa là nếu bạn được hứa sẽ có 1 đôla sau đây đúng 1 năm, đồng đôla nay sẽ không có giá trị đối với bạn như 1 đôla có hôm nay vì bạn có thể kiếm được tiền lãi đối với đồng đôla hôm nay.

Khái niệm về giá trị tại đặc biệt hữu ích (xem Bài đọc thêm 4.1) vì nó cho phép ta tính ra giá trị hôm nay của một công cụ tài chính ở thị trường tin dụng với một lãi suất đơn (i) đã cho, bằng cách chỉ việc cộng giá trị hiện tại của tất cả những món tiền trả tương lai. Việc này cho phép ta so sánh giá trị của 2 công cụ với thời biểu trả tiền của chúng rất khác nhau, ví dụ như 1 trái khoán giảm giá và một trái khoán coupon. Như ta sẽ thấy, khái niệm này cũng cho phép chúng ta có được một phép đo tương đương về lãi suất đối với tất cả 4 loại công cụ thị trường tin dụng được đề cập ở đây.

BÀI ĐỌC THÊM 4.1

Phải chăng chi phí bảo lãnh S & L thực sự là trên 500 tỉ đôla ?

Một áp dụng khái niệm giá trị hiện tại

Tiền bảo lãnh của chính phủ đối với công nghiệp tiết kiệm và cho vay là một trong những câu chuyện mới và quan trọng của thập kỷ đã qua. Những tuyên bố thường xuyên xuất hiện trên báo chí rằng chi phí bảo lãnh mà những người đóng thuế gánh chịu sẽ vượt quá 500 tỉ đôla, tức là hơn 2.000 đôla cho mỗi đàn ông, đàn bà, trẻ con ở Mỹ. Con số hơn 500 tỉ đôla chuẩn bị cho thuật hùng biện chính trị kỳ diệu, nhưng liệu chi phí có thật cao như vậy không ?

Câu trả lời là "không" và khái niệm giá trị hiện tại cho chúng ta biết vì sao. Con số 500 tỉ đôla bao gồm những món

tiền trả trái khoán suốt trong 40 năm tới. Khái niệm giá trị hiện tại nói với chúng ta rằng để tính ra giá của những món tiền trả này theo đôla hiện tại, chúng ta phải tính giảm chúng lại cho tới hiện tại. Khi chúng ta làm việc này, giá trị hiện tại của những thanh toán này là vào khoảng 150 tỉ đôla, chứ không phải 500 tỉ đôla. Đúng là giá trị hiện tại của tiền bảo lãnh 150 tỉ đôla không phải là điều có thể xem thường nhưng nó không hoàn toàn đáng sợ như một con số gấp hơn 3 lần như thế. (Chương 11 có một phần thảo luận sâu về các khủng hoảng và bảo lãnh trong công nghiệp tiết kiệm cho vay).

Lãi suất hoàn vốn

Tuy có một vai phương pháp chung để tính toán lãi suất, nhưng quan trọng nhất là **lãi suất hoàn vốn**, một lãi suất làm cân bằng giá trị hiện tại của tiền thanh toán nhận được theo một công cụ nợ với giá trị hôm nay của công cụ đó. Vì khái niệm tiềm ẩn trong việc tính lãi suất hoàn vốn có một ý nghĩa tốt về mặt kinh tế, các nhà kinh tế coi nó là phép đo lãi suất chính xác nhất. Bây giờ chúng ta tính lãi suất hoàn vốn cho 4 loại công cụ thị trường tin dụng.

Vay đơn. Khi dùng khái niệm giá trị hiện tại, lãi suất hoàn vốn đối với một món vay đơn được tính một cách dễ dàng. Đối với món vay thời hạn 1 năm mà chúng ta đã thảo luận, giá trị hôm nay là 100 đôla và tiền trả sau 1 năm sẽ là 110 đôla (tiền trả lại 100 đôla cộng tiền trả lãi 10 đôla). Chúng ta có thể dùng thông tin này để giải bài toán tìm lãi suất hoàn vốn (i) bằng cách thừa nhận rằng giá trị hiện tại của số tiền trả trong tương lai phải bằng giá trị hôm nay của tiền vay. Khi làm cho giá trị hôm nay của tiền nay (100 đôla) bằng với giá trị hiện tại của tiền trả 110 đôla sau 1 năm dùng phương trình (4.1) chúng ta có :

$$100 \text{ đôla} = \frac{110 \text{ đôla}}{1 + i}$$

Giải tìm i .

$$i = \frac{110 \text{ đôla} - 100 \text{ đôla}}{100 \text{ đôla}} = \frac{10 \text{ đôla}}{100 \text{ đôla}} = 0.1 = 10\%.$$

Cách tính toán lãi suất hoàn vốn này dường như quen thuộc vì nó bằng tiền trả lãi 10 đôla chia cho số tiền vay 100 đôla ; tức là nó bằng lãi suất đơn đối với tiền vay. Điều quan trọng để công nhận là với **món vay đơn, lãi suất đơn bằng lãi suất hoàn vốn**. Như vậy cùng một ký hiệu (i) được dùng để biểu thị lãi suất hoàn vốn và lãi suất đơn.

Hướng dẫn nghiên cứu

Điều cốt lõi để hiểu phép tính lãi suất hoàn vốn là việc làm cân bằng giá trị hôm nay của công cụ vay nợ với giá trị hiện tại của tất cả tiền trả trong tương lai của công cụ đó. Cách tốt nhất để học nguyên tắc này là áp dụng nó cho những ví dụ đặc biệt khác của 4 loại công cụ thị trường tín dụng để bổ sung vào những gì chúng ta sẽ nghiên cứu ở đây. Hãy xem bạn có thể viết các phương trình cho phép bạn tính lãi suất hoàn vốn trong mỗi trường hợp hay không.

Vay hoàn trả cố định. Bạn nhớ lại, loại vay này có món tiền hoàn trả như nhau mỗi năm, kéo dài suốt thời gian vay. Đối với món vay thế chấp có lãi suất cố định, ví dụ, người vay được trả món tiền như nhau mỗi tháng cho ngân hàng cho tới ngày mãn hạn, là lúc mà món nợ sẽ được hoàn trả xong xuôi. Để tính lãi suất

hoàn vốn đối với món vay hoàn trả cố định, chúng ta theo cùng một cách thức mà chúng ta đã làm cho món vay đơn. Chúng ta làm cân bằng giá trị hôm nay của món nợ với giá trị hiện tại của nó. Do món vay hoàn trả cố định có nhiều lần trả tiền, giá trị hiện tại của món vay đó được tính toán như là tổng của các giá trị hiện tại của tất cả các món tiền trả [dùng Phương trình (4.1)].

Trong ví dụ trước đây, món vay là 1.000 đôla và tiền trả hàng năm là 126 đôla trong suốt 25 năm sau đó. Giá trị hiện tại (*PV*) được tính như sau : Ở cuối một năm số tiền trả là 126 đôla với $PV = 126 \text{ đôla} / (1 + i)$; ở cuối năm thứ 2, số tiền trả 126 đôla với $PV = 126 \text{ đôla} / (1 + i)^2$, cứ như vậy cho đến cuối của năm thứ 25, số tiền trả sau cùng 126 đôla với $PV = 126 \text{ đôla} / (1 + i)^{25}$ được thực hiện. Khi làm cân bằng giá trị hôm nay của món vay (1.000 đôla) với tổng các giá trị hiện tại của tất cả số tiền đã trả hàng năm, chúng ta có :

$$1.000 \text{ đôla} = \frac{126 \text{ đôla}}{1 + i} + \frac{126 \text{ đôla}}{(1 + i)^2} + \frac{126 \text{ đôla}}{(1 + i)^3} + \dots + \frac{126 \text{ đôla}}{(1 + i)^{25}}$$

Một cách tổng quát hơn, đối với một món vay hoàn trả tiền cố định :

$$\text{TIỀN VAY} = \frac{FP}{1 + i} + \frac{FP}{(1 + i)^2} + \frac{FP}{(1 + i)^3} \dots + \frac{FP}{(1 + i)^N} \quad (4.2).$$

trong đó TIỀN VAY = toàn bộ món tiền vay.

FP = số tiền trả cố định hàng năm.

N = số năm cho tới mãn hạn.

Đối với một món vay hoàn trả cố định, số tiền trả cố định hàng năm và số năm cho tới ngày mãn hạn là những đại lượng đã biết, chỉ lãi suất hoàn vốn là đại lượng chưa biết. Như vậy ta có thể giải phương trình này để tìm lãi suất hoàn vốn, i . Vì việc tính toán này không dễ dàng, người ta đã lập ra các bảng cho phép tìm ra i với các giá trị : TIỀN VAY , $\text{TIỀN TRẢ CỐ ĐỊNH } FP$ và N cho trước của một món vay. Ví dụ, trường hợp món vay 25 năm với tiền trả cố định 126 đôla/năm, lãi suất hoàn vốn cho trong bảng là $i = 12\%$. Những người môi giới bất động sản thực thụ luôn có 1 bảng như thế trong tay (hoặc một máy tính bỏ túi có thể giải một phương trình như vậy) do đó họ có thể nói ngay với người mua nhà tương lai một cách chính xác số tiền trả hàng năm của anh ta sẽ là bao nhiêu nếu anh ta mua nhà bằng một món vay thế chấp (Hình 4.1).

Số tiền trả hàng tháng để trừ dần một món nợ

Thời hạn Số tiền đôla	19 năm	20 năm	21 năm	22 năm	23 năm	24 năm	25 năm
25	0,28	0,28	0,28	0,27	0,27	0,27	0,27
50	0,56	0,56	0,55	0,54	0,54	0,54	0,53
75	0,84	0,83	0,82	0,81	0,81	0,80	0,79
100	1,12	1,11	1,09	1,08	1,07	1,07	1,06
200	2,24	2,21	2,18	2,16	2,13	2,14	2,11
300	3,35	3,31	3,27	3,24	3,21	3,19	3,16
400	4,47	4,41	4,36	4,32	4,28	4,25	4,22
500	5,58	5,51	5,45	5,39	5,35	5,31	5,27
600	6,70	6,61	6,54	6,47	6,42	6,37	6,32
700	7,81	7,71	7,63	7,55	7,48	7,43	7,38
800	8,93	8,81	8,71	8,63	8,55	8,49	8,43
900	10,04	9,91	9,80	9,71	9,62	9,55	9,48
1.000	11,16	11,02	10,89	10,78	10,69	10,61	10,54
2.000	22,31	22,03	21,78	21,56	21,38	21,21	21,07
3.000	33,47	33,04	32,67	32,34	32,06	32,82	31,60
4.000	44,62	44,05	43,55	43,12	42,75	42,42	42,13
5.000	55,77	55,06	54,44	53,90	53,43	53,02	52,67

Hình 4.1. Một bảng trả tiền vay thế chấp.

Đối với món vay trả tiền cố định 1.000 đôla trong 25 năm, với lãi suất 12%, bảng cho biết rằng số tiền trả hàng tháng là 10,54 đôla (126 đôla/năm)

Trái khoán coupon. Để tính lãi hoàn vốn đối với một trái khoán coupon, ta dùng cùng một phương pháp như đối với món vay trả tiền cố định: Làm cân bằng giá trị hôm nay của trái khoán với giá trị hiện tại của nó. Vì trái khoán coupon có nhiều lần trả tiền, giá trị hiện tại của nó được tính là tổng các giá trị hiện tại của tất cả các món tiền coupon cộng với giá trị hiện tại của món tiền trả sau cùng, món tiền sau cùng này bằng mệnh giá của trái khoán.

Giá trị hiện tại của một trái khoán có mệnh giá 1.000 đôla với thời gian 10 năm tính đến ngày mãn hạn và tiền trả coupon hàng năm 100 đôla (lãi suất

coupon 10%) có thể được tính như sau : Ở cuối của năm đầu, có một món tiền coupon 100 đôla với một giá trị hiện tại $PV = 100 \text{ đôla}/(1+i)$; cuối năm thứ 2, có một món tiền coupon nửa 100 đôla với giá trị hiện tại $PV = 100 \text{ đôla}/(1+i)^2$, và tiếp tục như thế cho đến ngày mãn hạn, có một món tiền coupon 100 đôla với một giá trị hiện tại $PV = 100 \text{ đôla}/(1+i)^{10}$ cộng với món tiền trả lại 1.000 đôla (mệnh giá) với giá trị hiện tại $PV = 1.000 \text{ đôla}/(1+i)^{10}$. Khi đặt giá trị hôm nay của trái khoán (giá hiện thời của nó, ký hiệu bằng P_B) bằng với tổng các giá trị hiện tại của tất cả các món tiền trả cho trái khoán này, ta có :

$$P_B = \frac{100 \text{ đôla}}{1+i} + \frac{100 \text{ đôla}}{(1+i)^2} + \frac{100 \text{ đôla}}{(1+i)^3} + \dots + \frac{100 \text{ đôla}}{(1+i)^{10}} + \frac{1.000 \text{ đôla}}{(1+i)^{10}}$$

Một cách tổng quát hơn⁽¹⁾

$$P_B = \frac{C}{1+i} + \frac{C}{(1+i)^2} + \frac{C}{(1+i)^3} + \dots + \frac{C}{(1+i)^N} + \frac{F}{(1+i)^N} \quad (4.3)$$

trong đó :

- C = tiền coupon hàng năm
- F = mệnh giá của trái khoán
- N = số năm tới ngày mãn hạn
- P_B = giá của trái khoán coupon

Trong phương trình (4.3) tiền coupon, mệnh giá, số năm đến ngày mãn hạn và giá của trái khoán là những đại lượng đã biết, chỉ có lãi suất hoàn vốn là chưa biết. Như vậy chúng ta có thể giải phương trình này để tìm i ⁽²⁾. Giống như trường hợp món vay trả tiền cố định, việc tính toán ở đây cũng không dễ, do đó các bảng tính sẵn cho trái khoán (Hình 4.2) đã được lập ra cho phép chúng ta đọc ngay được i của một trái khoán khi biết : Suất coupon, số năm tới ngày mãn hạn và giá của nó. Một số máy tính bỏ túi dùng riêng cho kinh doanh có chương trình lập sẵn để giải các phương trình này cho bạn⁽³⁾.

(1) Hầu hết trái khoán coupon thanh toán tiền coupon trên cơ sở 1/2 năm hơn là 1 năm như nêu ở ví dụ ở đây. Việc này làm thay đổi sự tính toán không đáng kể và không đề cập ở đây.

(2) Trong một số trường hợp khác, còn được gọi là tỷ suất lợi tức.

(3) Việc tính toán lãi suất hoàn vốn của 1 trái khoán với một máy tính bỏ túi lập sẵn chương trình chỉ đòi hỏi bạn nhập tiền coupon hàng năm (C), mệnh giá (F), số năm đến ngày mãn hạn (N) và giá của trái khoán (P_B) rồi chạy chương trình.

Các giá trị của trái khoán tính theo mỗi 100 đôla mệnh giá

Lãi suất hoàn vốn	Số năm tới ngày mãn hạn									
	1 năm	2 năm	3 năm	4 năm	5 năm	6 năm	7 năm	8 năm	9 năm	10 năm
10.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
10.25	99.77	99.56	99.37	99.20	99.04	98.90	98.77	98.66	98.55	98.46
10.50	99.54	99.12	98.74	98.40	98.09	97.82	97.56	97.34	97.13	96.95
10.75	99.31	98.68	98.12	97.61	97.16	96.75	96.38	96.04	95.74	95.47
11.00	99.08	98.25	97.50	96.83	96.23	95.69	95.21	94.77	94.38	94.02
11.25	98.85	97.82	96.89	96.06	95.32	94.65	94.05	93.52	93.04	92.61
11.50	98.62	97.39	96.28	95.30	94.41	93.63	92.92	92.29	91.72	91.22
11.75	98.39	96.96	95.68	94.54	93.52	92.61	91.80	91.08	90.44	89.86
12.00	98.17	96.53	95.08	93.79	92.64	91.62	90.71	89.89	89.17	88.53
12.25	97.94	96.11	94.49	93.05	91.77	90.63	89.62	88.73	87.93	87.23
12.50	97.72	95.69	93.90	92.31	90.91	89.66	88.56	87.58	86.72	85.95
12.75	97.49	95.28	93.32	91.59	90.06	88.71	87.51	86.46	85.52	84.70

Hình 4.20. Một bảng tính cho trái khoán

Đối với một trái khoán 10 năm, lãi suất coupon 10%, bảng cho biết rằng một lãi suất hoàn vốn 11.75% tương ứng với một giá 89,86 đôla cho 100 đôla mệnh giá (nghĩa là một trái khoán mệnh giá 1.000 đôla bán với giá khoảng 900 đôla).

Chúng ta hãy xem xét một vài ví dụ về việc tìm lãi suất hoàn vốn đối với trái khoán có lãi suất coupon 10% mà việc thanh toán được thực hiện trong 10 năm. Nếu giá mua của trái khoán là 1.000 đôla thì, hoặc là dùng một máy tính bỏ túi có chương trình lập sẵn hoặc bằng cách sử dụng bảng tính cho trái khoán, chúng ta sẽ thấy rằng lãi suất hoàn vốn là 10%. Nếu giá là 900 đôla, thì chúng ta tìm thấy rằng lãi suất hoàn vốn là 11.75%.

Bảng 4.1 cho thấy lãi suất hoàn vốn được tính cho một vài giá trái khoán khác nhau.

Bảng 4.1. Lãi suất hoàn vốn đối với 1 trái khoán có lãi suất coupon 10% mẫu hạn trong 10 năm (mệnh giá = 1.000 đôla)

Giá trái khoán	Lãi suất hoàn vốn
1.200 đôla	7,13%
1.100	8,48%
1.000	10,00%
900	11,75%
800	13,81 %

Bảng 4.1. Minh họa 3 yếu tố đáng chú ý :

1. Khi trái khoán coupon được đặt giá bằng mệnh giá của nó, thì lãi suất hoàn vốn bằng lãi suất coupon.
2. Giá của một trái khoán coupon và lãi suất hoàn vốn có tương quan nghịch đảo tức là, khi lãi suất hoàn vốn tăng thì giá của trái khoán giảm. Nếu lãi suất hoàn vốn giảm, giá của trái khoán tăng.
3. Lãi suất hoàn vốn lớn hơn lãi suất coupon khi giá trái khoán thấp hơn mệnh giá.

Ba yếu tố này là đúng đối với bất kỳ trái khoán coupon nào và thật sự không có gì ngạc nhiên nếu bạn nghĩ về sự hợp lý toát ra trong vấn đề tính toán lãi suất hoàn vốn. Khi bạn đặt 1.000 đôla vào một tài khoản ngân hàng với lãi suất 10%, bạn có thể lĩnh ra 100 đôla mỗi năm và bạn sẽ nhận lại đủ 1.000 đôla vào cuối năm thứ 10. Việc này tương tự với việc mua trái khoán 1.000 đôla, với lãi suất coupon 10% được giải trình trong Bảng 4.1, trái khoán này thanh toán tiền coupon 100 đôla mỗi năm và sau đó hoàn trả 1.000 đôla ở cuối năm thứ 10. Nếu trái khoán được mua với mệnh giá 1.000 đôla, lãi suất hoàn vốn của nó phải bằng lãi suất 10%, nó cũng bằng lãi suất coupon 10%. Sự lập luận đúng như vậy được áp dụng cho một trái khoán bất kỳ nào đều chứng tỏ rằng, nếu trái khoán coupon được mua ở mệnh giá của nó, thì lãi suất hoàn vốn và lãi suất coupon phải bằng nhau.

Rõ ràng là trái khoán và lãi suất hoàn vốn là có liên hệ ngược. Khi i , lãi suất hoàn vốn, tăng lên, tất cả các mẫu số trong công thức giá trái khoán nhất thiết

phải tăng lên. Như vậy, một sự tăng lãi suất khi được độ bằng lãi suất hoàn vốn có nghĩa là giá của trái khoán phải giảm. Một cách giải thích khác việc vì sao giá trái khoán giảm khi lãi suất tăng lên là ở chỗ một lãi suất cao hàm ý rằng tiền trả coupon tương lai và tiền trả sau chót sẽ kém giá khi được tính giảm đến hiện tại, do đó giá của trái khoán phải thấp hơn.

Có một trường hợp đặc biệt của 1 trái khoán coupon cần phải thảo luận bởi vì lãi suất hoàn vốn của nó rất dễ tính toán. Trái khoán này được gọi là **côngxon** (consol) (còn gọi trái khoán hợp nhất), nó là một trái khoán vĩnh viễn (perpetual bond), không có ngày mãn hạn và không hoàn trả vốn, vốn này đem lại các món tiền coupon C đôla mãi mãi. Các trái khoán công xon đã được bán lần đầu ở kho bạc Anh trong chiến tranh Napôlêông và vẫn còn được mua bán ngày nay ; tuy nhiên chúng hiếm có trên thị trường vốn Mỹ Công thức trong phương trình (4.3) để tìm giá của côngxon (P_c) đơn giản hóa như sau đây⁽⁴⁾

$$P_c = \frac{C}{i} \quad (4.4)$$

Một đặc điểm thú vị của các côngxon là ở chỗ bạn có thể thấy ngay rằng khi i tăng lên, giá của trái khoán giảm. Ví dụ, nếu một côngxon thanh toán 100 đôla/

(4) Công thức tính giá trái khoán cho một côngxon là :

$$P_c = \frac{C}{i+1} + \frac{C}{(i+1)^2} + \frac{C}{(i+1)^3} + \dots + \dots$$

Công thức trên có thể được viết như sau :

$$P_c = C(x + x^2 + x^3 + \dots)$$

trong đó $x = \frac{1}{i+1}$

Theo kiến thức đại số học ở trường đại học, bạn có thể nhớ lại công thức cho một tổng vô hạn :

$$1 + x + x^2 + x^3 + \dots = \frac{1}{1-x} \text{ với } x < 1$$

và như vậy :

$$P_c = C \left(\frac{1}{1-x} - 1 \right) = C \left(\frac{1}{1 - \frac{1}{i+1}} - 1 \right)$$

sau một số biến đổi đại số thích hợp, trở thành :

$$P_c = C \left(\frac{1+i}{i} - \frac{i}{i} \right) = \frac{C}{i}$$

năm vĩnh viễn và lãi suất là 10%, giá của nó sẽ là 1.000 đôla = 100 đôla/0,10. Nếu lãi suất tăng tới 20%, thì giá của nó sẽ giảm tới 500 đôla = 100 đôla/0,20. Chúng ta cũng có thể viết công thức này như :

$$i = \frac{C}{P_c} \quad (4.5)$$

Chúng ta thấy rằng việc tính lãi suất hoàn vốn cho côngxon cũng dễ dàng (bất kể yếu tố là nó không bao giờ mãn hạn). Ví dụ, với một côngxon thanh toán 100 đôla/năm và một giá 2.000 đôla, lãi suất hoàn vốn là :

$$5\% (= 100 \text{ đôla}/2.000 \text{ đôla})$$

Trái khoán giảm giá. Việc tính toán lãi suất hoàn vốn cho 1 trái khoán giảm giá cũng tương tự như việc tính toán nó cho món vay đơn. Chúng ta hãy xem xét một trái khoán giảm giá ví dụ một tín phiếu kho bạc Mỹ, tín phiếu này hoàn trả mệnh giá 1.000 đôla trong thời gian 1 năm. Nếu giá mua hiện thời của tín phiếu này là 900 đôla, thì khi làm cân bằng giá này với giá trị hiện tại của 1.000 đôla nhận được sau 1 năm, phương trình 4.1 cho ta :

$$900 \text{ đôla} = \frac{1.000 \text{ đôla}}{1 + i}$$

giải tìm i ,

$$i = \frac{1.000 \text{ đôla} - 900 \text{ đôla}}{900 \text{ đô la}} = 0,111 = 11,1\%$$

Tổng quát hơn, với một trái khoán giảm giá bất kỳ loại 1 năm, lãi suất hoàn vốn có thể được viết là :

$$i = \frac{F - P_d}{P_d} \quad (4.6)$$

trong đó F = mệnh giá của trái khoán giảm giá

P_d = giá hiện thời của trái khoán giảm giá.

Nói một cách khác, lãi suất hoàn vốn bằng với mức tăng giá qua 1 năm ($F - P_d$) chia cho giá ban đầu (P_d).

Một đặc điểm quan trọng của phương trình này là đối với một trái khoán giảm giá, lãi suất hoàn vốn tỉ lệ nghịch với giá trái khoán hiện thời. Điều này cũng giống như kết luận mà chúng ta đưa ra đối với trái khoán coupon. Ví dụ, phương

trình 4.6 ở trên cho thấy rằng một sự tăng giá trái khoán từ 900 đôla lên 950 đôla nghĩa là trái khoán sẽ có một sự tăng nhỏ hơn về giá của nó trong đời của nó, do đó lãi suất hoàn vốn giảm từ 11,1 đến 5,3%. Tương tự như vậy, một sự giảm lãi suất hoàn vốn nghĩa là giá của trái khoán giảm giá đã tăng lên.

Tóm tắt. Khái niệm về giá trị hiện tại cho ta biết rằng một đôla trong tương lai không có giá trị đối với bạn như một đôla hôm nay vì bạn có thể kiếm được lãi ở đồng đôla hôm nay : Đặc biệt, một đôla nhận được sau đây n năm chỉ đáng giá 1 đôla $/(1 + i)^n$ hôm nay. Giá trị hiện tại của một số tiền trả trong tương lai theo một công cụ vay nợ bằng tổng các giá trị hiện tại của mỗi món nợ trong tương lai. Lãi suất hoàn vốn cho một công cụ tài chính là lãi suất làm cân bằng giá trị hiện tại của các món trả trong tương lai theo công cụ này với giá trị hôm nay của nó. Do phương pháp tính toán lãi suất hoàn vốn được dựa trên những nguyên lý kinh tế đúng đắn, nên đây là phép đo mà các nhà kinh tế cho là phương pháp mô tả chính xác nhất lãi suất.

Những tính toán của chúng ta về lãi suất hoàn vốn cho những trái khoán khác nhau thể hiện một điều quan trọng là *giá trái khoán hiện thời và lãi suất có tương quan nghịch* : *Khi lãi suất tăng, thì giá của trái khoán giảm và ngược lại.*

CÁC PHÉP ĐO LÃI SUẤT KHÁC

Lãi suất hoàn vốn là số đo đúng đắn nhất của lãi suất và là điều mà các nhà kinh tế muốn nói khi họ dùng thuật ngữ *lãi suất*. Trừ những trường hợp đặc biệt, các thuật ngữ *lãi suất* và *lãi suất hoàn vốn* sẽ đồng nghĩa với nhau trong sách này. Tuy nhiên, vì lãi suất hoàn vốn đôi khi khó tính toán, cho nên các số đo khác kém chính xác, được sử dụng rộng rãi trong thị trường chứng khoán. Bạn sẽ luôn gặp hai phép đo này "lãi suất hoàn vốn hiện hành" và "lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm" khi đọc các báo chí ; điều quan trọng là bạn phải hiểu chúng có nghĩa gì và chúng khác với các phép đo chính xác hơn về lãi suất, lãi suất hoàn vốn như thế nào.

Lãi suất hoàn vốn hiện hành

Lãi suất hoàn vốn hiện hành là một xấp xỉ lãi suất hoàn vốn của trái khoán coupon, nó thường được nói tới vì khác với lãi suất hoàn vốn, nó dễ tính toán hơn. Nó được định nghĩa là tỉ số giữa tiền thanh toán coupon hàng năm với giá của chứng khoán đó.

$$i_c = \frac{C}{P_B} \quad (4.7)$$

trong đó : i_c = lãi suất hoàn vốn hiện hành.
 P_B = giá của trái khoán coupon.
 C = tiền coupon hàng năm.

Công thức này tương tự với công thức trong Phương trình (4.5) là công thức thể hiện việc tính toán lãi suất hoàn vốn cho một côngxon. Vì thế, đối với 1 côngxon, lãi suất hoàn vốn hiện hành là một phép đo chính xác của lãi suất hoàn vốn. Khi một trái khoán coupon có thời gian đến ngày mãn hạn dài (dài hạn) (ví dụ 20 năm hay hơn nữa), nó rất giống một côngxon là loại thanh toán tiền coupon vĩnh viễn. Như vậy, bạn cho rằng lãi suất hoàn vốn hiện hành là một đại lượng có phần khít khao của lãi suất hoàn vốn cho một trái khoán coupon dài hạn, và bạn có thể dùng một cách yên tâm phép tính lãi suất hoàn vốn hiện hành thay vì tra tìm lãi suất hoàn vốn trong bảng tính sẵn cho trái khoán coupon. Tuy nhiên, do thời gian đến ngày mãn hạn của một trái khoán coupon ngắn lại (ví dụ, ít hơn 5 năm), nó tỏ ra dần dần ít giống một côngxon và như vậy tính xấp xỉ của lãi suất hoàn vốn hiện hành trở nên dần dần kém đi.

Chúng ta cũng đã thấy rằng khi giá trái khoán bằng mệnh giá của trái khoán, lãi suất hoàn vốn bằng với lãi suất coupon (tiền coupon chia cho mệnh giá của trái khoán). Do lãi suất hoàn vốn hiện hành bằng tiền coupon chia cho giá trái khoán, lãi suất hoàn vốn hiện hành cũng bằng lãi suất coupon khi giá trái khoán là bằng mệnh giá của nó. Lý lẽ này dẫn ta đến kết luận rằng, khi giá trái khoán là bằng mệnh giá, lãi suất hoàn vốn hiện hành bằng lãi suất hoàn vốn. Điều này nghĩa là giá trái khoán càng gần với mệnh giá của trái khoán, lãi suất hoàn vốn hiện hành càng xấp xỉ với lãi suất hoàn vốn.

Lãi suất hoàn vốn hiện hành tỉ lệ nghịch với giá của trái khoán. Trong trường hợp trái khoán có lãi suất coupon 10%, khi giá tăng lên từ 1.000 đôla đến 1.100 đôla, lãi suất hoàn vốn hiện hành giảm từ 10% (= 100 đôla/1.000 đôla) tới 9,09% (= 100 đôla/1.100 đôla). Như Bảng 4.1 chỉ rõ, lãi suất hoàn vốn cũng tỉ lệ nghịch với giá trái khoán ; khi giá tăng từ 1.000 đôla đến 1.100 đôla, lãi suất hoàn vốn giảm từ 10% xuống 8,48%. Ở đây, ta thấy một điều quan trọng : Lãi suất hoàn vốn hiện hành và lãi suất hoàn vốn luôn đi với nhau ; một sự tăng ở lãi suất hoàn vốn hiện hành luôn báo hiệu rằng lãi suất hoàn vốn cũng đã tăng.

Các đặc tính chung của lãi suất hoàn vốn hiện hành (tiền coupon hàng năm/ giá trái khoán) có thể được tóm lại như sau : Lãi suất hoàn vốn hiện hành càng là một xấp xỉ tốt hơn đối với lãi suất hoàn vốn, nếu giá trái khoán càng gần với

mệnh giá của trái khoán, kỳ hạn thanh toán của trái khoán càng dài. Nó càng trở thành một xấp xỉ kém, nếu giá của trái khoán càng xa mệnh giá của trái khoán, kỳ hạn thanh toán của trái khoán càng ngắn hơn. Bất kể dù lãi suất hoàn vốn hiện hành có là một xấp xỉ đúng của lãi suất hay là không, một sự thay đổi ở lãi suất hoàn vốn hiện hành luôn báo hiệu một sự thay đổi theo cùng một chiều của lãi suất hoàn vốn.

Lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm

Trước khi xuất hiện máy tính, những người buôn bán trái khoán kho bạc Mỹ thấy khó khăn khi tính lãi suất là một lãi suất hoàn vốn. Thay vào đó, họ định giá lãi suất đối với trái khoán như **một lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm hoặc lãi suất hoàn vốn tính giảm** (discount yield) và họ vẫn còn làm như vậy ngày nay. Nguyên tắc, lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm được định nghĩa theo công thức sau :

$$i_{dh} = \frac{(F - P_d)}{F} \times \frac{360}{\text{số ngày tới khi mãn hạn}} \quad (4.8)$$

trong đó :

i_{dh} = lãi suất hoàn vốn trên 1 cơ sở tính giảm.

F = mệnh giá của trái khoán giảm giá.

P_d = giá mua của trái khoán giảm giá.

Có hai sự khác biệt trong phương pháp tính lãi suất này. Thứ nhất, nó dùng tỉ lệ phần trăm trên mệnh giá của tín phiếu $(F - P_d)/F$ chứ không dùng tỉ lệ phần trăm trên giá mua tín phiếu, $(F - P_d)/P_d$, như được dùng khi tính toán lãi suất hoàn vốn. Thứ hai, nó tính lãi suất hoàn vốn lấy 360 ngày thay cho 365 ngày 1 năm.

Do có những khác biệt này, lãi suất hoàn vốn tính giảm định giá thấp đi lãi suất của tín phiếu như đã được đo bằng lãi suất hoàn vốn. Đối với tín phiếu 1 năm, được bán với giá 900 đôla và có mệnh giá 1.000 đôla, lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm sẽ là :

$$i_{dh} = \frac{1.000 \text{ đôla} - 900 \text{ đôla}}{1.000 \text{ đôla}} \times \frac{360}{365} = 0,099 = 9,9\%$$

Trong khi lãi suất hoàn vốn đối với tín phiếu này, như chúng ta đã tính toán trước đây, là 11,1%. Lãi suất hoàn vốn tính giảm đã định giá lãi suất hoàn vốn thấp đi bằng một số hơn 10%. Sở dĩ có giảm bớt đi hơn 1% một chút là do độ dài

thời gian 1 năm đã bị giảm đi bằng một số lớn hơn 1% một chút ; khi tín phiếu có thời gian đến ngày mãn hạn là 1 năm, phần thứ hai của vé phải trong công thức là 0,986 thay vì đáng lẽ là 1. Tuy nhiên, lý do quan trọng hơn của việc định giá thấp như vậy là do việc dùng tỉ lệ phần trăm đối với mệnh giá thay vì đối với giá mua. Bởi vì, theo định nghĩa, giá mua 1 trái khoán giảm giá luôn luôn nhỏ hơn mệnh giá của nó, tỉ lệ phần trăm đối với mệnh giá rõ ràng phải nhỏ hơn tỉ lệ phần trăm đối với giá mua. Sự sai biệt giữa giá mua và mệnh giá càng lớn, thì sự định giá thấp của lãi suất hoàn vốn tính giảm từ lãi suất hoàn vốn càng lớn. Do sự sai biệt giữa giá mua và mệnh giá càng lớn nếu kỳ hạn thanh toán càng dài hơn, chúng ta có thể rút ra kết luận sau đây về quan hệ giữa lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm đối với lãi suất hoàn vốn : Lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm luôn luôn định giá thấp lãi suất hoàn vốn và định giá thấp này càng lớn nếu hạn kỳ thanh toán của trái khoán giảm giá càng lớn.

Một đặc điểm quan trọng khác của lãi suất hoàn vốn tính giảm là ở chỗ, giống như lãi suất hoàn vốn, nó có tương quan nghịch đảo với giá của trái khoán. Ví dụ, khi giá trái khoán tăng từ 900 đôla lên 950 đôla, công thức nói trên cho thấy rằng lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm giảm đi từ trị số 11,1 đến 5,3%. Ở đây chúng ta thấy một yếu tố quan trọng khác về sự liên quan của lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm đối với lãi suất hoàn vốn : Chúng luôn luôn đi theo nhau ; tức là, một sự tăng lãi suất hoàn vốn tính giảm luôn luôn nghĩa là lãi suất hoàn vốn đã tăng, và một sự giảm xuống của lãi suất hoàn vốn tính giảm nghĩa là lãi suất hoàn vốn cũng đã giảm xuống. Những đặc tính của lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm có thể được tóm tắt như sau : Lãi suất trên cơ sở tính giảm đã định giá thấp đi mức đo chính xác hơn của lãi suất, lãi suất hoàn vốn, và kỳ hạn thanh toán của trái khoán giảm giá càng dài hơn, thì sự định giá thấp này càng trở nên lớn hơn. Tuy nhiên, mặc dù lãi suất hoàn vốn tính giảm là một mức đo hơi sai lệch của lãi suất, nhưng một sự thay đổi trong lãi suất hoàn vốn tính giảm luôn cho thấy một sự thay đổi cùng hướng của lãi suất hoàn vốn.

ỨNG DỤNG

ĐỂ ĐỌC TRANG TRÁI KHOÁN CỦA CÁC NHẬT BÁO

Nay chúng ta đã hiểu các định nghĩa khác nhau về lãi suất, chúng ta hãy ứng dụng hiểu biết của chúng ta và xem xem những loại thông tin nào xuất hiện trên trang trái khoán của nhật báo điển hình. Giá trái khoán và lãi suất được định ra theo 3 cách khác nhau trên tờ nhật báo. Phần "Theo dõi tin tài chính" có sự liệt

kê của tờ *Wall Street Journal* đối với 3 loại trái khoán khác nhau vào ngày thứ 6/1/3/1991. Bảng (a) chứa các thông tin về trái khoán và trái phiếu kho bạc Mỹ. Cả hai đều là trái khoán coupon, chỉ có sự khác nhau là thời gian đến ngày mãn hạn của chúng kể từ khi chúng được phát hành lần đầu: Trái phiếu ngắn hạn có thời gian đến ngày mãn hạn ít hơn 10 năm, trong khi đó trái khoán dài hạn có thời gian đến ngày mãn hạn lớn hơn 10 năm.

Các mảng thông tin được thấy trong các cột "lãi suất" và "kỳ hạn thanh toán" phân rõ loại trái khoán theo lãi suất coupon và ngày mãn hạn. Ví dụ, trái khoán T # 1 có lãi suất coupon 6 1/2% cho biết rằng nó trả lãi 65 đôla một năm đối với một trái khoán có mệnh giá 1.000 đôla, và mãn hạn vào tháng 11/1991. Chú ý là trái khoán T # 3 có hai ngày tháng dưới cột "kỳ hạn thanh toán". Các thông tin này cho biết rằng trái khoán có thể được thu hồi; nghĩa là kho bạc có quyền mua lại trái khoán và thanh toán hết theo mệnh giá của nó trước ngày mãn hạn. Trái khoán T # 3 mãn hạn vào tháng 11 năm 2014, nhưng giữa tháng 11 năm 2009 và ngày mãn hạn, kho bạc có thể thu hồi trái khoán và hoàn trả hết tiền trái khoán sớm hơn theo mệnh giá là 1.000 đôla.

Ba thông tin tiếp theo cho chúng ta biết về giá trái khoán. Theo qui ước, tất cả giá trên thị trường trái khoán được yết giá 100 đôla mệnh giá. Hơn nữa, những con số sau dấu 2 chấm (:) biểu thị các phần của 32. Trong trường hợp trái khoán T # 1, giá thứ nhất là 99 : 31 biểu thị $99 + \frac{31}{32} = 99,969$, hoặc một giá hiện thời 999,69 đôla cho một trái khoán có mệnh giá 1.000 đôla. Giá mua (bid price) cho biết bạn sẽ nhận được giá nào nếu bạn bán trái khoán, trong khi giá bán (asked price) cho bạn biết bạn phải mua trái khoán với giá nào. (Bạn có thể nghĩ về giá mua như là "giá bán buôn" và giá bán như giá "bán lẻ". Cột "thay đổi" ("chg") cho biết giá mua đã thay đổi như thế nào từ ngày mua bán trước đó.

Chú ý là đối với tất cả các trái khoán (bond) và trái phiếu (note) vừa nêu có giá bán lớn hơn giá mua. Có thể bạn phân vân tại sao điều này lại xảy ra? Sự khác nhau giữa giá mua và giá bán (khoảng cách - "spread") mang lại cho người buôn trái khoán tức người mua và bán các chứng khoán này là một lợi nhuận. Đối với trái khoán T # 1, khi người buôn mua nó với giá $99\frac{31}{32}$ và bán nó với giá $100\frac{1}{32}$, người đó được lợi $\frac{2}{32}$. Lợi nhuận này giúp người buôn có thể sinh sống và đem lại những dịch vụ cho phép bạn mua và bán trái khoán theo ý muốn.

Cột "lãi suất hoàn vốn bán (Ask Yld) cho biết lãi suất hoàn vốn, nó là 6,45% đối với trái khoán T # 1. Nó được tính theo phương pháp đã trình bày ở đầu của chương này dùng giá bán làm giá của trái khoán. Giá bán được dùng trong tính

toán bởi vì lãi suất hoàn vốn là thích hợp nhất với một cá nhân sắp sửa mua và giữ chứng khoán và như vậy được hưởng lãi suất. Mặt khác người bán chứng khoán, sắp sửa không còn giữ nó nữa và như thế ít quan tâm đến lãi suất hơn.

Con số về lãi suất hoàn vốn hiện hành thường không được nêu trong bảng giá của nhật báo đối với những chứng khoán kho bạc, nhưng nó được đưa vào bảng (a) để cho bạn một số ví dụ đời thực để biết lãi suất hoàn vốn hiện hành đã xấp xỉ với lãi suất hoàn vốn được đến mức nào. Những thảo luận trên đây đã đem lại cho chúng ta một quy tắc để quyết định khi nào thì lãi suất hoàn vốn hiện hành có thể gần như là một xấp xỉ đúng và khi nào thì không.

Trái khoán T # 3 và # 4 mãn hạn sau hơn 20 năm nghĩa là các đặc tính của nó giống những đặc tính của 1 côngxon. Các lãi suất hoàn vốn hiện hành do vậy phải là một xấp xỉ gần đúng của lãi suất hoàn vốn, và chúng là : Những lãi suất hoàn vốn hiện hành nằm trong phạm vi 6% của những giá trị của các lãi suất hoàn vốn. Xấp xỉ này là hợp lý ngay cả đối với trái khoán T # 3, trái khoán này có giá hơn 30% trên mệnh giá của nó.

Bây giờ ta hãy xem xét các trái khoán T # 1 và # 2, chúng có thời gian đến ngày mãn hạn ngắn hơn nhiều. Lãi suất hoàn vốn hiện hành là một xấp xỉ tốt khi giá của chúng rất sát với mệnh giá 100 như đối với trái khoán T # 1. Tuy vậy, giá của trái khoán T # 2 chỉ khác với mệnh giá 5%, ta thấy lãi suất hoàn vốn hiện hành là một xấp xỉ tồi đến thế nào đối với lãi suất hoàn vốn ; nó định giá cao lãi suất hoàn vốn hơn 7 phần trăm. Điều này xác nhận cái mà chúng ta đã học trước kia về lãi suất hoàn vốn hiện hành : Nó có thể là một chỉ dẫn hết sức sai lạc về giá trị của lãi suất hoàn vốn đối với trái khoán ngắn hạn nếu giá trái khoán không gần với mệnh giá.

Hai loại trái khoán khác được nói tới trên báo chí rất giống với các trái khoán và trái phiếu kho bạc. Các chứng khoán của cơ quan chính phủ và các chứng khoán hỗn hợp bao gồm những chứng khoán do những cơ quan chính phủ phát hành, ví dụ Công ty thế chấp Quốc gia của chính phủ giành những món tiền cho các Tổ chức tiết kiệm và cho vay và các tổ chức quốc tế, ví dụ như Ngân hàng thế giới vay trái khoán miễn thuế là một loại trái khoán khác được nói tới có tính chất tương tự như bảng (a) trừ một điều là thường không đưa ra những tính toán lãi suất hoàn vốn. Trái khoán miễn thuế bao gồm trái khoán do các chính phủ địa phương và các cơ quan có thẩm quyền phát hành. Tiền lãi của các trái khoán này được miễn thuế thu nhập liên bang.

Bảng (b) trích dẫn lãi suất hoàn vốn đối với tín phiếu kho bạc, loại này, như

chúng ta đã xem xét, là những trái khoán giảm giá. Do không có coupon, những chứng khoán này chỉ được phân biệt duy nhất bởi ngày mãn hạn của chúng, ghi trong cột 1. Cột tiếp theo "số ngày tới lúc mãn hạn" cho biết số ngày tính tới lúc mãn hạn của tín phiếu. Những nhà buôn trong thị trường này luôn nói đến giá bằng cách báo lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm. Cột "mua" nêu lãi suất hoàn vốn tính giảm cho những người bán tín phiếu cho nhà kinh doanh chứng khoán, trong khi đó, cột "bán" nêu lãi suất hoàn vốn tính giảm cho những người mua tín phiếu của nhà kinh doanh trái khoán. Đối với trái khoán và trái phiếu, lợi nhuận của các nhà kinh doanh thu được là do giá bán cao hơn giá mua, khiến cho lãi suất hoàn vốn tính giảm bán là thấp hơn so với lãi suất hoàn vốn tính giảm mua.

Như ta đã học trước kia, lãi suất hoàn vốn trên cơ sở giảm giá là sự định giá thấp lãi suất hoàn vốn nêu ở cột sau cùng của bảng (b). Đây là sự hiển nhiên rút ra từ việc so sánh các cột "lãi suất hoàn vốn" và lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm. Như chúng ta đã dự tính khi thảo luận về việc tính lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm, mức nói giảm tăng lên khi kỳ hạn thanh toán của tín phiếu dài ra.

Bảng (c) có những báo giá các trái khoán công ty tại Thị trường chứng khoán New York (NYSE). Các trái khoán công ty được mua bán tại Thị trường chứng khoán Mỹ (AMEX) cũng được nói tới theo cách thức tương tự. Cột đầu tiên để phân loại trái khoán, nó cho biết công ty nào phát hành trái khoán. Những trái khoán mà chúng ta đang xem xét đều do Công ty Điện thoại & Điện tín Mỹ (AT & T) phát hành. Cột tiếp theo cho ta biết lãi suất coupon và ngày mãn hạn (5^{3/8}% và 1995 cho trái khoán # 1). Cột "lãi suất hoàn vốn hiện hành" (Cur Yld) cho biết lãi suất hoàn vốn hiện hành (6,2%), và cột "khối lượng" (Vol) cho biết khối lượng mua bán đối với loại trái khoán này (7 trái khoán loại có mệnh giá 1.000 đôla được mua bán hôm đó). Cột giá "đóng cửa" (Close) là giá mua bán sau chót của ngày đó cho 100 đôla mệnh giá. Giá 91^{1/4} nghĩa là giá 912,50 đôla cho một trái khoán có mệnh giá 1.000 đôla cột thay đổi thực" (net Chg) là sự thay đổi giá lúc đóng cửa so với ngày giao dịch hôm trước.

Lãi suất hoàn vốn cũng được nêu ra cho hai loại trái khoán. Thông tin này không phải luôn luôn được nêu tên báo chí, nhưng nêu ra ở đây vì nó cho biết lãi suất hoàn vốn hiện hành có thể sai lạc như thế nào đối với một trái khoán có hạn kỳ thanh toán ngắn, ví dụ 5^{3/8} năm 1995. Lãi suất hoàn vốn hiện hành 6,2% là một mức đo sai lạc của lãi suất vì lãi suất hoàn vốn đang là 8,24%.

THEO DÕI TIN TÀI CHÍNH

Giá trái khoán và lãi suất

Giá trái khoán và lãi suất được yết giá hàng ngày trên tờ *Wall Street Journal*, bạn có thể tìm chúng trong mục NYSE/AMEX Bonds, các

phát hành của kho bạc, của chính phủ và cơ quan chính phủ. Ba hình thức cơ bản để trích dẫn giá và lãi suất hoàn vốn của trái khoán được minh họa dưới đây trong một mục của tờ *Wall Street Journal*.

Thứ 5 ngày 28/2/1991

Trích dẫn đại diện tại chỗ mua bán thẳng (tại quầy) trên cơ sở giao dịch 1 triệu hay hơn 1 triệu đôla.

Trích dẫn trái khoán, trái phiếu và tín phiếu (bond, note, bill) vào lúc giữa chừng sau buổi trưa, các dấu hai chấm (:) trong phần trích dẫn giá mua và giá bán là để thay cho các mẫu số 32; 101:01 nghĩa là 101^{1/32}. Những thay đổi thực (ròng) ở các mẫu số số 32.

(a) Treasury Bonds and Notes

GOVT. BONDS & NOTES

	Rate	Maturity	Bid	Asked	Chg	Ask Yld.	
T-bond # 1	8 ^{1/2}	Nov 91n	99:31	100:01	-1	6.45	◀ Current Yield = 6,49%
T-bond # 2	8 ^{1/2}	Nov 91n	101:11	101:13	...	6.42	
T-bond # 3	14 ^{1/4}	Nov 91n	105:10	105:14	-1	6.02	◀ Current Yield = 13,52%
	11 ^{3/4}	Nov 09 14	131:09	131:13	-13	8.39	◀ Current Yield = 8,94%
	11 ^{1/4}	Feb 15	129:29	130:01	-15	8.33	
	10 ^{3/8}	Aug 15	123:20	123:24	-15	8.33	
	9 ^{7/8}	Nov 15	115:30	116:02	-16	8.33	
T-bond # 4	9 ^{1/4}	Feb 16	109:18	109:22	-14	6.32	
	7 ^{1/4}	May 16	88:31	95:03	-13	6.29	◀ Current Yield = 8,14%

(b) Treasury Bills

STREASURY B

Maturity	Days to Mat.	Bid	Asked	Chg.	Yld.	Maturity	Days to Mat.	Bid	Asked	Chg.	Yld.
Apr 04'91	31	5.63	5.61	-0.05	5.72	Jul 11'91	129	6.05	6.03	+0.01	6.25
Apr 11'91	38	5.57	5.65	+0.01	5.76	Jul 18'91	136	6.05	6.03	+0.01	6.26
Apr 16'91	45	5.72	5.70	+0.02	5.82	Jul 25'91	143	6.05	6.03	+0.01	6.26
Apr 25'91	52	6.03	6.01	-0.01	6.15	Aug 01'91	150	6.05	6.03	+0.02	6.27
May 02'91	59	6.04	6.02	+0.01	6.18	Aug 08'91	157	6.05	6.03	+0.02	6.28
May 09'91	66	6.04	6.02	+0.01	6.17	Aug 15'91	164	6.05	6.03	+0.02	6.29
May 16'91	73	6.04	6.02	6.18	Aug 22'91	171	6.03	6.01	+0.02	6.27
May 23'91	80	6.04	6.02	6.19	Aug 29'91	178	6.04	6.02	+0.03	6.29
May 30'91	87	6.04	6.02	+0.01	6.19	Sep 26'91	206	5.98	5.96	+0.02	6.23
Jun 06'91	94	6.06	6.04	+0.03	6.22	Oct 24'91	234	6.06	6.04	+0.04	6.33
Jun 13'91	101	6.05	6.03	+0.02	6.22	Nov 21'91	262	6.06	6.04	+0.04	6.34
Jun 20'91	108	6.05	6.03	+0.04	6.23	Dec 19'91	290	6.01	5.99	+0.04	6.31
Jun 27'91	115	6.01	5.99	+0.02	6.19	Jan 16'92	318	6.02	6.00	+0.04	6.34
Jul 05'91	123	6.06	6.04	+0.02	6.25	Feb 13'92	336	6.08	6.01	+0.04	6.37

(c) New York Stock Exchange Bonds

CORPORATION BONDS

VOLUME \$ 95,320,000

Bonds	Cur Yld	Vol	Close	Net Chg.		
Bond # 1	ATT 5 ^{7/8} 95	6.2	7	91 ^{1/4}	...	◀ Yield to Maturity = 8,24%
	ATT 6s00	7.3	36	82 ^{1/4}	1 ^{1/4}	
	ATT 6 ^{3/4} 00	8.7	399	100 ^{3/8}	1 ^{1/4}	
	ATT 7s01	7.9	217	88 ^{3/8}	1 ^{1/2}	
	ATT 8.80s05	8.6	221	100 ^{1/4}	1/8	
	ATT 8 ^{1/2} s07	8.9	149	97 ^{3/8}	5/8	
Bond # 2	ATT 8 ^{1/2} 26	9.2	209	94 ^{1/4}	1/4	◀ Yield to Maturity = 9,18%

Source : *Wall Street Journal* (Friday, March 1, 1991).

Những trích dẫn của trái phiếu, tín phiếu kho bạc là các mẫu số 100 được trích dẫn đối với một mức giảm giá. Số ngày tính tới mãn hạn được tính toán theo ngày tháng thanh toán. Tất cả lãi suất hoàn vốn là theo ngày mãn hạn và dựa theo trích dẫn giá mua. Đối với những trái khoán có thể thu hồi trước khi mãn hạn, lãi suất hoàn vốn được tính theo ngày thu hồi sớm nhất đối với những phát hành được trích dẫn ở trên mệnh giá và theo ngày mãn hạn đối với những phát hành được trích dẫn dưới mệnh giá. Khi được phát hành.

* **GIỚI THIỆU :** *Những chữ viết tắt trong tiếng Anh trong bản tin*

(a) Treasury Bonds and Notes - *trái khoán và trái phiếu kho bạc* ; Govt. Bonds & Notes - *trái khoán và trái phiếu của chính phủ* ; Rate - *lãi suất* ; Maturity - *hạn kỳ thanh toán* ; Bid - *giá bán (đặt)* ; Asked - *giá mua (hỏi)* ; Chg - *thay đổi* ; Ask Yld - *lãi suất hoàn vốn mua* ; Current Yield (cur yld) - *lãi suất hoàn vốn hiện hành*.

(b) Treasury Bills - *tín phiếu kho bạc* ; Day to Mat - *số ngày tới mãn hạn* ;

(c) New York Stock Exchange Bonds - *trái khoán thị trường chứng khoán New York* ; Corporation bonds - *trái khoán công ty* ; Volume (vol.) - *khối lượng* ; Close - *lúc đóng cửa* ; Yield to Maturity - *lãi suất hoàn vốn*.

SỰ PHÂN BIỆT GIỮA LÃI SUẤT VÀ LỢI TỨC

Nhiều người nghĩ rằng lãi suất của một trái khoán cho họ biết đủ những gì họ cần biết về việc họ đã khá lên như thế nào do sở hữu nó. Nếu Irving, nhà đầu tư cho rằng mình khá lên khi anh ta sở hữu một trái khoán dài hạn có lãi suất 10% và lãi suất tăng tới 20%, thì anh ta sẽ chột tinh ra : Như chúng ta sẽ xem qua, Irving đã mất cả áo ! Một người thu lợi như thế nào khi nắm giữ một trái khoán hay một chứng khoán bất kỳ khác qua một khoảng thời gian nhất định sẽ được lượng định một cách chính xác bằng **lợi tức** hoặc nói một cách chính hơn, bằng **tỷ suất lợi tức**. Đối với một chứng khoán bất kỳ tỷ suất lợi tức được định nghĩa là tiền trả cho chủ sở hữu nó cộng với thay đổi về giá trị của chứng khoán đó rồi chia cho giá mua. Để làm cho định nghĩa này sáng tỏ hơn, chúng ta hãy xem lợi tức là như thế nào đối với một trái khoán coupon có mệnh giá 1.000 đôla và lãi suất coupon là 10% ; trái khoán này được mua với giá 1.000 đôla, rồi được giữ 1 năm, sau đó bán đi với giá 1.200 đôla. Tiền trả cho người sở hữu coupon là : Tiền coupon một năm 100 đôla và thay đổi giá trị trái khoán : 1.200 đôla - 1.000 đôla = 200 đôla. Cộng chúng với nhau rồi biểu thị bằng tỉ số đối với giá mua 1.000 đôla sẽ cho chúng ta biết lợi tức của việc lưu giữ trái khoán này trong 1 năm :

$$\frac{100 \text{ đôla} + 200 \text{ đôla}}{1.000 \text{ đôla}} = \frac{300 \text{ đôla}}{1.000 \text{ đôla}} = 0,30 = 30\%$$

Bạn có thể thấy điều gì đó khá ngạc nhiên về lợi tức mà chúng ta vừa tính xong : Nó bằng 30%, mặc dù Bảng 4.1 lại cho thấy lãi suất hoàn vốn ban đầu chỉ là 10%. Điều này chứng tỏ rằng lợi tức của **một trái khoán không nhất thiết bằng lãi suất của trái khoán đó**. Nay chúng ta thấy rằng sự khác biệt giữa lãi

suất và lợi tức có thể là lớn tùy trong nhiều trường hợp lãi suất và lợi tức của một chứng khoán có tương quan chặt chẽ.

Hướng dẫn nghiên cứu

Khái niệm về lợi tức thảo luận ở đây là một điều tối quan trọng vì nó được dùng thường xuyên trong suốt cuốn sách. Bạn cần hiểu một cách chắc chắn phương pháp tính lợi tức và hiểu tại sao nó lại khác với lãi suất. Điều đó khiến cho những vấn đề được trình bày sau đây trong cuốn sách dễ theo dõi hơn.

Một cách tổng quát, lợi tức đối với một trái khoán được lưu giữ từ t đến $t + 1$ có thể được viết :

$$RET = \frac{C + P_{t+1} - P_t}{P_t} \quad (4.9)$$

trong đó :

- RET = 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 coupon.

Một phương pháp tiện lợi để viết công thức lợi tức trên đây là công nhận rằng nó có thể được tách ra làm hai số hạng riêng biệt. Số hạng 1 là lãi suất hoàn vốn hiện hành, i_c (tiền coupon/giá mua) :

$$\frac{C}{P_t} = i_c$$

Số hạng 2 là mức lợi vốn (rate of capital gains), hoặc là sự thay đổi về giá của trái khoán so với giá mua ban đầu :

$$\frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} = g$$

trong đó : g = mức lợi vốn.

Phương trình (4.9) có thể viết thành :

$$RET = i_c + g \quad (4.10)$$

Nó cho biết rằng lợi tức của một trái khoán là lãi suất hoàn vốn hiện hành (i_c) cộng với mức lợi vốn (g). Công thức được viết lại này minh họa cho vấn đề mà chúng ta vừa mới khám phá ra. Ngay cả trường hợp đối với một trái khoán trong

đó lãi suất hoàn vốn hiện hành i_t , là một mức đo chính xác của lãi suất hoàn vốn, lợi tức có thể khác biệt nhiều so với lãi suất. Điều này sẽ xảy ra nếu có dao động đáng kể về giá của trái khoán, vì dao động giá tạo ra lợi vốn hay thiệt vốn.

Một điều đáng quan tâm xem xét là cái gì xảy ra với lợi tức của những trái khoán có hạn kỳ thanh toán khác nhau khi lãi suất tăng. Bảng 4.2 tính sản lợi tức 1 năm đối với một vài trái khoán có suất coupon 10%, tất cả đều được mua theo mệnh giá khi lãi suất của tất cả những trái khoán này tăng từ 10% đến 20%. Có một vài phát hiện then chốt trong bảng này và nói chung chúng đúng với tất cả các trái khoán.

Bảng 4.2. Lợi tức một năm đối với những trái khoán có kỳ hạn thanh toán khác nhau và lãi suất coupon 10% khi lãi suất tăng

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Số năm đến kỳ hạn thanh toán khi trái khoán được mua	Lãi suất hoàn vốn ban đầu	Giá ban đầu	Lãi suất hoàn vốn năm tiếp theo	Giá năm tiếp theo*	Lãi suất hoàn vốn hiện hành ban đầu	Mức lợi vốn	Mức lợi tức = 6+7
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%	-08,3%	+01,7%
1	10%	1000	20%	1000	10%	0	+10,0%

* được tính toán theo Phương trình (4.3)

1. Trái khoán duy nhất mà lợi tức của nó bằng lãi suất hoàn vốn ban đầu là trái khoán có thời hạn tính đến ngày mãn hạn cũng là thời hạn lưu giữ (xem trái khoán sau cùng trong Bảng 4.2).

2. Một sự tăng lãi suất sẽ đi kèm với một sự sụt giảm giá trái khoán, điều này dẫn đến mất vốn đối với những trái khoán mà thời gian đến ngày mãn hạn dài hơn thời gian lưu giữ trái khoán.

3. Kỳ hạn thanh toán của 1 trái khoán càng dài, thì mức thay đổi về giá kèm theo một thay đổi lãi suất, sẽ càng lớn.

4. Kỳ hạn thanh toán của 1 trái khoán càng dài, mức lợi tức càng thấp; điều này xảy ra do tăng lãi suất.

5. Mặc dù một trái khoán có một lãi suất ban đầu quan trọng, lợi tức của nó có thể trở thành âm nếu lãi suất tăng.

Trước hết các sinh viên thường bối rối trước việc một sự tăng lãi suất có thể nghĩa là một trái khoán là một nơi đầu tư tồi (như nó đã gây bối rối cho nhà đầu tư khốn khổ Irving). Bí quyết để hiểu điều này là công nhận một sự tăng lãi suất nghĩa là giá của một trái khoán đã sụt xuống. Một sự tăng lãi suất, do vậy, là một sự tổn thất vốn đã xảy ra và nếu tổn thất này đủ lớn thì quả thực trái khoán có thể là một cuộc đầu tư tồi tệ⁽⁵⁾. Ví dụ, chúng ta thấy ở Bảng 4.1 : trái khoán khi mua có 30 năm tới ngày mãn hạn tổn thất vốn 49,7% khi lãi suất tăng từ 10 đến 20%. Tổn thất này quá lớn, lớn hơn lãi suất hoàn vốn hiện hành, dẫn đến lợi tức âm (tổn thất - 39,7%).

Việc phát hiện những trái khoán có kỳ hạn thanh toán dài hơn có một sự thay đổi về giá lớn hơn dưới tác động của một sự thay đổi lãi suất đã giúp giải thích một sự thật quan trọng về thái độ diễn biến của các thị trường trái khoán. **Giá và lợi tức của các trái khoán dài hạn bất định hơn so với giá và lợi tức của các trái khoán ngắn hạn hơn.** Thay đổi giá $\pm 20\%$ trong 1 năm, với những biến thiên tương ứng về lợi tức của chúng là những đặc điểm chung cho các trái khoán có thời gian tới ngày mãn hạn trên 20 năm (trái khoán AT&T 8_{5/8} - 2007 trong Bài đọc thêm 4.2 là một ví dụ).

Đối với những trái khoán coupon có kỳ hạn thanh toán ngắn bằng thời gian lưu giữ (ví dụ, trái khoán sau chót ở Bảng 4.2) lãi suất hoàn vốn và mức lợi tức là bằng nhau. Điều cốt lõi để hiểu vì sao lãi suất hoàn vốn bằng với lợi tức đối với bất kỳ trái khoán nào mà thời gian đến ngày mãn hạn của nó ngang với thời gian lưu giữ chính là ở chỗ thấy được rằng (trong trường hợp này) giá ở cuối của thời gian lưu giữ đã được cố định ở mệnh giá. Do vậy sự thay đổi về lãi suất có thể không có tác dụng gì đến giá ở cuối thời gian lưu giữ của những trái khoán này, và do đó, lợi tức sẽ bằng với lãi suất hoàn vốn.

Tóm tắt : Lợi tức đối với một trái khoán, điều cho bạn biết một cuộc đầu tư trái khoán tốt như thế nào qua một thời kỳ lưu giữ, bằng lãi suất hoàn vốn chỉ trong một trường hợp đặc biệt : khi thời gian lưu giữ và kỳ hạn thanh toán của trái khoán là y như nhau. Đối với những trái khoán mà kỳ hạn thanh toán của nó lớn hơn thời gian lưu giữ, những lợi vốn và tổn thất vốn có thể dẫn đến những khác nhau quan trọng giữa lợi tức với lãi suất được đo bằng lãi suất hoàn vốn. Điều này đặc biệt quan trọng đối với những trái khoán dài hạn, trong đó sự lợi vốn hay tổn thất vốn có thể là nhiều. Đây là lý do vì sao những trái khoán dài hạn không được coi là những tài sản an toàn với lợi tức chắc chắn qua một thời gian lưu giữ ngắn.

(5) Nếu Irving không bán trái khoán, thì tổn thất vốn của anh ta thường gọi là "tổn thất giấy". Đó là tổn thất không nhỏ vì nếu anh ta không mua trái khoán này, thay vào đó gửi tiền vào ngân hàng, anh ta sẽ có thể mua nhiều trái khoán hơn số anh ta hiện có.

BÀI ĐỌC THÊM 4.2.

Liệu những người hưu trí có đầu tư vào những trái khoán dài hạn "viên vàng" ?

Một chút kinh nghiệm chung cho thấy là những người về hưu sẽ đầu tư tiền bạc của họ vào những chứng khoán "viên vàng" như những trái khoán dài hạn được một công ty vững chắc, ví dụ công ty Điện thoại & Điện tín Mỹ (AT & T) phát hành, vì việc này sẽ mang lại cho họ một lợi tức an toàn. Phải chăng đây là một góp ý tốt trong tình hình thị trường tài chính ngày nay ? Bảng ở dưới đây cho biết ngay giá và

lợi tức một năm đối với các trái khoán AT & T 8_{5/8%} 2007 từ 1980 đến 1990.

Bạn có thể thấy, đã có những thăng trầm to lớn về lợi tức đối với khoản đầu tư được cho là "an toàn" này, lợi tức thấp và ngay cả lổn thất xảy ra trong một số năm. Nếu những người về hưu cần bán trái khoán để trang trải, bản thân họ thấy khó khăn về mặt tài chính khi giá trái khoán giảm. Kết luận : các người hưu trí hãy coi chừng !

Giá và lợi tức đối với các trái khoán AT & T 8_{5/8%} 2007 : 1980 - 1990

Năm	Giá lúc cuối năm	Lợi tức
1980	70 ^{3/4}	
1981	61 ^{3/4}	-0,5%
1982	77 ^{5/8}	+39,7%
1983	71 ^{1/8}	+2,7%
1984	73 ^{1/4}	+15,1%
1985	88 ^{7/8}	+33,1%
1986	99 ^{5/8}	+21,89%
1987	91	0,0%
1988	89 ^{1/4}	+7,55%
1989	98 ^{1/2}	+20,03%
1990	96 ^{1/8}	+6,35%

SỰ PHÂN BIỆT GIỮA LÃI SUẤT THẬT VÀ LÃI SUẤT DANH NGHĨA

Từ lâu nay trong quá trình thảo luận, chúng ta đã quên mất tác dụng làm phát đối với chi phí vay mượn. Cái mà cho tới nay chúng ta đang gọi là lãi suất đã không kể đến lạm phát và nó cần được gọi một cách chính xác hơn là **lãi suất danh nghĩa** để phân biệt với **lãi suất thực**, là lãi suất được chỉnh lại cho đúng theo những thay đổi dự tính về mức giá, do đó nó phản ánh chính xác hơn chi phí thật của việc vay tiền⁽⁶⁾. Lãi suất thực được định nghĩa một cách chính xác hơn bằng phương trình Fisher, mang tên của Irving Fisher, một trong số những chuyên gia kinh tế tiền tệ lớn trong thế kỷ 20. Phương trình Fisher nói rằng lãi suất danh nghĩa (i) bằng lãi suất thật (i_r) cộng với mức lạm phát dự tính (π^e).⁽⁷⁾

$$i = i_r + \pi^e \quad (4.11)$$

Khi chuyển đổi các vế, chúng ta tìm được lãi suất thực bằng lãi suất danh nghĩa trừ đi mức lạm phát dự tính :

$$i_r = i - \pi^e \quad (4.12)$$

Để thấy vì sao định nghĩa này có giá trị, trước hết chúng ta hãy xem xét một tình trạng trong đó bạn đã thực hiện một món cho vay đơn 1 năm với lãi suất 5% ($i = 5\%$) và bạn dự tính mức giá giữ nguyên không thay đổi trong thời gian một năm ($\tau = 0\%$). Vì cho vay vào cuối năm bạn sẽ có thêm 5% theo **hiện vật**, nghĩa là, theo số hàng hóa và dịch vụ thực tế bạn có thể mua được. Trong trường hợp này, lãi suất mà bạn đã nhận được theo số lượng thực tế của hàng hóa và dịch vụ là 5%, nghĩa là :

$$i_r = 5\% - 0\% = 5\%.$$

như phương trình Fisher đã chỉ ra.

Bây giờ cái gì sẽ xảy ra nếu lãi suất tăng lên 10%, nhưng bạn dự tính mức lạm

(6) Lãi suất thực được định nghĩa trong bài được gọi một cách chính xác hơn nữa là "lãi suất thực tính trước" (ex ante real interest rate) vì nó được chỉnh lại cho đúng theo những thay đổi dự tính về mức giá. Đây là lãi suất thực quan trọng nhất cho các quyết định kinh tế, và nói chung, nó là cái mà các nhà kinh tế muốn nói tới khi họ dùng câu "lãi suất thực" (the real interest rate). Lãi suất được chỉnh lại cho đúng theo những thay đổi trên thực tế về mức giá được gọi là "lãi suất thực tính sau" (ex post real interest rate). Nó nói lên người cho vay đã có những hiện vật trên thực tế tới đến thế nào.

(7) Một công thức chính xác hơn của phương trình Fisher là $i = i_r + \pi^e + (i_r \times \pi^e)$

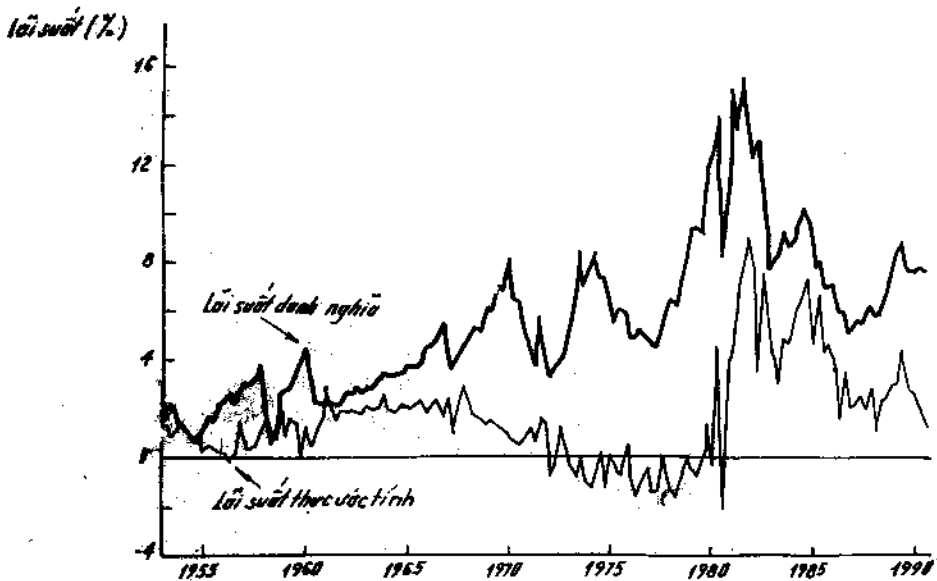
Vì $1 + i = (1 + i_r)(1 + \pi^e) = 1 + i_r + \pi^e + (i_r \times \pi^e)$ và trừ 1 ở hai vế, ta có phương trình trên đây. Đối với giá trị nhỏ của i_r và π^e thành phần $i_r \times \pi^e$ rất nhỏ, do vậy ta bỏ qua nó như trong bài.

phát là 20% qua 1 năm. Tuy bạn có thêm 10% số đôla vào cuối năm, bạn sẽ phải trả thêm 20% để mua hàng, kết quả là bạn chỉ có thể mua ít đi 10% hàng hóa ở cuối năm và bạn đã bị kém đi theo hiện vật. Đây cũng chính xác là điều mà định nghĩa của Fisher nói với chúng ta vì :

$$i_r = 10\% - 20\% = -10\%.$$

Với tư cách người cho vay, bạn rõ ràng kém ước muốn thực hiện một món cho vay trong điều kiện này bởi vì tính theo số hàng hóa và dịch vụ thực, bạn thực sự đã thu được một lãi suất âm -10%. Mặt khác, người đi vay hoàn toàn có lợi vì cuối năm, tổng số tiền mà anh ta sẽ phải hoàn trả sẽ kém giá đi 10% tính theo số hàng hóa và dịch vụ - người đi vay sẽ được thế lợi 10% theo hiện vật. **Như bạn đã thấy, khi lãi suất thực thấp, có nhiều ý muốn đi vay tiền và ít ý muốn cho vay.**

Có thể phân biệt một cách tương tự giữa lợi tức danh nghĩa và lợi tức thực. Lợi tức danh nghĩa, lợi tức không trừ đi lạm phát, là cái mà chúng ta đang gọi là lợi tức. Khi lạm phát được trừ ra khỏi một lợi tức danh nghĩa, chúng ta có lợi tức thực, nó cho biết một số lượng hàng hóa và dịch vụ có thể mua thêm được nhờ việc nắm giữ chứng khoán.



Hình 4.3. Lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa
(tín phiếu kho bạc loại 3 tháng) : 1953 - 1990.

Sự phân biệt giữa lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa là điều quan trọng vì lãi suất thực, phản ánh chi phí thực của việc vay mượn, có thể là một công cụ chỉ báo tốt hơn ý muốn đi vay hay cho vay. Nó tỏ ra là một chỉ dẫn tốt hơn về việc người dân sẽ bị tác động như thế nào do những cái đang xảy ra trong thị trường tín dụng. Hình 4.3, trình bày những ước tính từ 1953 đến 1990 đối với lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực của những tín phiếu kho bạc Mỹ loại 3 tháng, cho ta thấy rằng lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực thường không đi kèm nhau. (Điều này cũng đúng cho lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực ở phần còn lại của thế giới - Xem Bài đọc thêm 4.3). Đặc biệt khi lãi suất danh nghĩa là cao trong những năm 1970, lãi suất thực thực tế lại rất thấp lúc đó, thường là âm. Theo tiêu chuẩn của lãi suất danh nghĩa có lẽ bạn sẽ nghĩ rằng những điều kiện của thị trường tín dụng là căng thẳng trong giai đoạn này bởi vì lúc đó đi vay là rất tốn kém. Tuy nhiên, những ước tính của lãi suất thực cho biết rằng có thể bạn đã nhầm. Theo hiện vật, chi phí của việc đi vay thực ra là rất thấp⁽⁸⁾.

(8) Do hầu hết thu nhập lãi ở Mỹ là đối tượng chịu thuế liên bang, tiền kiếm được thực sự theo hiện vật đo giữ một trái khoán không phải là lãi suất thực mà phương trình Fisher định nghĩa. Thay vào đó, nó bằng "lãi suất thực sau thuế". Lãi suất này bằng lãi suất danh nghĩa sau khi nộp thuế thu nhập trừ đi mức lạm phát dự tính. Với một cá nhân, chịu một mức thuế 30%, thì lãi suất sau thuế kiếm được từ một trái khoán có lãi suất hoàn vốn 10% chỉ là 7% vì 30% của thu nhập tiền lãi phải được nộp cho IRS. Như vậy lãi suất thực sau thuế đối với trái khoán này khi lạm phát dự tính ở mức 20% sẽ là bằng -13% (= 7% - 20%). Một cách tổng quát hơn, lãi suất thực sau thuế có thể được biểu thị như :

$$i \times (1 - \tau) - \pi^e$$

trong đó τ = mức thuế thu nhập

Công thức tính lãi suất thực sau thuế này cũng là một phép đo tốt hơn chi phí thực trong việc đi vay của nhiều công ty và cá nhân ở Mỹ, do trong khi tính toán thuế thu nhập họ có thể khấu đi tiền thanh toán lãi cho món vay khỏi tổng thu nhập của họ. Như thế, nếu bạn phải đóng mức thuế 30% và vay một món vay thế chấp lãi suất 10%, bạn có thể trừ bớt 30% của món tiền trả lãi 10% cho thuế thu nhập của bạn. Chi phí danh nghĩa sau thuế của việc vay nợ chỉ còn 7% (10% trừ 30% của 10% tiền trả lãi) và khi mức lạm phát dự tính là 20%, chi phí thực của việc đi vay theo hiện vật là -13% (= 7% - 20%).

Như ví dụ (và công thức trên đây) chỉ rõ, lãi suất thực sau thuế luôn luôn thấp hơn lãi suất thực được định nghĩa bởi phương trình Fisher. Để tìm hiểu sâu hơn về việc đo lãi suất thực sau thuế, hãy xem "Lãi suất thực : một cuộc điều tra theo kinh nghiệm" của Frederic S. Mishkin - *Carnegie - Rochester Conference Series on Public Policy*, vol 15 (1981), PP 151 - 200.

BÀI ĐỌC THÊM 4.3.

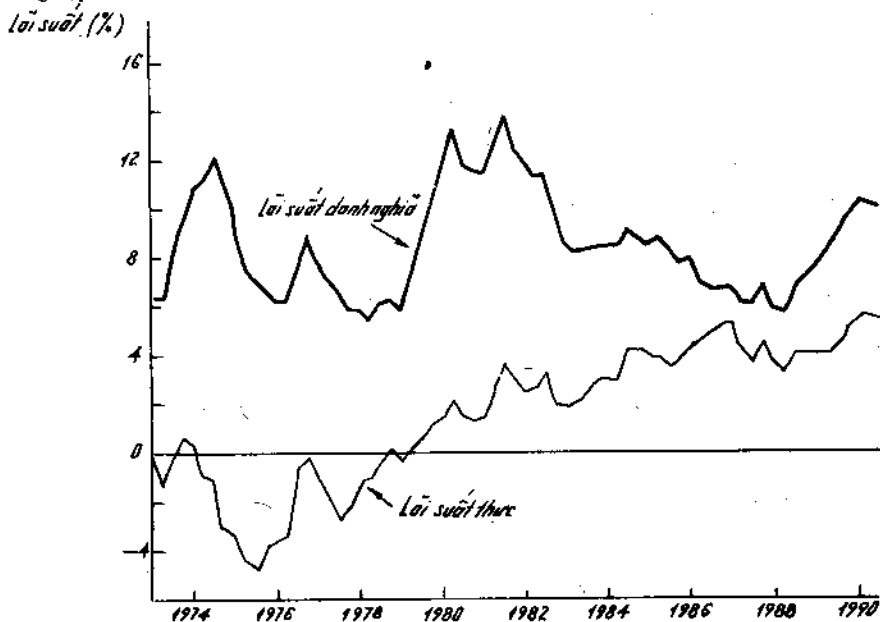
Toàn cảnh

Lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực ở những nước công nghiệp hóa khác

Đồ thị cho thấy chỉ số trung bình lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực loại 3 tháng có tính tới tỉ trọng thương mại đối với 9 nước công nghiệp hóa hàng đầu. Giống như ở Mỹ, lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa không đi với nhau. Lãi suất thực ở những nước này có xu hướng tăng lên từ

1973 đến 1990, điều này không giống như lãi suất danh nghĩa. Kết luận chung rằng những diễn biến của lãi suất danh nghĩa không phải là công cụ chỉ báo tốt cho diễn biến của lãi suất thực, nói chung tỏ ra là đúng đối với cả thế giới.

Lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa có tính tới tỉ trọng thương mại ở 9 nước ngoài đã công nghiệp hóa : 1973 - 1990



TÓM TẮT

1. Lãi suất hoàn vốn, một phép đo mô tả một cách chính xác nhất lãi suất, là lãi suất làm cân bằng giá trị hiện tại của tiền trả trong

tương lai của một công cụ vay nợ với giá trị hôm nay của món tiền đó. Việc áp dụng nguyên lý này toát ra rằng giá trái khoán là

lãi suất có tương quan nghịch đảo : khi lãi suất tăng thì giá trái khoán giảm và ngược lại.

2. Có hai phép đo lãi suất kém chính xác hơn được dùng chung để xác định lãi suất đối với trái khoán coupon và trái khoán giảm giá. Lãi suất hoàn vốn hiện hành, nó bằng tiền coupon chia cho giá của một trái khoán coupon, là một phép đo kém chính xác hơn của lãi suất hoàn vốn, hạn kỳ thanh toán của trái khoán càng ngắn thì giá của nó càng cách xa mệnh giá. Lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm (còn gọi là lãi suất hoàn vốn tính giảm) định giá thấp lãi suất hoàn vốn đối với một trái khoán giảm giá, và sự định giá thấp càng trở nên xấu hơn nếu hạn kỳ thanh toán của chứng khoán càng dài hơn. Ngay khi cả hai phép đo này là những chỉ dẫn lầm lạc về mức lãi suất, thì một sự thay đổi của

chúng bao giờ cũng báo hiệu một sự thay đổi khác có cùng hướng của lãi suất.

3. Lợi tức của chứng khoán, điều nói với bạn rằng bạn đã kinh doanh tốt đến mức nào bằng việc giữ chứng khoán này qua một thời gian định trước, có thể khác xa với lãi suất đo theo lãi suất hoàn vốn. Giá trái khoán dài hạn có dao động lớn khi lãi suất thay đổi. Mức lợi vốn và tổn thất vốn khi ấy có thể lớn, đây là lý do vì sao trái khoán dài hạn không được coi là tài sản an toàn với một lợi tức chắc chắn.

4. Lãi suất thực được định nghĩa là lãi suất danh nghĩa trừ đi mức lạm phát dự tính. Nó là một phép đo tốt hơn đối với những ý muốn đi vay hay cho vay so với lãi suất danh nghĩa và nó là một công cụ chỉ báo tốt hơn về độ cân bằng của các điều kiện ở thị trường tín dụng so với lãi suất danh nghĩa.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

* 1. Một đô la ngày mai sẽ đáng giá hơn hay kém giá hơn đối với hạn hôm nay trong 2 trường hợp : khi lãi suất là 20% và khi lãi suất là 10% ?

2. Bạn vừa trúng xổ số tiêu bang 20 triệu đôla và được hứa trả một triệu đôla (miễn thuế) mỗi năm. Có phải bạn đã được 20 triệu đôla ?

* 3. Nếu lãi suất là 10%, giá trị hiện tại của một chứng khoán là bao nhiêu nếu nó thanh toán cho bạn 1100 đôla vào năm tới và 1210 đôla vào năm sau đó và 1331 đôla vào năm sau nữa ?

4. Nếu cùng một chứng khoán đó được bán với giá 4000 đôla, thì lãi suất hoàn vốn nhiều hơn hay ít hơn 10% ? Vì sao như vậy ?

* 5. Hãy viết công thức được dùng để tính lãi suất hoàn vốn cho 1 trái khoán 20 năm với lãi suất coupon 10% và mệnh giá là 1000 đôla, trái khoán này bán 2000 đôla.

6. Tính lãi suất hoàn vốn của một trái khoán giảm giá có mệnh giá 1000 đôla mãn hạn trong 1 năm, trái khoán bán với giá 800 đôla.

* 7. Tính lãi suất hoàn vốn của một món vay đơn 1 triệu đôla yêu cầu hoàn trả 2 triệu đôla trong 5 năm ?

8. Để trả tiền học phí, bạn vừa vay một món 1000 đôla của chính phủ, món này yêu cầu bạn thanh toán 126 đôla một năm trong 25 năm. Tuy nhiên bạn không phải thanh toán gì cả cho tới ngày bạn tốt nghiệp đại học sau đây 2 năm. Vì sao lãi suất hoàn vốn lại nhất thiết nhỏ hơn 12% ? lãi suất hoàn vốn đối với món vay trả tiền cố định thông thường 1000 đôla trong đó bạn thanh toán 120 đôla mỗi năm trong 25 năm là bao nhiêu ?

* 9. Trái khoán 1000 đôla nào có lãi suất hoàn vốn cao hơn : trái khoán 20 năm bán với giá 800 đôla với lãi suất hoàn vốn hiện hành 15% hay trái khoán một năm bán với giá 800 đôla với một lãi suất hoàn vốn hiện hành 5% ?

10. Chọn 5 trái khoán kho bạc Mỹ trong trang trái khoán của 1 nhật báo và tính lãi suất hoàn vốn hiện hành. Chỉ ra khi nào lãi suất hoàn vốn hiện hành là một xấp xỉ tốt của lãi suất hoàn vốn !

* 11. Bạn được mời mua hai trái khoán : 1 trái khoán kho bạc Mỹ hạn kỳ 1 năm với

lãi suất hoàn vốn 9% và tín phiếu kho bạc Mỹ hạn kỳ 1 năm với một lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm 8,9%. Bạn chọn cái nào hơn ?

12. Bạn sẽ tiếp tục giữ cái nào thì hơn nếu có một sự giảm lãi suất : trái khoán dài hạn hoặc trái khoán ngắn hạn ? Vì sao ?

* 13. Cố vấn tài chính Francine vừa mới góp ý với bạn như sau : "những trái khoán dài hạn chắc chắn là những vụ đầu tư tốn vì lãi suất của nó vượt quá 20%". Có nhất thiết là Francine nói đúng không ?

14. Nếu lãi suất vay thế chấp tăng từ 5 đến 10% nhưng mức tăng dự tính về giá nhà tăng từ 2 đến 9%, mọi người có dễ mua nhà hơn hay gặp khó khăn hơn ?

* 15. Lãi suất đã thấp hơn ở giữa những năm 1980 so với cuối những năm 1970, tuy vậy nhiều nhà kinh tế đã khuyên rằng lãi suất thực tế đã cao hơn nhiều vào giữa những năm 1980 so với cuối những năm 1970. Điều này có ý nghĩa thế nào ? Bạn có cho rằng những nhà kinh tế này nói đúng hay không ?

CHƯƠNG 5

Một phương pháp đơn giản cho việc chọn chứng khoán đầu tư : Lý thuyết lượng cầu tài sản

LỜI DẪN

Giả sử bạn bất ngờ phát lên ! Có thể bạn vừa trúng giải độc đắc 25 triệu đôla, và món trả đầu tiên 600.000 đôla của bạn đã vừa tới hoặc một người thân chết đi để lại di chúc cho bạn một món động sản 200.000 đôla. Có lẽ bạn muốn làm rất nhiều thứ với của trời cho này, tậu một ngôi nhà lớn, mua một chiếc Ferrari hoặc đầu tư vào vàng, đất, tín phiếu kho bạc, hay cổ phần IBM. Bạn sẽ quyết định như thế nào về việc chọn giữ những loại tài sản gì để lưu trữ của cải mới có của bạn ? Bạn phải cân cứ chuẩn mực nào để quyết định chọn cái gì trong số những phương tiện cất giữ của cải khác nhau này ? Liệu bạn chỉ mua một loại tài sản hoặc một vài loại khác nhau ?

Chương này giúp trả lời những câu hỏi đó nhờ việc phát triển một lý thuyết kinh tế gọi là *lý thuyết lượng cầu tài sản* - (hoặc còn gọi là lý thuyết chọn chứng khoán đầu tư). Lý thuyết này - một trong những công cụ phân tích cơ bản dùng để nghiên cứu tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính - vạch ra tiêu

chuẩn quan trọng khi quyết định những tài sản nào đáng mua. Ngoài ra nó còn cho chúng ta một ý tưởng vì sao nên đa dạng hóa tài sản chứ không nên đặt tất cả trứng vào 1 rổ.

Trong các chương sau, chúng ta dùng lý thuyết tài sản để phân tích nhiều hiện tượng kinh tế, như : hình thái diễn biến của lãi suất, việc quản lý tài sản có và tài sản nợ ngân hàng, quá trình cung ứng tiền tệ, sự tiến triển của hệ thống hoạt động ngân hàng và đổi mới tài chính, lượng cầu tiền tệ và các lý thuyết về hình thái diễn biến của thị trường tài chính.

NHỮNG YẾU TỐ QUYẾT ĐỊNH LƯỢNG CẦU TÀI SẢN

Một tài sản là một vật sở hữu có chứa giá trị. Những thứ như tiền, trái khoán, cổ phiếu, tác phẩm nghệ thuật ; đất, nhà, thiết bị nông trại, máy móc sản xuất v.v... đều là tài sản. Khi phải trả lời câu hỏi là có nên mua và nắm giữ một tài sản, hoặc nên mua một tài sản này thì hơn là mua một tài sản khác, một cá nhân phải xem xét những yếu tố sau đây :

1. Cửa cái, toàn bộ những tiềm lực kinh tế hiện có cho cá nhân đó.
2. Lợi tức dự tính của một tài sản này so với các lợi tức dự tính của những tài sản thay thế.
3. Mức độ không chắc chắn hoặc rủi ro đi kèm với lợi tức của một tài sản so với các tài sản thay thế.
4. Tính "lòng" của một tài sản so với các tài sản thay thế, nghĩa là nó có thể nhanh chóng và dễ dàng chuyển sang tiền mặt như thế nào.

Hướng dẫn nghiên cứu

Khi chúng ta thảo luận từng yếu tố ảnh hưởng đến lượng cầu tài sản, thì hãy nhớ rằng chúng ta luôn luôn giữ tất cả những yếu tố khác không đổi. Cũng suy nghĩ về các ví dụ bổ sung đối với việc những thay đổi trong mỗi yếu tố sẽ ảnh hưởng thế nào đến quyết định của bạn trong việc mua một tài sản, ví dụ một cái nhà hoặc một số cổ phần. Phương pháp trực quan này sẽ giúp bạn hiểu lý thuyết này ứng dụng như thế nào trong thực tế.

Của cải

Khi một người thấy rằng của cải của anh ta đã tăng lên, anh ta có thêm tiềm lực kinh tế sẵn sàng để có thể mua sắm tài sản, và như vậy, không có gì đáng ngạc nhiên, số lượng tài sản mà anh ta yêu cầu (lượng cầu tài sản) sẽ tăng lên ⁽¹⁾. Lượng cầu về các loại tài sản khác nhau chắc chắn có những đáp ứng khác nhau đối với những thay đổi về của cải, tuy nhiên lượng cầu một số loại tài sản sẽ tăng nhanh hơn theo sự tăng của cải so với lượng cầu những loại tài sản khác. Mức độ của sự đáp ứng này được đo theo một khái niệm gọi là "**Độ co dãn của lượng cầu theo của cải**" (tương tự như khái niệm về độ co dãn của lượng cầu theo thu nhập mà bạn đã học ở giáo trình những nguyên lý kinh tế). Độ co dãn của lượng cầu theo của cải đo lường xem, khi mọi thứ khác không thay đổi, lượng cầu về một loại tài sản thay đổi bao nhiêu phần trăm ứng với mỗi phần trăm thay đổi về của cải.

$$\frac{\% \text{ thay đổi về lượng cầu}}{\% \text{ thay đổi về của cải}} = \text{độ co dãn của lượng cầu của cải}$$

Ví dụ, nếu lượng cầu tiền mặt chỉ tăng 50% khi của cải tăng 100%, chúng ta nói rằng tiền mặt có một độ co dãn của lượng cầu theo của cải là 1/2. Nếu đối với một cổ phiếu lượng cầu tăng 200% khi của cải tăng 100%, thì độ co dãn của lượng cầu là 2.

Các tài sản có thể được phân làm 2 loại tùy theo giá trị độ co dãn của lượng cầu theo của cải của chúng. Một tài sản là "cần thiết" nếu chỉ đến mức mà dân chúng muốn nắm giữ, bởi vậy khi của cải tăng lên, mức tăng lượng cầu của tài sản đó tính theo phần trăm sẽ ít hơn mức tăng của của cải tính theo phần trăm - nói khác đi, độ co dãn theo của cải của nó nhỏ hơn 1.

Do lượng cầu của một tài sản cần thiết không tăng tỉ lệ với của cải, số lượng của loại tài sản này mà dân chúng muốn nắm giữ so với của cải của họ sẽ giảm đi khi của cải tăng. Một tài sản là "cao cấp" nếu độ co dãn theo của cải của nó lớn

(1) Tuy vậy, có thể có một số loại tài sản gọi là "tài sản kém giá" thì số lượng cần thiết không tăng lên khi số lượng của cải tăng lên, những loại tài sản này là hiếm. Như vậy đối với mục đích của chúng ta, chúng ta luôn cho rằng yêu cầu về tài sản tăng khi của cải tăng.

hơn 1, và khi của cải tăng, lượng cầu tài sản này tăng nhiều hơn theo tỉ lệ và số lượng mà dân chúng nắm giữ so với của cải của họ sẽ tăng lên. Cổ phiếu và trái khoán địa phương là những ví dụ về tài sản "cao cấp", tiền mặt, tiền gửi tài khoản séc là những tài sản "cần thiết".

Tác dụng của những thay đổi về của cải đối với lượng cầu một loại tài sản có thể nói tóm như sau : *Khi giữ những thứ khác không thay đổi, một sự tăng về của cải làm tăng lượng cầu một tài sản, và sự tăng lượng cầu này lớn hơn nếu tài sản đó mang nhiều tính chất cao cấp hơn là tính chất cần thiết.*

Lợi tức dự tính

Trong chương trước đây, ta đã thấy rằng lợi tức của một tài sản cho biết ta được lợi bao nhiêu do việc nắm giữ tài sản đó. Khi chúng ta đưa ra quyết định mua một tài sản thì chúng bị ảnh hưởng bởi việc chúng ta dự tính lợi tức của tài sản đó là gì. Ví dụ nếu một trái khoán của công ty Mobil Oil có một lợi tức 15% trong một nửa thời gian và 5% trong nửa thời gian kia, thì lợi tức dự tính của nó (bạn có thể coi như lợi tức trung bình) là 10%⁽²⁾. Nếu lợi tức dự tính của trái khoán Mobil Oil này tăng lên so với lợi tức dự tính của các tài sản thay thế, khi giữ cho mọi thứ khác không đổi, thì nó trở nên đáng mua hơn và lượng cầu trái khoán này tăng lên. Điều này có thể xảy ra theo 2 cách : (1) Khi lợi tức dự tính cho trái khoán Mobil Oil tăng lên trong khi lợi tức của tài sản thay thế - ví dụ, cổ phần trong công ty America Broadcasting - giữ không thay đổi, hoặc (2) khi lợi tức tính cho tài sản thay thế, cổ phần ABC, giảm trong khi lợi tức của trái khoán Mobil Oil giữ nguyên không đổi. Tóm lại : *Một sự tăng lợi tức dự tính của một tài sản so với lợi tức dự tính của một tài sản thay thế, khi giữ mọi thứ khác không đổi, sẽ làm tăng lượng cầu tài sản đó.*

(2) Một cách tổng quát hơn, lợi tức dự tính bằng một tổng có tính tỉ lệ của mỗi một lợi tức có thể được thực hiện nhân với xác suất xuất hiện của nó :

$$RET^* = \sum p_i \times RET_i$$

trong đó : RET^* = lợi tức dự tính
 p_i = xác suất thực hiện RET_i
 RET_i = lợi tức được thực hiện.

Đối với 1 trái khoán Mobil Oil. $RET^* = \frac{1}{2} \times 15\% + \frac{1}{2} \times 5\% = 10\%$

Rủi ro

Mức độ rủi ro hoặc không chắc chắn về lợi tức của một tài sản cũng tác động lên lượng cầu tài sản đó. Ta hãy xem xét 2 tài sản : Cổ phiếu trong hãng hàng không Fly-by-Night và cổ phiếu trong Công ty xe buýt Feet-on-the-Ground. Giả sử cổ phiếu trong hãng Fly-by-Night có lợi tức 15% trong nửa thời gian, và 5% trong nửa thời gian khác, do đây lợi tức dự tính là 10%, trong khi cổ phiếu ở công ty xe buýt Feet-on-the-Ground có một lợi tức cố định 10%.

Cổ phiếu ở hãng Fly-by-Night có sự không chắc chắn về lợi tức, do vậy có mức rủi ro lớn hơn so với cổ phiếu ở Feet-on-the-Ground, vậy lợi tức nào là chắc chắn⁽³⁾.

Một cá nhân không ưa mạo hiểm sẽ ưu tiên chọn cổ phiếu ở Feet-on-the-Ground (thứ chắc chắn) hơn là cổ phiếu ở Fly-by-Night (tài sản rủi ro), tuy các cổ phiếu này có cùng lợi tức dự tính 10%. Còn một người thích mạo hiểm là một người ưa mạo hiểm hay người yêu mạo hiểm. Hầu hết dân chúng không ưa mạo hiểm, do vậy, khi mọi thứ khác bằng nhau, họ sẽ ưu tiên nắm giữ tài sản ít rủi ro hơn. *Vì thế, khi giữ mọi thứ khác không đổi, nếu sự rủi ro của một tài sản tăng lên so với rủi ro của các tài sản thay thế, thì lượng cầu của nó sẽ giảm.*

Tính lỏng

Một yếu tố khác tác động đến lượng cầu một tài sản là tính lỏng của nó ; tức là, nó có thể chuyển sang tiền mặt nhanh đến mức nào mà không chịu nhiều phí tổn. Ví dụ, một ngôi nhà, không phải là thứ tài sản lỏng nhiều, bởi vì để bán nhanh 1 ngôi nhà nhằm thanh toán các hóa đơn nợ, nó phải bán với giá thấp đi

(3) Một công thức đo rủi ro được dùng thường xuyên là công thức độ lệch chuẩn σ :

$$\sigma = \sqrt{\sum p_i \times (RET_i - RET)^2}$$

Trong đó mọi biến số đã được định nghĩa trong chú thích cuối trang trước đây. Với cổ phiếu Fly-by-Night,

nó bằng $\sqrt{0,5 \times (15\% - 10\%)^2 + 0,5 \times (5\% - 10\%)^2} = 5\%$, trong khi đối với cổ phiếu Feet-on-the-Ground

nó là $\sqrt{1 \times (10\% - 10\%)^2} = 0\%$.

Như bạn thấy, cổ phiếu Fly-by-Night, tài sản nhiều rủi ro hơn, có một độ lệch chuẩn về lợi tức lớn hơn. Nếu có một tài sản khác, ví dụ một cổ phiếu của hãng High Flyer Incorporated với lợi tức (0% ở một nửa thời gian và 20% ở nửa khác, lợi tức dự tính của nó cũng là 10%. Tài sản này nhiều rủi ro hơn cả 2 tài sản kia và độ lệch chuẩn lợi tức của nó cho thấy điều này. Với cổ phiếu High Flyer, độ lệch chuẩn là

$\sqrt{0,5 \times (0\% - 10\%)^2 + 0,5 \times (20\% - 10\%)^2} = 10\%$, nó cao hơn độ lệch chuẩn của cổ phiếu Fly-by-Night hoặc Feet-on-the-Ground.

hiều. Chi phí giao dịch trong việc bán 1 ngôi nhà cũng đáng kể (lệ phí môi giới, lệ phí luật sư v.v...). Một tín phiếu kho bạc Mỹ, là một tài sản có độ lỏng cao. Nó có thể được bán với chi phí giao dịch nhỏ trong một thị trường được tổ chức tốt, trong đó có nhiều nhà buôn, do đó nó có thể được bán nhanh với chi phí thấp : *Một tài sản càng lỏng so với các tài sản thay thế, khi giữ mọi thứ khác không thay đổi, thì nó càng được ưa chuộng và lượng cầu tài sản đó sẽ càng lớn.*

LÝ THUYẾT LƯỢNG CẦU TÀI SẢN

Tất cả những yếu tố quyết định mà chúng ta vừa thảo luận có thể được gộp với nhau vào **Lý thuyết lượng cầu tài sản**, lý thuyết này phát biểu rằng, khi giữ mọi yếu tố khác không đổi :

1. Lượng cầu một tài sản thường có tương quan thuận với của cải với một đáp ứng lớn hơn nếu tài sản đó có nhiều tính chất "cao cấp" hơn là tính chất "cần thiết".

2. Lượng cầu một tài sản có tương quan thuận với lợi tức dự tính của nó so với các tài sản thay thế.

3. Lượng cầu một tài sản có tương quan nghịch đảo với rủi ro về lợi tức của nó so với những tài sản thay thế.

4. Lượng cầu một tài sản có tương quan thuận với tính lỏng của nó so với những tài sản thay thế.

Những kết quả này được tóm tắt ở Bảng 5.1.

NHỮNG LỢI ÍCH CỦA VIỆC ĐA DẠNG HÓA

Thảo luận của chúng ta về lý thuyết lượng cầu tài sản chỉ ra rằng hầu hết dân chúng muốn tránh rủi ro : tức là, họ là những người không ưa mạo hiểm. Thế thì vì sao lại có nhiều người đầu tư nắm giữ nhiều tài sản rủi ro chứ không phải là chỉ có một ? Phải chăng việc nắm giữ nhiều tài sản rủi ro đã đạt nhà đầu tư nắm giữ chúng trước nhiều rủi ro hơn nữa ?

Lời cảnh báo từ xưa về việc đừng đặt tất cả trứng của bạn vào một cái rổ chính là chìa khóa cho câu trả lời : Bởi vì nắm giữ nhiều tài sản rủi ro (được gọi là **đa dạng hóa**) giảm bớt tổng rủi ro về những tài sản đó mà một nhà đầu tư gặp phải, đa dạng hóa là có lợi. Để xem vì sao lại như thế, ta hãy xem xét một số ví dụ đặc biệt về việc một nhà đầu tư sẽ nhận được thành quả như thế nào trong các việc đầu tư của anh ta khi anh ta nắm giữ 2 loại chứng khoán có rủi ro.

Bảng 5.1. Tóm tắt : Đáp ứng lượng cầu về một tài sản trước các thay đổi về thu nhập hoặc của cải, lợi tức dự tính, rủi ro và tính lỏng.

Thay đổi của biến số	Thay đổi về lượng cầu	
Của cải	↑	↑
Lợi tức so với tài sản khác	↑	↑
Rủi ro so với tài sản khác	↑	↓
Tính lỏng so với tài sản khác	↑	↑

Chú thích : Chỉ nêu những trường hợp biến số tăng. Hệ quả của việc biến số giảm đối với sự thay đổi lượng cầu sẽ ngược lại với những chỉ dẫn ở cột 2.

Ta hãy xem 2 tài sản : một cổ phiếu của công ty Frivolous Luxuries, và một cổ phiếu của Bad Times Products, Unlimited. Khi nền kinh tế mạnh, giả sử là một nửa thời gian, Frivolous Luxuries có doanh số cao và lợi tức của cổ phiếu này là 15% ; khi nền kinh tế yếu kém, nửa còn lại của thời gian, doanh số thấp và lợi tức của cổ phiếu này là 5%. Mặt khác, giả sử sản xuất của Bad Times phát đạt khi nền kinh tế yếu kém do đó lợi tức của cổ phiếu đó là 15%, nhưng lợi tức lại kém khi nền kinh tế mạnh và chỉ là 5%. Do cả hai cổ phiếu này đều có lợi tức 15% trong một nửa thời gian và 5% trong nửa khác, cả hai đều có một lợi tức dự tính là 10%. Tuy nhiên, cả hai cổ phiếu đều có rủi ro thực sự vì có sự không chắc chắn về lợi tức thực của chúng.

Tuy vậy, giả sử rằng thay vì chỉ mua cổ phiếu này hay cổ phiếu kia, nhà đầu tư Irving đặt một nửa tiền tiết kiệm của mình vào cổ phiếu Frivolous Luxuries và nửa khác vào cổ phiếu Bad Times Product. Khi nền kinh tế mạnh mẽ, cổ phiếu Frivolous Luxuries có lợi tức 15%, còn cổ phiếu Bad Times Product có lợi tức 5%. Kết quả Irving thu được lợi tức 10% (số trung bình của 5% và 15%) trong việc nắm giữ 2 cổ phiếu. Khi nền kinh tế yếu kém, Frivolous chỉ có lợi tức 5%, còn Bad Times Product có lợi tức 15%, như vậy Irving vẫn thu được lợi tức 10%. Nếu Irving đa dạng hóa bằng cách mua cả 2 cổ phiếu, anh ta thu được lợi tức 10% bất kể là nền kinh tế đó mạnh hay yếu. Irving khá lên nhờ chiến lược đa dạng hóa này vì lợi tức dự tính của anh ta là 10%, bằng với khi chỉ giữ cổ phiếu

Frivolous Luxuries hay chỉ giữ cổ phiếu Bad Times Product, và anh ta chưa bị đặt trước bất kỳ rủi ro nào.

Tuy trường hợp mà chúng ta vừa mô tả, cho thấy lợi ích như thế của việc đa dạng hóa có vẻ hơi không thực tế. Thật là khó tìm được 2 chứng khoán có những đặc tính là khi lợi tức của một chứng khoán cao thì lợi tức của chứng khoán kia luôn⁽⁴⁾ thấp. Trong đời thực, chúng ta dễ có khả năng tìm thấy những chứng khoán có lợi tức tốt nhất nhưng lại độc lập với nhau ; tức là khi một lợi tức cao, thì lợi tức kia có thể là cao hay thấp.

Giả sử rằng cả hai chứng khoán có một lợi tức dự tính 10% (với lợi tức 5% ở một nửa thời gian là 15% ở nửa thời gian kia). Đôi khi cả hai chứng khoán sẽ thu được lợi tức cao hơn và đôi khi cả hai sẽ thu được lợi tức thấp hơn. Trong trường hợp này, nếu Irving có tổng số tiền ở mỗi chứng khoán bằng nhau, anh ta sẽ thu được cùng một lợi tức (tính trung bình) như nếu anh ta đã đặt tất cả tiền tiết kiệm của mình chỉ vào một trong hai chứng khoán. Tuy nhiên, do lợi tức của hai chứng khoán này độc lập với nhau, có thể là khi một chứng khoán đem lại lợi tức cao 15%, thì chứng khoán kia chỉ mang lại lợi tức thấp 5% và ngược lại, Irving có một lợi tức 10% (bằng lợi tức dự tính). Vì Irving có thêm khả năng nhận được cái mà anh ta dự tính nhận được khi anh ta giữ cả hai chứng khoán thay vì chỉ giữ một thứ.

Chúng ta có thể thấy rằng Irving lại đã giảm được rủi ro của mình qua việc đa dạng hóa⁽⁵⁾.

(4) Trường hợp được mô tả như thế, các lợi tức của 2 chứng khoán được gọi là có tương quan đối nghịch.

(5) Chúng ta cũng có thể thấy rằng việc đa dạng hóa trong ví dụ trên đây dẫn tới rủi ro thấp hơn qua việc xem xét độ lệch chuẩn của lợi tức khi Irving đa dạng hóa và khi anh ta không làm như vậy. Độ lệch chuẩn của lợi tức nếu Irving nắm chỉ một trong hai chứng khoán là $\sqrt{0,5 \times (15\% - 10\%)^2 + 0,5 \times (5\% - 10\%)^2} = 5\%$. Khi Irving giữ hai chứng khoán với số lượng như nhau, có một xác suất 1/4 cho trường hợp anh ta sẽ nhận được 5% từ cả hai chứng khoán (cho một lợi tức tổng 5%), một xác suất 1/4 cho trường hợp anh ta sẽ nhận được 15% từ cả hai cho một lợi tức tổng 15%, và một xác suất 1/2 cho trường hợp anh ta sẽ nhận được 10% từ một chứng khoán và 5% từ một chứng khoán kia (cho một thu nhập tổng 10%). Độ lệch chuẩn của lợi tức khi Irving đa dạng hóa sẽ là :

$$\sqrt{0,25 \times (15\% - 10\%)^2 + 0,25 \times (5\% - 10\%)^2 + 0,5 \times (10\% - 10\%)^2} = 3,5\%$$

Độ lệch chuẩn của lợi tức khi Irving đa dạng hóa thấp hơn so với khi anh ta chỉ giữ một chứng khoán, ta thấy đa dạng hóa đã giảm rủi ro.

BÀI ĐỌC THÊM 5.1

Những nguy hiểm của việc không đa dạng hóa : TRUMP - cuộc sụp đổ

Chiến tích Donald Trump, một biểu tượng giàu có kiêu ngạo trong những năm 1980, minh họa cho sự nguy hiểm của việc không đa dạng hóa. Trump, tác giả của cuốn sách bán chạy nhất, Trump : The Art of the Deal (Trump : Nghệ thuật giao dịch), đã thực hiện một cuộc giao dịch quá nhiều về bất động sản. Bất động sản của Trump bao gồm khách sạn Plaza, một lô đất rộng 74 mẫu Anh chưa xây dựng ở bờ Tây Manhattan và 2 sòng bạc ở Atlantic City, từ đây, ông ta dần sâu vào thị trường bất động sản và đã vay rất nhiều để mua và phục hồi lại một sòng bạc khác tại Atlantic City, sòng bạc Taj Mahal, với giá 1 tỉ đô la. Với sự thiếu đa dạng hóa của Trump, bất cứ sự suy yếu nào của thị trường bất động sản và sòng bạc đều có thể là thảm họa, và sau đây chính xác là những gì đã xảy ra. Với sự yếu kém đi của thị trường bất động sản Đông Bắc bắt đầu vào cuối những năm 1980, và những thu nhập thấp so với dự tính của sòng bạc Atlantic City, Trump đã cảm thấy không đủ khả năng thanh toán được đủ nợ của mình vào giữa năm 1990. Chi 65 triệu đôla vay có bảo lãnh từ 4 ngân hàng New York City và một nhóm 70 ngân hàng khác đã cho Trump vay trước đây, là chỗ dựa để Trump có thể tránh khỏi phá sản. Những khó

khăn vẫn tiếp tục đến với sòng bạc Taj Mahal đã buộc Trump phải từ bỏ một nửa vốn liếng của mình ở sòng bạc vào cuối 1990.

Theo sự dàn xếp với các ngân hàng, Trump phải từ bỏ phần lớn quyền tự quyết trong công việc kinh doanh của mình ; và một điều tồi tệ, đã áp đặt lên cả ngân sách. Chi tiêu cá nhân đã bị giới hạn ở 450.000 đô la mỗi tháng trong năm 1990, 375.000 đô la mỗi tháng trong năm 1991, 300.000 đô la mỗi tháng trong năm 1992 và sau đó. Tuy những hạn chế này không phải là điều khó chịu đựng nổi cho tôi hay cho bạn, nhưng Trump, người chi tiêu thả cửa có thể thấy đây là trở ngại nghiêm trọng cho phong cách sống của ông ta.

Ngôi nhà 110 buồng ở Florida, chiếc du thuyền 29 triệu và chiếc máy bay lên thẳng, có thể tất cả phải bán đi. Điều có thể tồi là thương tổn lớn hơn nữa cho "Ngài Donald" như những người thân cận gọi ông ta, là ở chỗ, sự kỳ diệu của cái tên Trump có thể không còn nữa.

Năm 1989, giá trị tài sản ròng của Trump được nêu ra là 1,7 tỉ đô la, nhưng tháng 8-1990, Ủy ban kiểm tra sòng bạc New Jersey đã tiết lộ rằng ông ta có thể không còn gì khác ngoài món nợ tới 294 triệu đô la.

Một trường hợp mà Irving không thu được lợi do đa dạng hóa đó là khi những lợi tức của 2 chứng khoán này đi kèm nhau một cách sít sao. Trong trường hợp này, khi chứng khoán thứ nhất có lợi tức 15%, chứng khoán thứ 2 cũng có lợi tức 15% và giữ kết quả lợi tức của cả hai chứng khoán là 15%. Khi chứng khoán thứ 1 có lợi tức 5%, chứng khoán kia có lợi tức 5% và giữ cả hai kết quả ở mức lợi tức

5%. Kết quả của việc đa dạng hóa bằng cách giữ cả hai chứng khoán là có một lợi tức 15% trong một nửa thời gian và 5% trong nửa kia, điều này đúng là cùng một kết hợp các lợi tức thu được khi chỉ giữ một trong hai chứng khoán nói trên. Kết cục, việc đa dạng hóa ở trường hợp này không dẫn tới bất kỳ sự giảm rủi ro nào.

Những ví dụ chúng ta vừa xem xét trên đây minh họa cho những điểm quan trọng sau đây về vấn đề đa dạng hóa :

1. Đa dạng hóa hầu như luôn luôn có lợi cho những nhà đầu tư không ưa mạo hiểm do nó giảm rủi ro, trừ khi lợi tức của những chứng khoán diễn biến theo nhau một cách hoàn hảo (điều này rất hiếm xảy ra).

2. Những lợi tức của 2 chứng khoán càng không đi kèm với nhau nhiều, thì lợi ích của việc đa dạng hóa càng nhiều hơn (giảm rủi ro).

Đối với một triển vọng trong thế giới thực của việc đa dạng hóa hãy xem Bài đọc thêm 5.1.

Với những hiểu biết về những yếu tố ảnh hưởng đến các quyết định của những nhà đầu tư trước việc mua và lưu giữ các tài sản khác nhau nói trên, chúng ta sẵn sàng nghiên cứu sâu chương sắp tới xem giá của một tài sản cụ thể - các trái khoán - được xác định như thế nào.

TÓM TẮT

1. Lý thuyết lượng cầu tài sản cho chúng ta biết rằng lượng cầu tài sản có (a) tương quan thuận với lợi tức dự tính của một tài sản so với các tài sản thay thế ; (c) tương quan nghịch với mức rủi ro của 1 tài sản so với các tài sản thay thế ; và (d) tương quan thuận với tính lỏng của một tài sản so với các tài sản

thay thế.

2. Việc đa dạng hóa (nắm giữ nhiều hơn một tài sản) làm lợi cho các nhà đầu tư vì nó làm giảm rủi ro mà họ phải đương đầu, và lợi ích càng lớn khi lợi tức từ các chứng khoán càng không diễn biến theo sát nhau.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

*1. Bằng lý thuyết lượng cầu tài sản hãy giải thích vì sao bạn sẽ thêm hoặc giảm bớt ý muốn mua cổ phiếu của Polaroid trong những tình huống sau :

a) Cửa cải của bạn suy giảm.

b) Bạn dự định nó được nâng cao giá trị.

c) Thị trường trái khoán trở nên lỏng hơn.

d) Bạn trù liệu vàng tăng giá.

e) Giá cả ở thị trường trái khoán trở nên bất định hơn.

*2. Bằng lý thuyết lượng cầu tài sản trên đây hãy giải thích vì sao bạn sẽ thêm hoặc

giảm bớt ý muốn mua một ngôi nhà trong những tình huống sau :

a) Bạn vừa thừa kế một trăm ngàn đôla.

b) Chi phí môi giới bất động sản giảm từ 6% giá bán xuống 4% giá bán.

c) Bạn dự tính cổ phiếu Polariod tăng giá trị gấp đôi trong năm tới.

d) Giá cả trong thị trường cổ phiếu trở nên bất định hơn.

e) Bạn trừ tính giá nhà sẽ giảm.

*3. Bằng lý thuyết lượng cầu tài sản, hãy giải thích vì sao bạn sẽ thêm hoặc giảm bớt ý muốn mua vàng trong những tình huống sau :

a) Vàng lại trở nên được ưa thích dùng làm phương tiện trao đổi.

b) Giá cả trong thị trường vàng ở Mỹ trở nên bất định.

c) Bạn dự tính lạm phát gia tăng và giá vàng có xu hướng chạy theo mức giá tổng hợp ở Mỹ.

d) Bạn dự tính lãi suất tăng.

*4. Bằng lý thuyết lượng cầu tài sản, hãy giải thích vì sao bạn sẽ có thêm hoặc giảm bớt ý muốn mua trái khoán AT & T trong những tình huống sau :

a) Việc mua bán những trái khoán này tăng lên do vậy chúng dễ bán.

b) Bạn dự tính một "thị trường" đầu cơ giá cổ phiếu xuống (nghĩa là giá cổ phiếu dự tính sẽ sụt giảm).

c) Chi phí môi giới cổ phiếu giảm.

d) Bạn dự tính lãi suất tăng.

e) Chi phí môi giới trái khoán giảm.

*5. Câu sau là đúng, sai, hay không rõ rệt : "Một người càng sợ rủi ro, họ càng có thể đa dạng hóa đầu tư".

Hãy giải thích vì sao ?

*6. Giả sử rằng tôi sở hữu một đội bóng đá và tôi có kế hoạch đa dạng hóa bằng cách mua cổ phần ở :

a) Một công ty, công ty này sở hữu một đội bóng rổ, hoặc

b) Một công ty dược phẩm.

Trường hợp nào trong 2 cuộc đầu tư này có thể giảm rủi ro chung mà tôi gặp phải ?

*7. Câu sau đây là đúng, sai, hay không rõ rệt : "Không có người sợ rủi ro nào lại đi mua một chứng khoán có lợi tức dự tính thấp hơn, nhiều rủi ro hơn, và kém lỏng hơn so với một chứng khoán khác". Hãy giải thích.

CHƯƠNG 6

Hình thái diễn biến của lãi suất

LỜI DẪN

Đầu những năm 1950 lãi suất danh nghĩa của những tin phiếu Kho bạc loại 3 tháng là khoảng 1% một năm, năm 1981 lãi suất đã đạt đến mức trên 15% rồi giảm đi xuống dưới 6% giữa những năm 1980, và 1990 đã tăng lên trên 7%. Điều gì giải thích những dao động quan trọng này của lãi suất? Một lý do vì sao chúng ta nghiên cứu tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính chính là để mang lại một số trả lời cho câu hỏi này.

Trong chương này, chúng ta xét xem lãi suất danh nghĩa được xác định như thế nào và những yếu tố ảnh hưởng đến hình thái diễn biến của nó. Do chúng ta có biết rằng lãi suất có tương quan nghịch đảo với giá trái khoán, nếu chúng ta có thể giải thích giá trái khoán thay đổi, thì chúng ta cũng có thể giải thích vì sao lãi suất dao động. Ở đây, chúng ta sẽ áp dụng sự phân tích cung cầu để xem xét vì sao giá trái khoán và lãi suất thay đổi.

KHUÔN MẪU TIỀN VAY : LƯỢNG CUNG VÀ CẦU TRONG THỊ TRƯỜNG TRÁI KHOẢN

Chúng ta trước hết tiếp cận với vấn đề phân tích việc xác định lãi suất bằng cách nghiên cứu lượng cung và cầu trái khoán. Bước đầu tiên trong quá trình

phân tích và dùng lý thuyết lượng cầu tài sản đã nghiên cứu ở Chương 5 để thu được đường cầu (demand curve), nó là sự liên hệ giữa lượng cầu và giá khi tất cả các biến số kinh tế khác được giữ không đổi (nghĩa là các giá trị của những biến số khác được lấy theo các giá trị cho trước). Bạn có thể nhớ lại các môn học kinh tế trước đây, một sự thừa nhận rằng tất cả các biến số kinh tế khác được giữ không đổi được gọi là *ceteris paribus* nghĩa Latinh là : Mọi thứ khác ngang bằng.

Đường cầu

Để làm sáng tỏ sự phân tích của chúng ta, chúng ta hãy xem xét lượng cầu về trái khoán giảm giá 1 năm, loại này không có tiền coupon nhưng nó thanh toán cho người sở hữu 1.000 đôla theo mệnh giá sau 1 năm. Nếu thời gian lưu giữ là 1 năm thì như chúng ta đã thấy ở Chương 5, lợi tức của trái khoán được biết một cách chắc chắn và bằng với lãi suất khi được đo bằng lãi suất hoàn vốn. Điều này nghĩa là lợi tức dự tính của trái khoán này bằng lãi suất i , theo phương trình (4.6) ở Chương 4 là :

$$i = RET^e = \frac{F - P_d}{P_d}$$

trong đó :

i = lãi suất = lãi suất hoàn vốn.

RET^e = lợi tức dự tính.

F = mệnh giá của trái khoán giảm giá.

P_d = giá mua ban đầu của trái khoán giảm giá.

Công thức này cho thấy rằng một giá trị riêng của lãi suất tương ứng với mỗi giá trái khoán. Nếu trái khoán này bán với giá 950 đôla, thì lãi suất và lợi tức dự tính trong trường hợp này là :

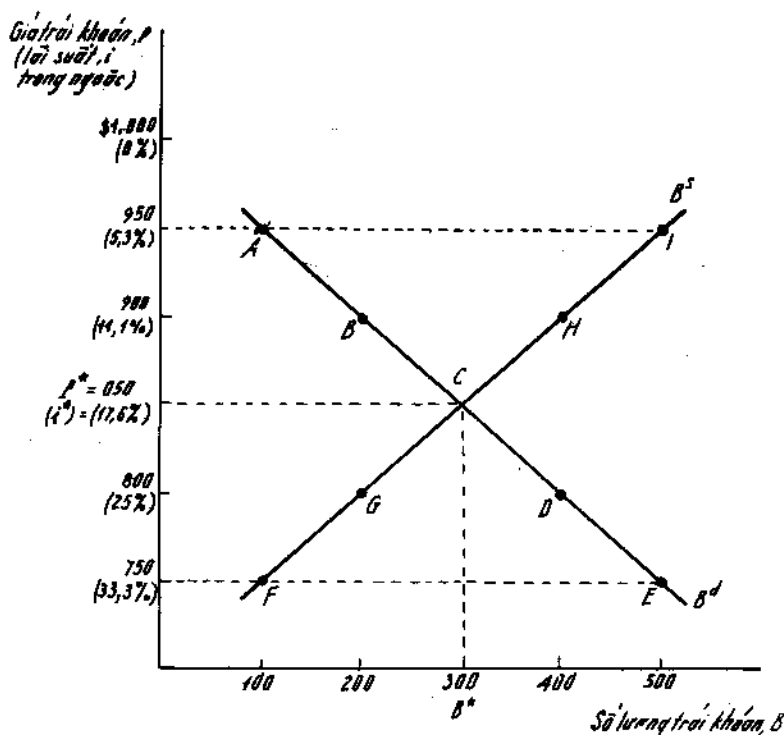
$$\frac{(1000 \text{ đôla} - 950 \text{ đôla})}{950 \text{ đôla}} = 0,053 = 5,3\%.$$

Ở lãi suất và lợi tức dự tính này, chúng ta hãy giả sử rằng lượng cầu trái khoán này là 100, và được vẽ là ở điểm A ở Hình 6.1. Ở giá 900 đôla, lãi suất và lợi tức dự tính bằng :

$$\frac{(1000 \text{ đôla} - 900 \text{ đôla})}{900 \text{ đôla}} = 0,111 = 11,1\%.$$

Do lợi tức dự tính của các trái khoán này là cao hơn, với tất cả những biến số kinh tế khác (như thu nhập, lợi tức dự tính của những tài sản khác, rủi ro, tình

lòng) được giữ không đổi, lượng cầu trái khoán sẽ cao hơn như dự báo trước theo lý thuyết lượng cầu tài sản. Điểm B trên Hình 6.1 cho thấy rằng lượng cầu trái khoán này ở giá 900 đôla đã tăng đến 200. Tiếp tục với cách lập luận này, nếu giá của trái khoán này là 850 đôla (lãi suất và lợi tức dự tính là 17,6%) lượng cầu trái khoán này (điểm C) sẽ lớn hơn khi so với điểm B. Tương tự, ở giá thấp hơn là 800 đôla (lãi suất = 25%) và ở giá 700 đôla (lãi suất = 33,3%), số lượng cầu trái khoán này sẽ còn cao hơn (điểm D và E). Đường B^d nối các điểm này ở đường cầu trái khoán, nó có độ dốc đi xuống thông thường cho thấy rằng ở các giá thấp hơn của trái khoán này, (mọi thứ khác ngang bằng) lượng cầu cao hơn ⁽¹⁾.



Hình 6.1. Lượng cầu và cầu trái khoán

Đường cung

Một sự thừa nhận quan trọng sau đường cầu trái khoán trên Hình 6.1 là ở chỗ, tất cả những biến số kinh tế khác ngoài giá và lãi suất của trái khoán được

(1) Chú ý rằng phân tích của chúng ta cho biết đường cầu là đường dốc xuống, nó không hàm ý đường này là một đường thẳng. Để dễ trình bày chúng ta sẽ vẽ các đường cung và cầu như những đường thẳng.

giữ không đổi. Chúng ta dùng cùng một sự thừa nhận này để đưa ra một *đường cung*, biểu diễn tương quan giữa lượng cung và giá trong khi tất cả những biến số kinh tế khác giữ không đổi.

Khi giá các trái khoán nói trên là 750 đôla (lãi suất = 33,3%) điểm F cho thấy số lượng cung trái khoán là 100. Nếu giá nó là 800 đôla, lãi suất ở mức thấp hơn, là 25%. Do ở lãi suất này, chi phí vay tiền bằng cách phát hành trái khoán ít tốn kém hơn, các hãng sẽ có ý định vay nhiều hơn theo cách phát hành trái khoán và lượng cung trái khoán ở mức cao hơn là 200 (điểm G). Một giá còn cao hơn nữa, 850 đôla tương ứng với một lãi suất thấp hơn 17,6% đưa đến một số lượng cung trái khoán lớn hơn 300 (điểm C). Những giá cao hơn, 900 đôla, 950 đôla còn dẫn đến những lượng cung trái khoán lớn hơn nữa (điểm H và I). Đường cong B^* nối những điểm này là đường cung ứng những trái khoán này. Nó có dạng dốc lên thông thường ở những đường cung, cho biết rằng khi giá tăng (mọi thứ khác ngang bằng), lượng cung tăng lên.

Cân bằng thị trường

Trong kinh tế học, **cân bằng thị trường** diễn ra khi số lượng mà dân chúng có ý định mua (lượng cầu - demand) bằng số lượng mà dân chúng có ý định bán (lượng cung - supply) ở một giá đã xác định. Trong thị trường trái khoán, điều này đạt được khi lượng cầu trái khoán bằng lượng cung trái khoán.

$$B^d = B^s \quad (6.1)$$

Trên Hình 6.1, sự cân bằng diễn ra tại điểm C, là nơi đường cầu và đường cung cắt nhau ở một giá trái khoán 850 đôla (lãi suất 17,6%) và số lượng trái khoán 300. Giá $P^* = 850$ đôla là nơi lượng cầu bằng lượng cung được gọi là giá cân bằng hoặc giá thanh toán thị trường. Tương tự, lãi suất $i^* = 17,6\%$ tương ứng với giá này được gọi là lãi suất cân bằng hoặc lãi suất thanh toán thị trường.

Khái niệm cân bằng thị trường, và giá hoặc lãi suất cân bằng rất có ích bởi vì có một xu hướng để cho thị trường hướng vào chúng. Chúng ta có thể thấy rằng nó thể hiện trên Hình 6.1 trước hết bằng cách xét xem cái gì xảy ra khi chúng ta có một giá trị trái khoán nằm trên giá cân bằng. Khi giá trái khoán được đặt quá cao, ví dụ 950 đôla thì lượng cung trái khoán ở điểm I lớn hơn lượng cầu trái khoán ở điểm A. Một tình trạng tương tự như thế, trong đó lượng cung trái khoán vượt quá lượng cầu trái khoán được gọi là một điều kiện cung ứng vượt quá. Do dân chúng muốn bán nhiều trái khoán hơn số mà những người khác

muốn mua, giá cả những trái khoán này sẽ giảm, và đây là lý do vì sao mũi tên đi xuống được vẽ trên hình ở giá trái khoán 950 đôla. Chừng nào giá trái khoán còn giữ trên giá cân bằng, thì một sự cung ứng vượt quá trái khoán còn tiếp tục và giá của chúng sẽ tiếp tục giảm.

Việc này chỉ ngừng khi giá đã đạt đến giá cân bằng 850 đôla tại đó sự cung ứng vượt quá trái khoán đã được loại bỏ.

Bây giờ chúng ta hãy nhìn xem điều gì xảy ra khi giá các trái khoán này ở dưới giá cân bằng. Nếu giá các trái khoán này được đặt quá thấp, 750 đôla, lượng cầu tại điểm E lớn hơn lượng cung tại điểm F. Việc này được gọi là tình trạng lượng cầu vượt quá. Lúc này dân chúng muốn mua nhiều trái khoán hơn là số mà những người khác muốn bán và do đó giá của những trái khoán này sẽ tăng lên. Điều này minh họa bằng mũi tên đi lên được vẽ trên hình ở giá trái khoán 750 đôla. Chỉ khi lượng cầu vượt quá đối với trái khoán này được loại bỏ bằng việc tăng giá đến mức cân bằng 850 đôla mới không còn xu thế cho giá tăng thêm.

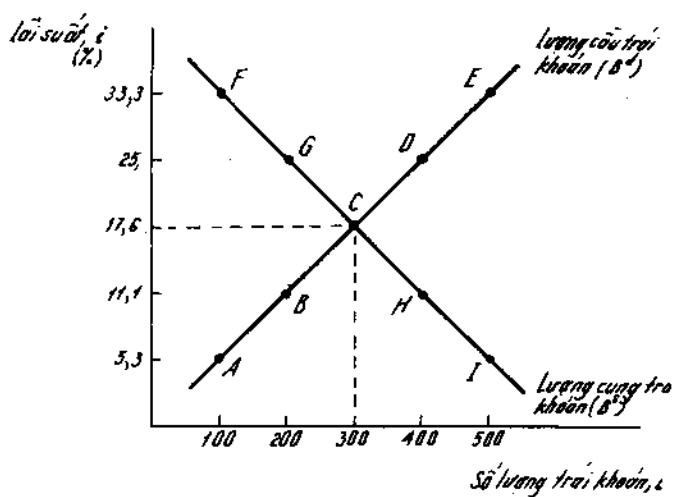
Chúng ta có thể thấy rằng khái niệm về giá cân bằng nêu trên là một khái niệm hữu ích bởi vì nó chỉ ra vị trí mà thị trường sẽ ổn định. Do mỗi một giá trên trục tung của Hình 6.1 tương ứng với một giá trị của lãi suất. Cũng sơ đồ như vậy cho chúng ta thấy rằng lãi suất sẽ hướng về lãi suất cân bằng 17,6%. Khi lãi suất ở dưới lãi suất cân bằng, ví dụ như khi nó ở mức 5,3%, giá của trái khoán ở trên giá cân bằng và sẽ có một sự cung ứng vượt quá trái khoán. Giá của trái khoán sau đó tụt, dẫn đến việc tăng lãi suất hướng tới mức cân bằng. Một cách tương tự, khi lãi suất ở trên mức cân bằng, ví dụ khi nó ở mức 33,3%, có một lượng cầu trái khoán vượt quá và giá trái khoán sẽ tăng, đưa lãi suất xuống trở lại mức cân bằng 17,6%.

Phân tích cung và cầu

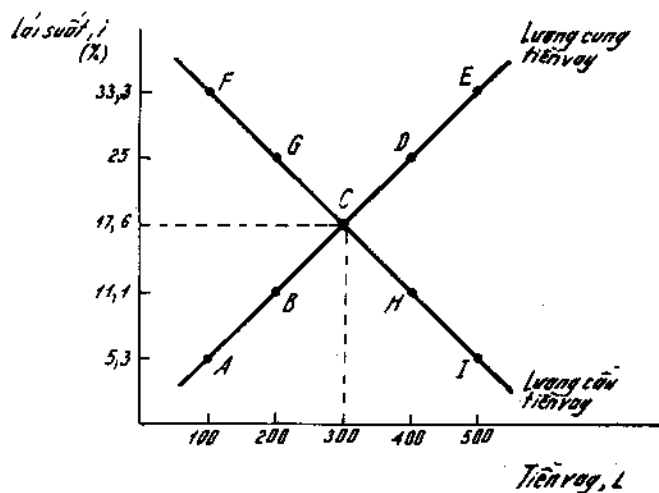
Hình 6.1 là một sơ đồ quy ước về cung và cầu với giá nằm ở trục tung và số lượng nằm ở trục hoành.

Do lãi suất ứng với mỗi giá trái khoán cũng được vạch ra ở trục tung, sơ đồ này cho phép chúng ta đọc lãi suất cân bằng, đồng thời cho chúng ta một mô hình diễn tả việc xác định lãi suất. Tuy nhiên, nó có sự bất lợi là lãi suất được vạch không thuận ở trục đứng. Hơn nữa, do các nhà kinh tế quan tâm nhiều đến giá trị lãi suất hơn là giá trái khoán, sự có mặt của giá trái khoán hơi làm rối mắt.

Giải pháp cho vấn đề này là vẽ đường cung và cầu trái khoán trên một sơ đồ



a) Dụng thuật ngữ cung và cầu trái khoán



b) Dụng thuật ngữ tiền vay

Hình 6.2. Lượng cung và cầu trái khoán với lãi suất ở trục tung.

tại đó trục tung chỉ có các giá trị của lãi suất và tại đó lãi suất di chuyển sang hướng phải, tức là tăng khi chúng ta tiến lên theo hướng của trục. Sơ đồ như vậy vẽ trên Hình 6.2 (a), trong đó các điểm A đến I phù hợp các điểm tương ứng trên Hình 6.1. Cần nhận thấy rằng một sơ đồ cung và cầu giống như Hình 6.2 (a) có thể được vẽ cho bất kỳ loại trái khoán nào, dù là trái khoán giảm giá hoặc trái khoán coupon.

Hình này nhìn hơi có vẻ khác thường một chút vì đường cong cầu trái khoán là dốc lên và đường cong cung dốc xuống. Tuy nhiên, các đường cong có dạng dốc này hoàn toàn phù hợp với việc phân tích cung cầu thông thường của chúng ta bởi vì chúng được vẽ ứng với lãi suất chứ không phải ứng với giá trái khoán.

Để làm cho đường cầu có độ dốc xuống thông thường và đường cung có độ dốc lên thông thường, thì trục hoành và đường cung cầu có thể được đặt tên lại. Bởi vì một hãng cung ứng các trái khoán thực tế đang vay một món tiền từ một người mua một trái khoán, "cung ứng một trái khoán" tương đương với "yêu cầu một khoản vay". Như vậy đường cung trái khoán có thể được hiểu lại là chỉ ra lượng cầu tiền vay ứng với mỗi giá trị của lãi suất. Nếu ta đặt lại tên cho trục hoành là **tiền vay**, được định nghĩa như là số lượng tiền vay, thì lượng cung trái khoán có thể được đặt tên lại là *lượng cầu tiền vay*, vì việc mua (việc yêu cầu) một trái khoán tương đương với việc cung ứng một khoản cho vay. Hình 6.2 (b) vẽ lại những đường cong của Hình 6.2 (a), nhưng đặt tên lại cho chúng và trục hoành mang tên tiền vay. Những đường cung và cầu sau khi đặt tên lại, có độ dốc thông thường.

Vì các sơ đồ cung và cầu giải thích việc lãi suất được xác định như thế nào trên thị trường trái khoán, sử dụng thuật ngữ tiền vay một cách phổ biến nhất, nên việc phân tích này được gọi là **khôn mẫu tiền vay**. Do các chương sau mô tả sự hướng dẫn chính sách tiền tệ, chúng ta tập trung vào vấn đề lượng cung, cầu trái khoán bị tác động như thế nào, chúng ta sẽ tiếp tục tiến hành việc phân tích cung và cầu bằng trái khoán chứ không qua tiền vay. Dù cho việc phân tích được thực hiện qua tiền vay hay qua lượng cầu và cung trái khoán, các kết quả là như nhau và là các phương pháp tương đương để phân tích việc xác định lãi suất.⁽²⁾

(2) Một đặc điểm quan trọng của việc phân tích ở đây là ở chỗ cung và cầu luôn luôn là theo tón lượng (một tổng số tiền tại một thời điểm xác định) tài sản, chứ không theo lưu lượng tài sản. Phương pháp này hơi khác so với một số phân tích tiền vay nhất định được tiến hành theo lưu lượng (số tiền vay trong mỗi năm). Phương pháp thị trường tài sản (nghĩa là phương pháp nhấn mạnh trở lượng tài sản thay vì lưu lượng) nay là phương pháp vượt trội được các nhà kinh tế sử dụng vì tiến hành việc phân tích một cách đúng đắn theo lưu lượng là rất phức tạp, đặc biệt khi chúng ta tính tới lạm phát.

NHỮNG THAY ĐỔI TRONG LẠM PHÁT CÂN BẰNG

Ở phần này, chúng ta sẽ xem xét có thể dùng khuôn mẫu cung cầu trái khoán như thế nào để phân tích vì sao lãi suất thay đổi. Để tránh lẫn lộn, cần phải làm rõ sự phân biệt giữa *sự biến đổi dọc theo một đường cầu (hoặc cung) và sự dịch chuyển một đường cầu (hoặc cung)*. Khi lượng cầu (hoặc lượng cung) thay đổi do một sự thay đổi về giá của trái khoán (hoặc tương đương, do một sự thay đổi lãi suất) chúng ta có *một biến đổi dọc theo đường cầu (hoặc cung)*. Ví dụ sự thay đổi lượng cầu khi chúng ta dịch từ điểm A đến B đến C v.v. trên Hình 6.1 hoặc 6.2 là một sự biến đổi dọc theo một đường cầu. Mặt khác *một sự dịch chuyển đường cầu (hoặc cung) xảy ra khi lượng cầu (hoặc lượng cung) thay đổi ở mỗi một giá cho trước (hoặc lãi suất) của trái khoán để đáp ứng lại một sự thay đổi của một yếu tố khác nào đó ngoài giá và lãi suất của trái khoán đó*. Khi một trong những yếu tố này thay đổi sao cho chúng ta một dịch chuyển đường cung hoặc cầu, thì sẽ có một giá trị cân bằng mới cho lãi suất.

Trong những trang sau, chúng ta sẽ xét xem những đường cung và cầu này dịch chuyển để đáp ứng những thay đổi trong các biến số, ví dụ như lạm phát dự tính và của cải như thế nào, và những thay đổi này có tác động gì đến giá trị cân bằng của lãi suất.

Những dịch chuyển về lượng cầu trái khoán

Lý thuyết lượng cầu tài sản được xây dựng ở Chương 5 mang lại một khuôn mẫu để quyết định xem những yếu tố nào khiến cho đường cong cầu trái khoán dịch chuyển. Những yếu tố này bao gồm các thay đổi về :

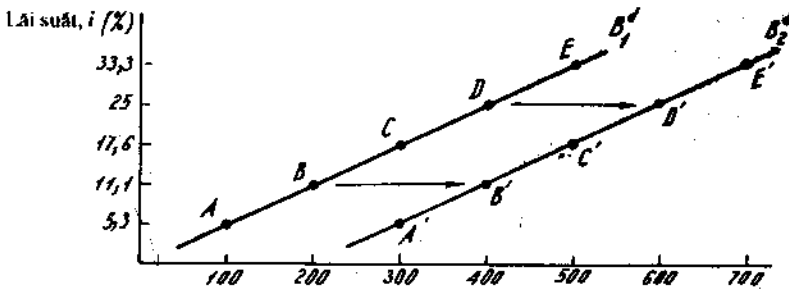
1. Của cải.
2. Lợi tức dự tính của trái khoán so với những tài sản thay thế.
3. Rủi ro của trái khoán so với những tài sản thay thế.
4. Tính lỏng của trái khoán so với những tài sản thay thế.

Để thấy một thay đổi trong mỗi đường này (khi giữ tất cả những yếu tố khác không đổi) có thể gây dịch chuyển đường cầu như thế nào, ta hãy xem một vài ví dụ.

Của cải. Khi nền kinh tế tăng trưởng nhanh chóng, thì của cải tăng lên, lượng cầu trái khoán ở mỗi giá trái khoán (hoặc lãi suất) tăng lên như nêu trong Hình 6.3. Để xem điều này diễn ra như thế nào, ta hãy xét điểm B trên đường cầu ban đầu về trái khoán, B_1^d ở mức lãi suất 11,1%, nó cho biết rằng số lượng cầu trái khoán là 200. Với của cải nhiều hơn, số lượng cầu trái khoán ở cùng lãi suất đó phải tăng lên, ví dụ, tới 400 (điểm B). Tương tự, của cải nhiều hơn nữa

khiến lượng cầu ở lãi suất 25%, tăng từ 400 đến 600 (điểm D tới D'). Tiếp tục lập luận này cho mỗi điểm trên đường cầu ban đầu B^d, chúng ta có thể thấy rằng đường cầu dịch chuyển sang bên phải từ B^d đến B^{d'}, như được chỉ ra bởi các mũi tên.

Chúng ta đi đến kết luận là : *Trong một nền kinh tế đang phát triển với của cải tăng lên, lượng cầu trái khoán tăng lên và đường cầu trái khoán dịch chuyển về bên phải.* Tuy nhiên, lượng cầu sẽ dịch chuyển bao nhiêu (tăng lên) thì việc đó sẽ phụ thuộc vào khoảng rộng tới đó thì trái khoán là loại "cao cấp" chứ không còn là loại "cần thiết" nữa. Sử dụng cùng một lập luận như vậy ta có : *Trong một cuộc suy thoái, khi thu nhập và của cải đang sút giảm, lượng cầu trái khoán sút giảm và đường cầu dịch chuyển về bên trái.*



Hình 6.3. Dịch chuyển đường cong cầu trái khoán. Khi lượng cầu trái khoán tăng, đường cong cầu dịch chuyển sang bên phải như đã chỉ ra ở trên.

Lợi tức dự tính. Đối với một trái khoán giảm giá loại 1 năm và thời gian nắm giữ là 1 năm, thì lợi tức dự tính và lãi suất của nó là tương tự. Ở đây không có thành phần nào của lợi tức dự tính không có liên hệ đến giá trái khoán đó hoặc lãi suất của nó.

Với những trái khoán có kỳ hạn thanh toán lớn hơn 1 năm, lợi tức dự tính có thể khác nhiều so với lãi suất. Ví dụ, chúng ta thấy ở Chương 4, Bảng 4.2 rằng một sự tăng lãi suất của một trái khoán dài hạn từ 10 tới 20% sẽ dẫn tới một sự giảm giá mạnh và một lợi tức âm rất lớn. Tuy thế, nếu dân chúng bắt đầu nghĩ rằng lãi suất sẽ cao hơn vào năm tới so với họ đã dự đoán ban đầu, thì lợi tức dự tính của những trái khoán dài hạn sẽ sút giảm và số lượng được yêu cầu sẽ sút giảm tại mỗi lãi suất. *Lãi suất dự tính cao hơn trong tương lai làm giảm yêu cầu về trái khoán dài hạn và dịch chuyển đường cầu về bên trái.*

Mặt khác, một sự sửa lại giảm bớt mức lãi suất dự tính trong tương lai, sẽ có nghĩa là giá trái khoán dài hạn sẽ được trông đợi tăng nhiều hơn so với được dự tính ban đầu và lợi tức dự tính cao hơn do việc ấy tạo ra sẽ làm tăng yêu cầu số

lượng ở mỗi lãi suất. **Lãi suất dự tính thấp hơn trong tương lai làm tăng cầu về trái khoán dài hạn và dịch chuyển đường cầu về bên phải** (Hình 6.3).

Những thay đổi lợi tức dự tính của những tài sản khác cũng có thể dịch chuyển đường cầu trái khoán. Nếu dân chúng bất ngờ trở nên lạc quan hơn về thị trường cổ phiếu và bắt đầu dự tính những giá cổ phiếu cao hơn trong tương lai, thì độ lợi vốn và lợi tức dự tính của cổ phiếu sẽ tăng. Với lợi tức dự tính của trái khoán được giữ không đổi, lợi tức dự tính của trái khoán so với cổ phiếu sẽ sụt giảm, làm giảm thấp lượng cầu về trái khoán và dịch chuyển đường cầu về bên trái.

Một sự thay đổi về lạm phát dự tính có thể coi như làm thay đổi lợi tức dự tính của những tài sản hiện vật (cũng còn gọi là tài sản thực) ví dụ như ô tô và nhà, chúng tác động đến lượng cầu trái khoán. Do sự biến đổi giá của những tài sản thực bị gắn vào biến đổi của mức giá chung, một sự tăng lạm phát dự tính, ví dụ, 5 đến 10%, sẽ dẫn đến những dự tính tốc độ tăng giá ô tô và nhà nhanh hơn và do đó có một mức lợi vốn danh nghĩa cao hơn. Từ đó tăng lợi tức dự tính của những tài sản thực này sẽ dẫn đến một sự sụt giảm lợi tức dự tính của trái khoán so với lợi tức dự tính của tài sản thực. **Một sự tăng mức lạm phát dự tính sẽ làm cho lượng cầu trái khoán giảm xuống và làm cho đường cầu dịch chuyển về bên trái.**

Rủi ro. Nếu giá cả trong thị trường trái khoán trở nên bất định hơn, sự rủi ro gắn với trái khoán tăng lên và trái khoán trở nên một tài sản kém hấp dẫn. **Một sự tăng rủi ro của trái khoán làm cho lượng cầu trái khoán giảm sút và làm cho đường cầu dịch chuyển về bên trái.**

Mặt khác, một sự tăng tính bất định của giá cả trong một thị trường tài sản khác, ví dụ thị trường cổ phiếu sẽ khiến cho trái khoán thêm lôi cuốn. **Một sự tăng tính rủi ro của những tài sản thay thế làm cho lượng cầu trái khoán tăng lên và làm cho đường cầu dịch chuyển về bên phải** (Hình 6.3).

Tính lỏng. Nếu thêm nhiều người khởi sự mua bán trong thị trường trái khoán và do vậy có sự dễ dàng hơn trong việc bán nhanh trái khoán, việc tăng tính lỏng của chúng sẽ làm cho lượng cầu trái khoán ở mỗi lãi suất tăng lên. **Tính lỏng của trái khoán tăng lên thì dẫn tới lượng cầu trái khoán tăng lên và đường cầu dịch chuyển về bên phải** (Hình 6.3). **Một cách tương tự, tính lỏng của những tài sản thay thế tăng lên làm giảm bớt lượng cầu trái khoán và dịch chuyển đường cầu về bên trái.** Ví dụ, việc giảm hoa hồng môi giới cho việc buôn bán cổ phiếu đã xảy ra khi cơ chế hoa hồng có mức cố định bị hủy bỏ năm 1975, đã làm tăng tính lỏng của cổ phiếu so với trái khoán và kết quả lượng cầu trái khoán thấp hơn, do đó đã dịch chuyển đường cầu về bên trái.

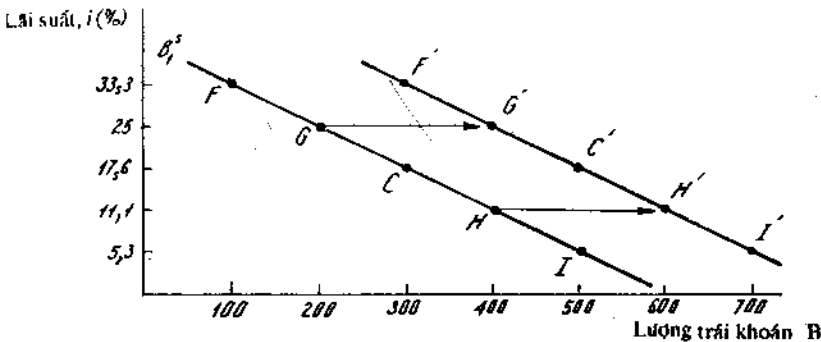
Những chuyển dịch về lượng cung trái khoán

Những yếu tố nào có thể làm cho đường cung trái khoán dịch chuyển bao gồm :

1. Khả năng sinh lợi dự tính của những cơ hội đầu tư.
2. Lạm phát dự tính.
3. Các hoạt động của chính phủ.

Chúng ta sẽ xem đường cong cung dịch chuyển như thế nào khi mỗi một trong những yếu tố này thay đổi (khi tất cả những yếu tố khác giữ không đổi).

Khả năng sinh lợi dự tính của các cơ hội đầu tư. Càng có nhiều cơ hội đầu tư sinh lợi mà một công ty dự tính có thể làm, thì công ty sẽ càng có nhiều ý định vay vốn và tăng số dư vay nợ nhằm tài trợ cho các cuộc đầu tư này. Khi nền kinh tế đang phát triển nhanh, ví dụ trong giai đoạn phát đạt của một chu kỳ kinh doanh, có rất nhiều những cơ hội đầu tư, được trông đợi là sinh lợi và lượng cung trái khoán ở bất kỳ lãi suất nào cho trước sẽ tăng lên (nêu trên Hình 6.4).



Hình 6.4. Sự chuyển dịch đường cung trái khoán. Khi lượng cung trái khoán tăng lên, đường cung dịch chuyển về bên phải.

Do đó trong giai đoạn phát đạt của một chu kỳ kinh doanh lượng cung trái khoán tăng lên và đường cung chuyển dịch về bên phải. Tương tự, trong giai đoạn suy thoái, có rất ít những cơ hội đầu tư được dự tính là sinh lợi, do vậy lượng cung trái khoán sụt giảm và đường cung chuyển dịch về bên trái.

Lạm phát dự tính. Như ta đã thấy ở Chương 4, chi phí thực của việc vay tiền được đo một cách chính xác hơn bằng lãi suất thực, nó bằng lãi suất danh nghĩa trừ đi lạm phát dự tính. Với một lãi suất cho trước, khi lạm phát dự tính tăng lên, chi phí thực của việc vay tiền giảm xuống và lượng cung trái khoán

tăng lên ở bất kỳ lãi suất nào cho trước. **Một sự tăng lạm phát dự tính làm cho lượng cung trái khoán tăng lên và đường cung trái khoán dịch chuyển về bên phải** (Hình 6.4).

Các hoạt động của chính phủ. Hoạt động của chính phủ có thể ảnh hưởng đến lượng cung trái khoán bằng nhiều cách. Kho bạc Mỹ phát hành trái khoán nhằm tài trợ cho sự thiếu hụt ngân sách chính phủ, tức là, sự chênh lệch giữa chi tiêu và thu nhập của chính phủ. Khi những thiếu hụt này lớn, ví dụ như thời gian gần đây, kho bạc bán nhiều trái khoán và lượng cung trái khoán ở mỗi lãi suất tăng lên. **Thiếu hụt ngân sách chính phủ lớn hơn làm tăng lượng cung trái khoán và dịch chuyển đường cung về bên phải** (Hình 6.4)

Các chính phủ tiểu bang và địa phương và các cơ quan chính phủ khác cũng phát hành trái khoán để tài trợ cho các chi tiêu của mình và điều này cũng có thể tác động đến lượng cung trái khoán.

Những thay đổi lãi suất cân bằng

Bây giờ ta có thể dùng kiến thức về những đường cung và cầu dịch chuyển như thế nào để phân tích xem lãi suất cân bằng có thể thay đổi như thế nào. Cách tốt nhất để làm điều này là tìm kiếm một vài ứng dụng đặc biệt tương ứng với sự hiểu biết của chúng ta về việc chính sách tiền tệ tác động đến lãi suất như thế nào.

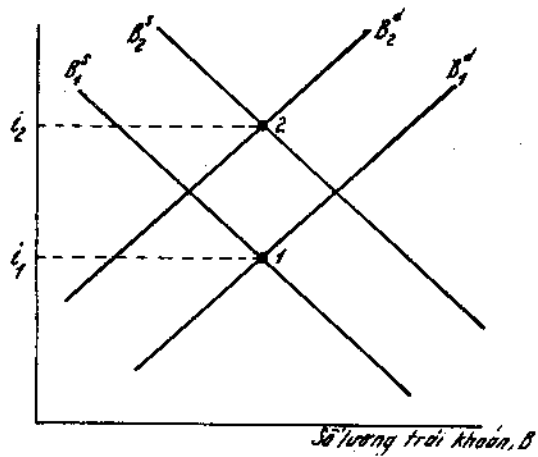
Hướng dẫn nghiên cứu

Cách nghiên cứu tốt nhất vấn đề phân tích cung cầu cho thị trường trái khoán là thực hành những ứng dụng. Khi có một ứng dụng trong sách này, và chúng ta xem xét lãi suất thay đổi như thế nào dưới tác dụng của một biến số kinh tế nào đó tăng lên ở đó, hãy xem liệu bạn có thể vẽ được những chuyển dịch tương ứng của các đường cung và cầu với cùng chính biến số kinh tế ấy giảm xuống hay không. Trong khi bạn đang thực hành các ứng dụng, hãy luôn luôn nhớ hai điều :

1. Khi bạn nghiên cứu tác dụng của một sự thay đổi của biến số, hãy nhớ rằng chúng ta đang thừa nhận rằng tất cả những biến số khác không bị thay đổi ; tức là, chúng ta đang sử dụng giả thuyết *ceteris paribus*.

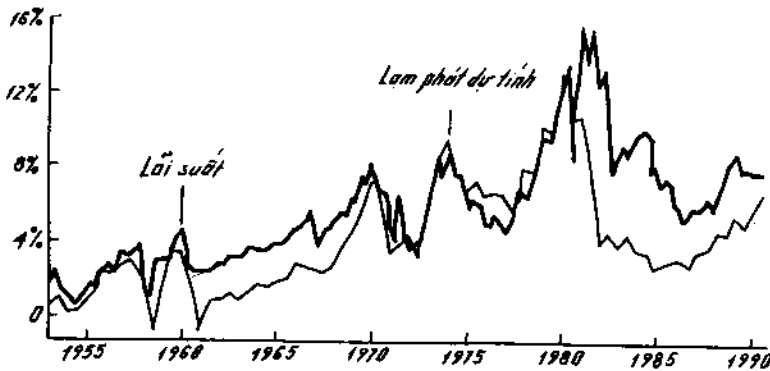
2. Những đường cung và cầu trái khoán trên sơ đồ có hướng dốc ngược với những đường mà bạn quen thuộc : Đường cầu dốc lên và đường cung dốc xuống. Điều này xảy ra vì các đường được vẽ đối với lãi suất, là đại lượng có tương quan nghịch đảo với giá trái khoán.

Hình 6.5. Đáp ứng cho một thay đổi trong lạm phát dự tính. Khi lạm phát dự tính tăng, đường cung dịch chuyển khỏi B_1^s và tới B_2^s và đường cầu dịch chuyển từ B_1^d tới B_2^d . Sự cân bằng chuyển từ từ điểm 1 tới điểm 2 và lãi suất cân bằng tăng từ i_1 đến i_2 .



Những thay đổi trong lạm phát dự tính : Hiệu ứng Fisher. Chúng ta đã giải quyết hầu hết những vấn đề để đánh giá xem một thay đổi trong lạm phát dự tính tác động đến lãi suất danh nghĩa như thế nào, bởi vì chúng ta đã phân tích một thay đổi trong lạm phát dự tính dịch chuyển các đường cung và cầu như thế nào. Hình 6.5 cho thấy tác dụng của một sự tăng trong lạm phát dự tính đối với lãi suất cân bằng.

Giả sử lạm phát dự tính ban đầu là 5% và các đường cung và cầu, B_1^s và B_1^d , cắt nhau tại điểm 1, là nơi mà lãi suất cân bằng là i_1 . Nếu lạm phát tăng đến 10%, lợi tức dự tính của trái khoán so với những tài sản thực giảm đối với bất kỳ lãi suất nào cho trước. Kết quả, lượng cầu trái khoán giảm và đường cầu dịch chuyển về bên trái, từ B_1^d đến B_2^d . Sự tăng lạm phát dự kiến cũng dịch chuyển đường cung. Ở một lãi suất bất kỳ cho trước, chi phí thực của việc vay tiền đã giảm xuống, làm cho lượng cung trái khoán tăng lên, và đường cung dịch chuyển sang phải, từ B_1^s tới B_2^s .



Hình 6.6. Lạm phát dự tính và lãi suất (Tin phiếu kho bạc 3 tháng) : 1953 - 1990.

Khi các đường cung và cầu dịch chuyển do đáp ứng lại sự thay đổi trong lạm phát dự tính, điểm cân bằng chuyển từ điểm 1 đến điểm 2, nó là giao điểm của B_2^d và B_2^s . Lãi suất cân bằng cũng tăng từ i_1 đến i_2 . Chú ý rằng Hình 6.5 được vẽ sao cho số lượng trái khoán cân bằng giữ nguyên cho cả điểm 1 và điểm 2. Tuy nhiên, tùy theo mức độ dịch chuyển của các đường cung và cầu, số lượng trái khoán cân bằng có thể tăng lên hay giảm đi khi lạm phát dự tính tăng lên.

Sự phân tích cung cầu của chúng ta đã đem lại một kết quả quan trọng. **Khi lạm phát dự tính xảy ra, lãi suất sẽ tăng.** Kết quả này được gọi là *Hiệu ứng Fisher*, theo Irving Fisher, nhà kinh tế, người đầu tiên đã nêu ra sự liên hệ giữa lạm phát dự tính với lãi suất. Sự đúng đắn của việc đoán trước này được cho trên Hình 6.6. Lãi suất của các tín phiếu kho bạc loại 3 tháng đã thường xuyên theo với mức lạm phát dự tính (một hiện tượng cũng đúng cho ở cả các nước khác, như được nêu ở Bài đọc thêm 6.1). Do đó, có thể hiểu được vì sao nhiều nhà kinh tế đã khuyến nghị rằng cuộc chiến chống lạm phát nhất định thất bại nếu chúng ta muốn hạ thấp lãi suất.

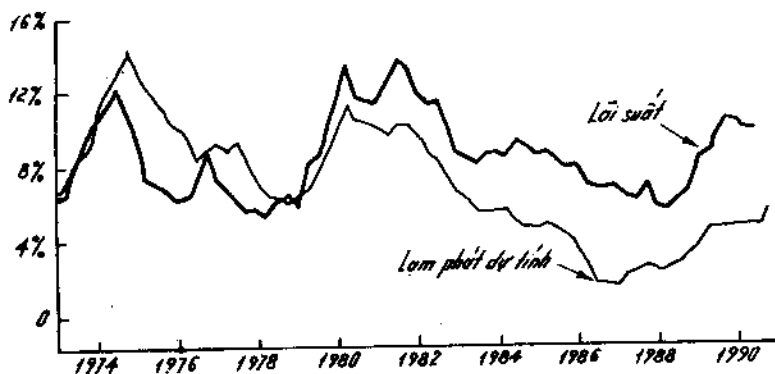
BÀI ĐỌC THÊM 6.1

Toàn cảnh

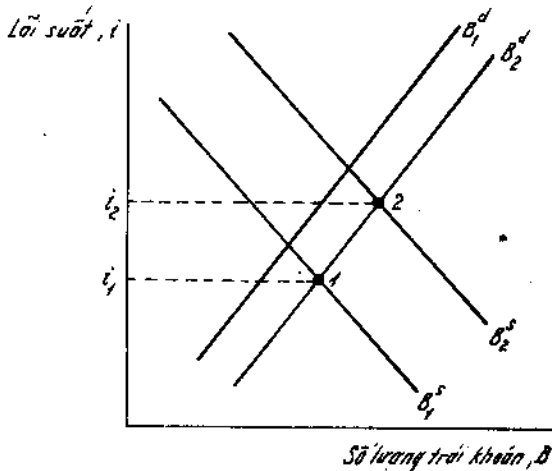
Lạm phát dự tính và lãi suất ở các quốc gia công nghiệp hóa khác

Đồ thị cho thấy trị số trung bình (có tính tới tỉ trọng thương mại) của lãi suất loại 3 tháng và lạm phát dự tính đối với 9 nước công nghiệp hóa chủ yếu khác. Lãi suất và lạm phát dự tính tại các nước này luôn luôn biến động theo nhau, đặc biệt trước những năm 1980, giống như

chúng ta đã thấy đối với nước Mỹ. Kết luận rằng do hiệu ứng Fisher nên khi lạm phát dự tính tăng lên thì lãi suất tăng lên cũng đúng đối với các nước ngoài như là đối với nước Mỹ.



Giai đoạn phát triển trong chu kỳ kinh doanh. Hình 6.7 phân tích tác dụng của giai đoạn phát triển trong một chu kỳ kinh doanh đối với lãi suất. Trong giai đoạn phát triển của một chu kỳ kinh doanh, tổng số hàng hóa và dịch vụ được sản xuất ra trong nền kinh tế tăng lên khiến cho thu nhập quốc dân tăng lên. Khi điều này xảy ra, các công ty kinh doanh có thêm ý muốn vay tiền bởi vì họ có thể có nhiều cơ hội đầu tư sinh lợi mà họ cần tài trợ. Như thế, với một lãi suất cho trước, số lượng trái khoán mà các công ty muốn bán (tức là lượng



Hình 6.7. Đáp ứng với giai đoạn phát triển của chu kỳ kinh doanh. Trong giai đoạn phát triển của 1 chu kỳ kinh doanh khi thu nhập và của cải đang tăng lên, đường cầu dịch chuyển đi từ B_1^d đến B_2^d và đường cung dịch chuyển đi từ B_1^s đến B_2^s . Nếu đường cung dịch chuyển đi nhiều hơn so với đường cầu, như vẽ trên hình, thì sự cân bằng chuyển từ điểm 1 đến điểm 2, tại đó lãi suất cân bằng đã tăng từ i_1 đến i_2 .

cung trái khoán) sẽ tăng lên. Điều này nghĩa là trong giai đoạn phát triển của một chu kỳ kinh doanh đường cung trái khoán dịch chuyển sang bên phải (cho trên Hình 6.7) từ B_1^s đến B_2^s .

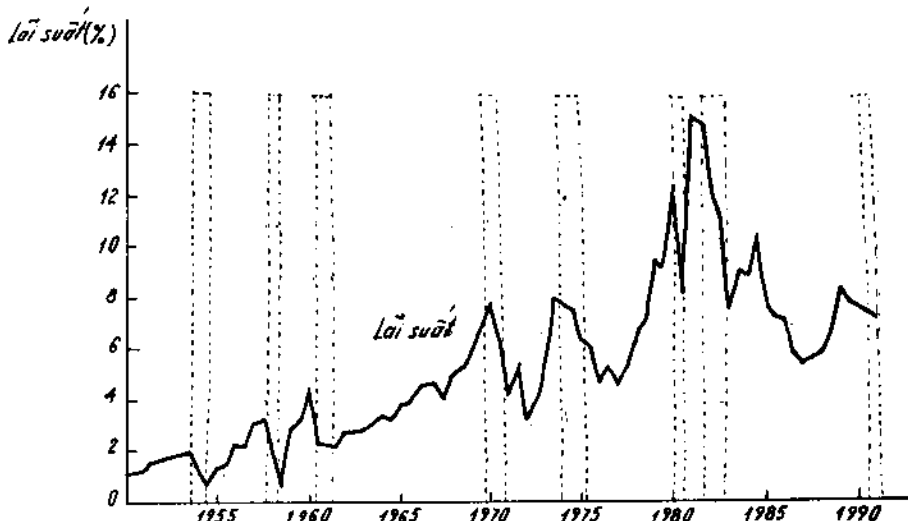
Kinh tế phát triển cũng tác động đến lượng cầu trái khoán. Lý thuyết lượng cầu tài sản bảo chúng ta rằng khi chu kỳ kinh doanh phát đạt và của cải tăng lên, lượng cầu trái khoán cũng tăng. Chúng ta hãy xem việc này trên Hình 6.7 trong đó đường cầu đã dịch chuyển về bên phải từ B_1^d đến B_2^d .

Giả sử rằng các đường cung và cầu đã dịch chuyển về bên phải, chúng ta biết rằng một cân bằng mới đạt được tại giao điểm của B_2^d đến B_2^s cũng phải chuyển dịch về bên phải. Tuy nhiên, tùy theo đường cung dịch chuyển nhiều hơn

đường cầu hay ngược lại mà lãi suất cân bằng mới có thể tăng lên hay giảm đi.

Sự phân tích cung cầu được dùng ở đây cho chúng ta một giải đáp mơ hồ cho câu hỏi về cái gì sẽ xảy ra cho lãi suất trong giai đoạn phát đạt của một chu kỳ kinh doanh. Hình vẽ đã được vẽ sao cho sự dịch chuyển của đường cung lớn hơn sự dịch chuyển của đường cầu, làm cho lãi suất cân bằng đạt được ở điểm 2 tăng tới i_2 , lãi suất này lớn hơn lãi suất cân bằng ban đầu i_1 . Lý do khiến hình vẽ đã được vẽ sao cho giai đoạn phát đạt của 1 chu kỳ kinh doanh và một sự tăng thu nhập dẫn đến một lãi suất cao hơn là ở chỗ chính vì đây là kết cục mà chúng ta thực tế thấy trong số liệu.

Hình 6.8 về sự biến đổi lãi suất của tín phiếu kho bạc Mỹ loại 3 tháng từ 1951 đến 1990 và chỉ rõ những lúc chu kỳ kinh doanh đang trong suy thoái (các vùng bao quanh bằng dấu chấm chấm (...)). Như bạn có thể thấy, lãi suất tăng trong suốt giai đoạn phát đạt của chu kỳ kinh doanh và giảm trong thời kỳ suy thoái, đó chính là những điều mà sơ đồ cung cầu chỉ ra cho thấy.



Hình 6.8. Chu kỳ kinh doanh và lãi suất (Tín phiếu kho bạc loại 3 tháng) : 1951 - 1990. Các vùng bao quanh bằng dấu chấm chấm là những thời kỳ suy thoái.

KHUÔN MẪU ƯA THÍCH TIỀN MẶT : LƯỢNG CUNG VÀ CẦU TRÊN THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ

Trong khi khuôn mẫu tiền vay dùng lượng cung và cầu trái khoán để xác định lãi suất cân bằng, một mô hình thay thế (gọi là **khuôn mẫu ưa thích tiền mặt** do John Maynard Keynes xây dựng) giúp xác định lãi suất cân bằng, theo lượng cung và cầu tiền tệ. Tuy cả 2 khuôn mẫu nhìn có vẻ khác nhau, sự phân tích ưa thích tiền mặt có liên quan chặt chẽ với khuôn mẫu tiền vay.

Điểm xuất phát của sự phân tích của Keynes là sự thừa nhận của ông ta rằng có hai loại tài sản chủ yếu mà dân chúng dùng để trữ của cải của họ : (1) tiền và (2) trái khoán. Do vậy, tổng số của cải trong nền kinh tế phải bằng tổng số trái khoán cộng với tiền trong nền kinh tế, tổng số này bằng lượng cung trái khoán (B^s) cộng với lượng cung tiền (M^s). Lượng trái khoán và tiền mà dân chúng muốn lưu giữ và do vậy có lượng cầu (B^d và M^d) cũng phải bằng tổng số của cải vì dân

chúng không có khả năng mua nhiều tài sản hơn là những gì mà tiềm lực kinh tế sẵn có của họ cho phép. Kết luận ở đây rút ra là lượng cung trái khoán và tiền phải bằng lượng cầu trái khoán và tiền :

$$B^s + M^s = B^d + M^d \quad (6.2)$$

Đưa trái khoán về một vế, và tiền về vế kia, phương trình này có thể viết lại là :

$$B^s - B^d = M^d - M^s \quad (6.3)$$

Phương trình nói với chúng ta rằng nếu thị trường tiền ở trạng thái cân bằng ($M^s = M^d$), thì vế bên phải của phương trình (6.3) bằng 0, tức là $B^s = B^d$, nghĩa là thị trường trái khoán cũng cân bằng.

Như thế, có thể suy luận rằng việc xác định lãi suất bằng cách làm cân bằng lượng cung và cầu trái khoán hoặc bằng cách làm cân bằng lượng cung và cầu tiền đều như nhau. Do vậy, khuôn mẫu ưa thích tiền mặt, là khuôn mẫu phân tích thị trường tiền, tương đương với khuôn mẫu tiền vay, là khuôn mẫu phân tích thị trường trái khoán. Trong thực tế, các phương pháp này khác nhau do giả thiết rằng chỉ có hai loại tài sản, tiền và trái khoán, phương pháp ưa thích tiền mặt quên hẳn mọi tác động khác lên lãi suất xảy ra những thay đổi của lợi tức dự tính của những tài sản thực như xe hơi, nhà cửa. Trong hầu hết ví dụ, cả hai khuôn mẫu thu được những dự đoán như nhau.

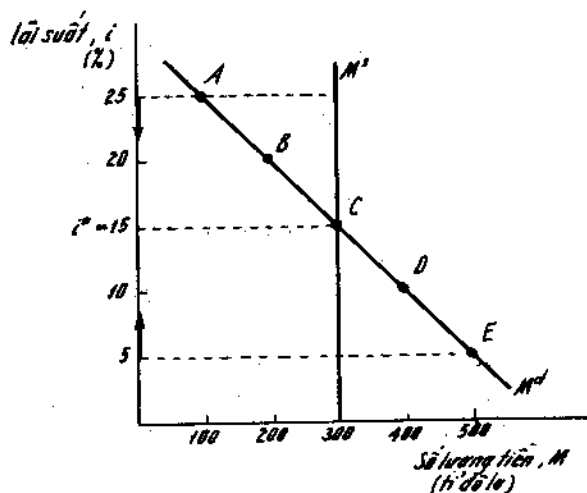
Lý do khiến chúng ta đề cập đến việc xác định lãi suất theo cả hai khuôn mẫu là ở chỗ khuôn mẫu tiền vay dễ sử dụng hơn khi phân tích những tác dụng do thay đổi lạm phát dự tính, trong khi đó khuôn mẫu ưa thích tiền mặt đem lại một phân tích đơn giản hơn về các tác dụng của thay đổi thu nhập, mức giá và lượng tiền cung ứng.

Do định nghĩa tiền mà Keynes sử dụng bao gồm những tiền mặt không sinh lãi và những món tiền gửi tài khoản séc (vào thời ông ta, chỉ thu được lãi suất thấp, nếu có), ông ta đã giả thiết rằng tiền không có lợi tức nào. Trái khoán, tài sản thay thế duy nhất cho tiền trong khuôn mẫu của Keynes, là thứ có một lợi tức dự tính bằng với lãi suất $i^{(3)}$. Khi lãi suất này tăng (khi mọi thứ khác giữ nguyên không đổi), lợi tức dự tính của tiền giảm so với lợi tức dự tính của trái khoán, và như lý thuyết lượng cầu tài sản cho ta biết, điều này làm cho lượng cầu tiền bị giảm.

(3) Keynes thực ra đã không thừa nhận rằng lợi tức của trái khoán bằng lãi suất mà ông cho rằng chúng có liên quan chặt chẽ với nhau (xem Chương 23). Sự phân biệt này không tạo ra một sự khác biệt rõ rệt nào trong phân tích nói trên.

Chúng ta cũng có thể thấy rằng lượng cầu tiền và lãi suất sẽ có tương quan nghịch đảo khi sử dụng khái niệm **phí cơ hội** là tiền lãi (dự tính) bị mất đi do không nắm giữ tài sản thay thế, mà trong trường hợp này là một trái khoán. Do lãi suất của trái khoán, i , tăng lên, phí cơ hội do việc nắm giữ tiền tăng lên và vì thế tiền kém hấp dẫn và lượng cầu tiền sẽ sụt giảm.

Hình 6.9 cho thấy lượng cầu tiền ở một số mức lãi suất, khi tất cả những biến số kinh tế khác, ví dụ như thu nhập, mức giá, được giữ không đổi. Ở lãi suất 25%, điểm A cho thấy rằng lượng cầu tiền là 100 tỉ đôla. Nếu lãi suất ở mức thấp hơn, ví dụ là 20%, thì chi phí cơ hội về tiền thấp hơn và lượng cầu tiền tăng lên 200 tỉ đôla, như được nêu rõ bằng việc chuyển từ điểm A tới điểm B. Ngay cả trường hợp nếu lãi suất thấp hơn, lượng cầu tiền lại còn cao hơn, như được nêu ra bằng điểm C, D và E. Đường nối những điểm này, M^d , là đường lượng cầu tiền, và nó dốc xuống.



Hình 6.9. Sự cân bằng trong thị trường tiền.

Từ điểm này trong phân tích, chúng ta sẽ giả sử rằng một ngân hàng trung ương kiểm soát lượng cung tiền ở số lượng cố định 300 tỉ đôla, như vậy đường cung ứng tiền được vẽ trên hình, M^s , là đường thẳng đứng ở 300 tỉ đôla. Sự cân bằng trong đó lượng cầu tiền bằng lượng cung tiền xảy ra tại giao điểm của các đường cung cầu, điểm C, trong đó :

$$M^d = M^s.$$

Lãi suất cân bằng rút ra từ đó $i^* = 15\%$

Một lần nữa chúng ta có thể thấy rằng có xu hướng để cập sự cân bằng này bằng cách trước hết hãy xem xét sự liên hệ giữa lượng cung và cầu tiền khi lãi

suất ở trên mức lãi suất cân bằng. Khi lãi suất là 25%, lượng cầu tiền tại điểm A là 100 tỉ đôla, song lượng cung tiền là 300 tỉ đôla. Sự cung ứng thừa tiền nghĩa là dân chúng đang giữ nhiều tiền hơn là họ mong muốn, do vậy họ cố thoát khỏi số dư tiền quá mức bằng cách cố mua trái khoán. Do vậy họ sẽ nâng dần giá trái khoán, và khi giá tăng, lãi suất sẽ giảm trở về mức lãi suất cân bằng 15%. Xu hướng này được chỉ bằng mũi tên hướng xuống được vẽ ở lãi suất 25%.

Cũng như vậy, nếu lãi suất ở 5%, thì lượng cầu tiền ở điểm E là 500 tỉ đôla, song lượng cung tiền chỉ là 300 tỉ đôla. Bây giờ có một lượng cầu vượt trội về tiền bởi vì dân chúng muốn giữ nhiều tiền hơn là số hiện có. Để có tiền, họ sẽ bán thứ tài sản khác duy nhất của họ - trái khoán - và suất cân bằng 15%. Chỉ khi lãi suất nằm ở giá trị cân bằng của nó, mới không còn xu hướng làm cho nó biến động thêm, và lãi suất sẽ đi vào giá trị cân bằng của nó.

NHỮNG THAY ĐỔI TRONG LÃI SUẤT CÂN BẰNG

Việc phân tích xem lãi suất cân bằng thay đổi như thế nào nhờ khuôn mẫu ưa thích tiền mặt đòi hỏi rằng chúng ta phải hiểu điều gì làm cho những đường cung và cầu tiền dịch chuyển.

Hướng dẫn nghiên cứu

Việc nghiên cứu khuôn mẫu ưa thích tiền mặt cũng đòi hỏi thực hành những ứng dụng. Khi có một ứng dụng trong sách này để xem xét lãi suất thay đổi như thế nào do sự tăng lên của một số biến số kinh tế, hãy xem xem bạn có thể vẽ được những dịch chuyển rõ nét của những đường cung và cầu khi cũng chính biến số kinh tế này giảm. Và hãy nhớ dùng giả thiết *ceteris paribus*: Khi xem xét sự tác dụng thay đổi của một biến số, hãy giữ tất cả các biến số khác không đổi.

Những dịch chuyển lượng cầu tiền

Trong phân tích ưa thích tiền mặt của Keynes, có hai yếu tố làm cho đường cầu tiền dịch chuyển: (1) thu nhập, (2) mức giá.

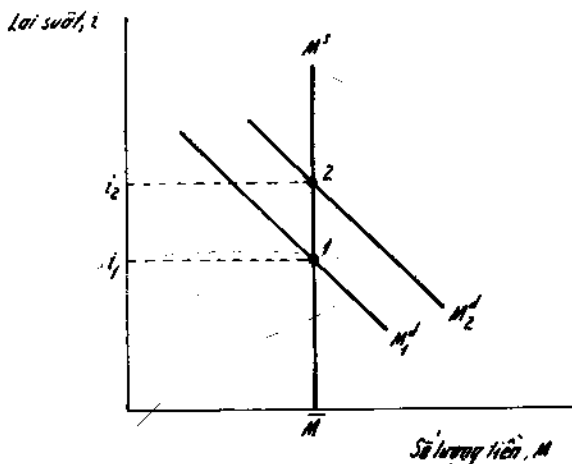
Tác dụng của thu nhập. Theo cách nhìn của Keynes, có hai lý do vì sao khiến thu nhập sẽ tác động đến lượng cầu tiền. Thứ nhất, khi nền kinh tế phát đạt và thu nhập tăng lên, của cải tăng lên và dân chúng sẽ muốn giữ thêm tiền

làm nơi trữ giá trị. Thứ hai, do kinh tế phát đạt và thu nhập tăng lên, dân chúng sẽ muốn thực hiện thêm giao dịch có sử dụng tiền và kết quả là họ sẽ cũng muốn giữ thêm tiền. Vậy kết luận là : **Một mức thu nhập cao hơn làm cho lượng cầu tiền tăng lên và đường cầu dịch chuyển về bên phải.**

Tác dụng của mức giá. Keynes đã có quan điểm rằng dân chúng quan tâm đến việc số tiền mà họ giữ tương ứng với những hiện vật gì, tức là, món tiền đó có thể mua được những hàng hóa và dịch vụ gì. Khi mức giá tăng, cùng một lượng tiền danh nghĩa sẽ không còn giá trị như trước ; nó không còn có thể dùng để mua nhiều hàng hóa và dịch vụ như trước. Để phục hồi tài sản tiền này của họ như mức cũ tính theo hiện vật, dân chúng sẽ muốn nắm giữ một lượng tiền danh nghĩa lớn hơn, **do đó một sự tăng mức giá làm cho lượng cầu tiền tăng lên và làm đường cầu dịch chuyển về bên phải.**

Những dịch chuyển lượng cung tiền

Chúng ta sẽ giả sử rằng lượng cung tiền được ngân hàng trung ương kiểm soát đầy đủ, ngân hàng này ở Mỹ là Dự trữ Liên bang (hiện nay, quá trình xác định lượng tiền cung ứng phức tạp hơn nhiều, và liên quan đến các ngân hàng, những người gửi tiền và những người vay tiền). Bây giờ, tất cả những gì chúng ta cần biết là **một sự tăng lượng tiền cung ứng do Dự trữ Liên bang tạo ra sẽ làm dịch chuyển đường cung tiền về bên phải.**



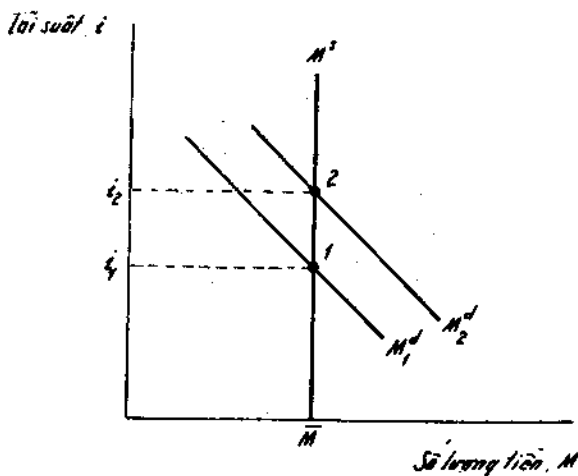
Hình 6.10. Sự đáp ứng đối với một thay đổi về thu nhập. Trong giai đoạn phát đạt của một chu kỳ kinh doanh khi thu nhập đang tăng, đường cầu dịch chuyển từ M^d_1 đến M^d_2 . Đường cung được cố định ở $M^s = \bar{M}$. Lãi suất cân bằng tăng từ i_1 đến i_2 .

Những thay đổi trong lãi suất cân bằng

Để thấy khuôn mẫu ưa thích tiền mặt có thể được dùng để phân tích sự diễn biến của lãi suất như thế nào, chúng ta lại nghiên cứu một vài ứng dụng rất có ích trong việc đánh giá tác dụng của chính sách tiền tệ đối với lãi suất.

Thay đổi thu nhập. Khi thu nhập đang tăng lên trong thời kỳ phát đạt của 1 chu kỳ kinh doanh, chúng ta đã thấy rằng lượng cầu tiền sẽ tăng. Điều này được giới thiệu trên Hình 6.10 bằng sự dịch chuyển về bên phải của đường cầu từ M^d_1 đến M^d_2 . Sự cân bằng mới đạt tới ở điểm 2 tại giao điểm của đường M^d_2 với đường cung tiền M^s . Như bạn có thể thấy, lãi suất cân bằng tăng từ i_1 đến i_2 . Khuôn mẫu ưa thích tiền mặt đem lại kết luận rằng **khi thu nhập đang tăng trong giai đoạn phát đạt của một chu kỳ kinh doanh (giữ các biến số kinh tế khác không đổi), lãi suất sẽ tăng**. Kết luận này là rõ ràng khi đối chiếu với kết luận rút ra về tác dụng của một thay đổi thu nhập đối với lãi suất khi dùng khuôn mẫu tiền vay.

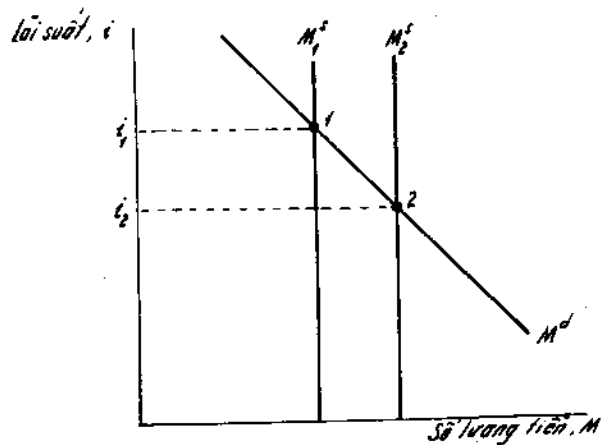
Thay đổi mức giá. Khi mức giá tăng, giá trị của tiền tính theo những gì nó có thể mua được thấp hơn. Để khôi phục tài sản tiền của mình theo mức cũ, dân chúng muốn giữ một lượng tiền danh nghĩa lớn hơn. Một mức giá cao hơn dịch chuyển đường cầu tiền về bên phải, từ M^d_1 đến M^d_2 (Hình 6.11). Sự cân bằng dịch chuyển từ điểm 1 đến điểm 2, tại đó lãi suất cân bằng đã tăng từ i_1 đến i_2 , chứng tỏ rằng **khi mức giá tăng, với lượng cung tiền và những biến số kinh tế khác không đổi, lãi suất sẽ tăng**.



Hình 6.11 Sự đáp ứng đối với một thay đổi mức giá. Một sự tăng mức giá dịch chuyển đường cầu tiền từ M^d_1 đến M^d_2 và lãi suất cân bằng tăng từ i_1 đến i_2 .

Thay đổi lượng tiền cung ứng. Một sự tăng lượng tiền cung ứng được tạo ra bởi chính sách phát triển tiền tệ của Dự trữ Liên bang hàm ý rằng đường cung ứng tiền dịch chuyển về bên phải. Như được nêu trên Hình 6.12 qua sự dịch chuyển của đường cung ứng từ M_1^s đến M_2^s , sự cân bằng chuyển từ điểm 1 xuống điểm 2, là nơi đường cung ứng M_2^s , cắt đường cầu M^d , và lãi suất cân bằng đã tụt từ i_1 đến i_2 . **Khi lượng tiền cung ứng tăng lên (mọi thứ khác giữ ngang bằng), lãi suất sẽ giảm xuống.**⁽⁴⁾

Hình 6.12 Sự đáp ứng đối với một thay đổi lượng tiền cung ứng. Khi lượng tiền cung ứng tăng, đường cung ứng dịch chuyển từ M_1^s đến M_2^s và lãi suất cân bằng tụt từ i_1 đến i_2 .



ỨNG DỤNG TIỀN VÀ LÃI SUẤT

Sự phân tích ưa thích tiền mặt trên Hình 6.12 dường như dẫn đến kết luận rằng một sự tăng lượng tiền cung ứng sẽ làm hạ thấp lãi suất. Kết luận này có một hàm ý chính sách quan trọng vì nó thường khiến cho các nhà chính trị đòi hỏi một sự tăng trưởng nhanh hơn của lượng tiền cung ứng nhằm đưa lãi suất xuống. Nhưng liệu kết luận rằng tiền và lãi suất tương quan nghịch đảo có chắc đúng không? Có thể là có những yếu tố quan trọng khác bị bỏ sót trong việc phân tích ưa thích tiền mặt trên Hình 6.12 làm đảo lộn kết luận này? Chúng ta

(4) Cũng có thể rút ra kết luận này khi dùng khuôn mẫu tiền vay. Như chúng ta sẽ thấy ở Chương 14 và 15, phương pháp đầu tiên mà một ngân hàng trung ương tạo ra một sự tăng lượng tiền cung ứng là mua trái khoán và nhờ vậy giảm lượng cung ứng trái khoán cho công chúng. Sự dịch chuyển của đường cung ứng trái khoán về bên trái sẽ dẫn đến một sự giảm bớt lãi suất cân bằng.

sẽ đưa ra câu trả lời cho vấn đề này bằng cách ứng dụng sự phân tích cung cầu mà chúng ta đã nghiên cứu ở chương này để thu được một hiểu biết sâu sắc hơn về sự tương quan giữa tiền và lãi suất.

Có một sự chỉ trích quan trọng nhắm vào kết luận này rằng một sự tăng cung ứng tiền hạ thấp lãi suất đã được Milton Friedman, một người đoạt giải Nobel kinh tế đưa ra. Ông ta thừa nhận sự phân tích ưa thích tiền mặt là đúng đắn và kết luận rằng "một sự tăng lượng tiền cung ứng (mọi thứ khác ngang bằng) hạ thấp lãi suất" là "tác dụng tính lỏng". Tuy nhiên ông ta coi tác dụng tính lỏng chỉ là một khía cạnh đơn thuần của vấn đề ; một sự tăng lượng tiền cung ứng không thể để mặc cho "mọi thứ khác ngang bằng" và sẽ có những tác dụng khác lên nền kinh tế do vậy nó có thể làm cho lãi suất tăng. Nếu những tác dụng này là quan trọng, thì hoàn toàn có thể là khi lượng tiền cung ứng tăng lên thì lãi suất cũng có thể tăng.

Chúng ta đã tạo xong cơ sở để thảo luận những tác dụng khác nhau này vì chúng ta đã thấy những thay đổi thu nhập, mức giá và lợi tức dự tính tác động như thế nào lên lãi suất cân bằng.

Hướng dẫn nghiên cứu

Để làm quen hơn với khuôn mẫu tiền vay và khuôn mẫu ưa thích tiền mặt, hãy trình bày xem những tác dụng được thảo luận ở đây xảy ra như thế nào bằng cách vẽ các sơ đồ cung và cầu để giải thích cho mỗi một tác dụng. Sự luyện tập này cũng sẽ giúp bạn hiểu rõ hơn tác dụng của tiền đối với lãi suất.

1. Tác dụng thu nhập. Do tăng lượng tiền cung ứng là một việc có ảnh hưởng phát đạt đối với nền kinh tế, nó sẽ làm tăng thu nhập quốc dân và tăng của cải. Cả hai khuôn mẫu ưa thích tiền mặt và khuôn mẫu tiền vay cho thấy rằng khi áy lãi suất sẽ tăng (xem Hình 6.7 và 6.10). Như vậy, **"tác dụng thu nhập" của một sự tăng lượng tiền cung ứng chính là một sự tăng lãi suất đáp ứng với mức thu nhập cao hơn này.**

2. Tác dụng mức giá. Một sự tăng lượng tiền cung ứng cũng có thể làm cho mức giá chung tăng. Khuôn mẫu ưa thích tiền mặt báo trước rằng điều này sẽ dẫn đến một sự tăng lãi suất. Vậy, **"tác dụng mức giá" của một sự tăng lượng tiền cung ứng là một sự tăng lãi suất đáp ứng với sự tăng mức giá**

THEO DÕI TIN TÀI CHÍNH

Dự báo lãi suất

Dự báo lãi suất là một công việc được nể vì hiện thời. Các nhà kinh tế được thuê (đôi khi với lương rất cao) để dự báo lãi suất bởi vì các doanh nghiệp cần biết chúng sẽ là thế nào để lập kế hoạch chi tiêu trong tương lai của họ, trong khi đó các ngân hàng và các nhà đầu tư cần dự báo lãi suất nhằm quyết định xem chọn mua tài sản nào. Các nhà dự báo lãi suất báo trước cái gì sẽ xảy ra đối với những yếu tố tác động đến lượng cung và cầu trái khoán cũng như tiền bạc - những yếu tố như vậy là : sức mạnh của nền kinh tế, tính sinh lời của những cơ hội đầu tư, mức lạm phát dự tính, và mức thiếu hụt ngân sách và sự vay mượn

của chính phủ. Khi ấy họ dùng sự phân tích cung cầu mà chúng ta đã thảo ra những nét chính ở chương này để đạt những dự báo lãi suất của họ.

Tờ Wall street Journal báo cáo những dự báo lãi suất do các nhà dự báo hàng đầu soạn thảo hai lần mỗi năm (đầu tháng 1 và tháng 7), ở cột "kinh tế" hoặc cột "thị trường tín dụng" của họ, là những cột nghiên cứu thâm dò sự phát triển trong thị trường trái khoán hàng ngày. Dự báo lãi suất là một kinh doanh nguy hiểm. Ngay cả những nhà dự báo tài giỏi tột đỉnh cũng thường có sai lệch nhiều trong những dự báo của họ.

này.

3. Tác dụng lạm phát dự tính. Mức giá tăng, tức là mức lạm phát cao hơn, nó bắt nguồn từ một sự tăng lượng tiền cung ứng, cũng tác động lên lãi suất thông qua việc tác động lên mức lạm phát dự tính. Đặc biệt một sự tăng lượng tiền cung ứng có thể khiến dân chúng dự tính một mức giá cao hơn trong tương lai - do đó mức lạm phát dự tính sẽ cao hơn. Khuôn mẫu vốn vay đã cho ta biết rằng việc tăng lạm phát dự tính này sẽ đưa đến một mức lãi suất cao hơn. Do đó **"tác dụng lạm phát dự tính" của một sự tăng lượng tiền cung ứng là một sự tăng lãi suất đáp ứng với sự tăng mức lạm phát dự tính.**

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 ta 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 dân chúng 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 2 tác dụng sau đó là ở chỗ tác dụng mức giá giữ nguyên ngay cả sau 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. Như chúng ta sẽ thấy trong thảo luận về lý thuyết tiền tệ trong các chương sau, sự tăng một lần về lượng tiền cung ứng sẽ không tạo ra sự tăng liên tục mức giá, mà sẽ chỉ tạo ra một mức tăng trưởng cao hơn lượng tiền cung ứng. Như thế, một mức tăng trưởng lượng tiền cung ứng cao hơn là cần thiết nếu tác dụng lạm phát dự tính nói trên còn duy trì.

Một mức tăng trưởng cung ứng tiền cao hơn có hạ thấp lãi suất hay không ?

Bây giờ có thể phối hợp tất cả những tác dụng mà chúng ta đã thảo luận với nhau để quyết định xem liệu sự phân tích của chúng ta có ủng hộ những nhà chính trị chủ trương một mức tăng trưởng lớn hơn về lượng tiền cung ứng khi họ cảm thấy rằng lãi suất là quá cao. Trong tất cả những tác dụng, chỉ có tác dụng tính lỏng chỉ ra rằng một tăng trưởng cao hơn của lượng tiền cung ứng sẽ gây ra một sự giảm bớt lãi suất... Ngược lại, các tác dụng thu nhập, mức giá, và lạm phát dự tính chỉ ra rằng lãi suất sẽ tăng khi tăng trưởng tiền là cao hơn. Tác dụng nào trong những tác dụng này là lớn nhất và chúng tác dụng nhanh như thế nào? Câu trả lời cho vấn đề này là tiêu chuẩn để xác định lãi suất sẽ tăng hay giảm khi sự tăng trưởng của lượng tiền cung ứng tăng lên.

Nói chung, tác dụng tính lỏng của sự tăng trưởng tiền lớn hơn này hữu hiệu ngay tức khắc bởi vì việc tăng lượng tiền cung ứng ở đây 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, và chúng mới làm tăng lãi suất. Tác dụng lạm phát dự tính, tác dụng này cũng làm

tăng lãi suất, có thể là tác dụng chậm hay nhanh tùy theo liệu dân chúng điều chỉnh dự tính lạm phát của họ lại cho đúng một cách nhanh chóng hay chậm trễ khi mức tăng trưởng tiền nói trên được tăng lên.

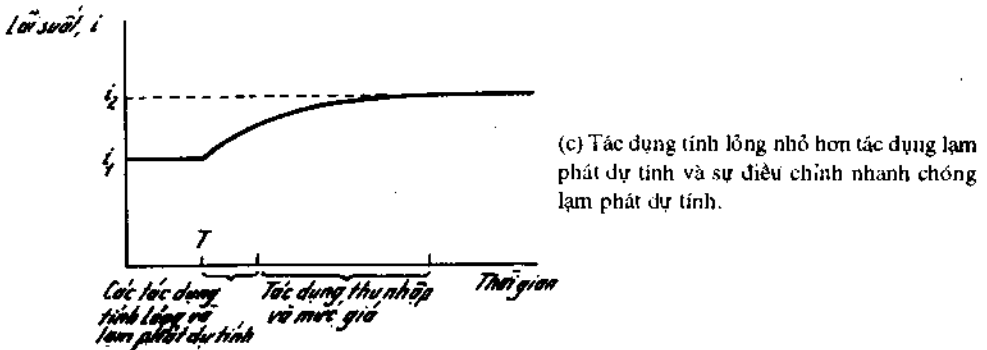
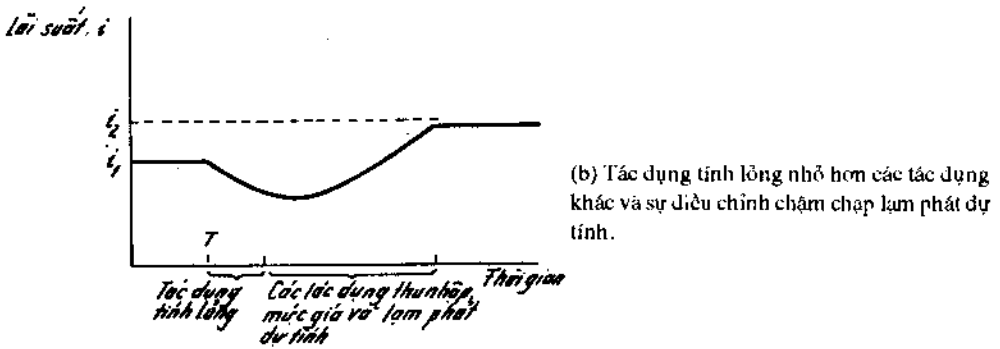
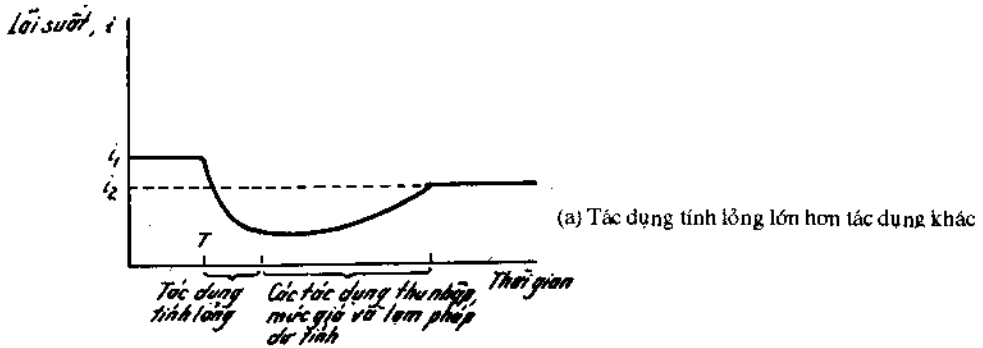
Có 3 khả năng được phác ra trên Hình 6.13 ; mỗi khả năng cho thấy lãi suất đáp ứng như thế nào theo thời gian, với mức được tăng lên của sự tăng trưởng lượng tiền cung ứng, bắt đầu từ thời điểm T . Phần (a) cho thấy một trường hợp trong đó tác dụng tính lòng vượt trội hơn những tác dụng khác do đó lãi suất giảm từ i_1 ở thời điểm T tới mức kết thúc i_2 . Tác dụng tính lòng diễn ra nhanh chóng đối với lãi suất thấp hơn, nhưng qua một thời gian, các tác dụng khác bắt đầu đảo lộn phần nào sự giảm bớt này. Tuy nhiên do tác dụng tính lòng lớn hơn các tác dụng khác, lãi suất không bao giờ tăng trở lại mức ban đầu.

Phần (b) có một tác dụng tính lòng ít hơn so với những tác dụng khác, với tác dụng lạm phát dự tính diễn ra chậm do dự tính lạm phát chậm được chỉnh tăng lên cho đúng. Đầu tiên, tác dụng tính lòng 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 vào lúc cuối tăng trên mức ban đầu của nó, tới i_2 . Trong một giai đoạn ngắn, sự tăng trưởng tiền được nâng lên làm cho lãi suất bị thấp đi, nhưng sau này cùng nó kết thúc ở vị trí cao hơn mức ban đầu.

Phần (c) có tác dụng lạm phát dự tính vượt trội và diễn ra nhanh chóng, bởi vì dân chúng tăng nhanh dự tính lạm phát của họ khi mức tăng trưởng tiền được nâng lên. Tác dụng lạm phát dự tính bắt đầu ngay lập tức để chế ngự tác dụng tính lòng, 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 cũng là một lãi suất cao hơn hẳn lãi suất ban đầu. Kết quả cho thấy một cách rõ ràng nâng cao mức tăng trưởng lượng tiền cung ứng không phải là câu trả lời cho việc giảm lãi suất, mà đúng hơn là, tăng trưởng tiền phải được giảm bớt để hạ thấp lãi suất !

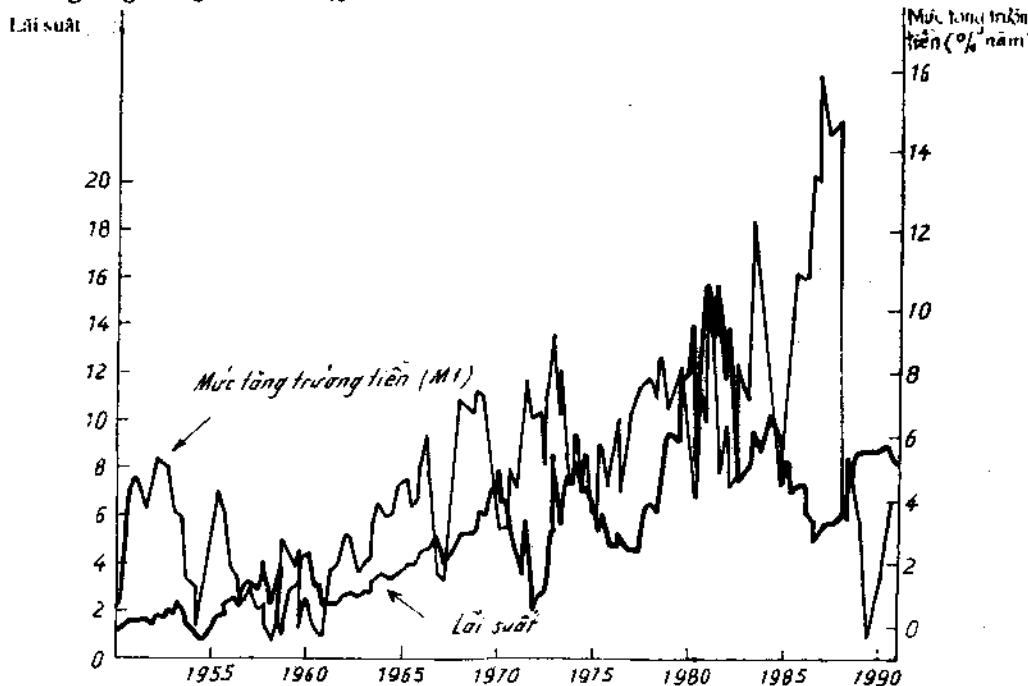
Một vấn đề quan trọng đối với những nhà vạch chính sách kinh tế là chuyện trong 3 kịch bản này gắn với thực tế hơn. Nếu muốn giảm lãi suất thì cần nâng cao sự tăng trưởng tiền khi tác dụng tính lòng vượt trội hơn các tác dụng khác [Phần (a)]. Cần giảm sự tăng trưởng tiền nếu các tác dụng khác vượt trội hơn tính lòng và các dự tính lạm phát được chỉnh lại cho đúng một cách nhanh chóng [Phần (c)]. Nếu các tác dụng khác vượt trội hơn tính lòng, nhưng các dự tính lạm phát được chỉnh lại chậm chạp [Phần (b)], thì bạn muốn tăng hay giảm sự tăng trưởng tiền tùy thuộc ở chỗ bạn chú ý nhiều hơn đến sự kiện xảy ra trong giai đoạn diễn biến ngắn hay giai đoạn diễn biến dài.

Kịch bản nào được chứng cứ xác nhận ? Tương quan giữa lãi suất và tăng



Hình 6.13 Đáp ứng trong toàn bộ thời gian đối với một sự nâng cao mức tăng trưởng cung ứng tiền.

trường tiền từ 1951 đến 1990 được vẽ trên Hình 6.14. Khi mức tăng trưởng của lượng tiền cung ứng bắt đầu tăng dần vào giữa những năm 1960, lãi suất đã tăng lên, nói lên rằng tác dụng tính lỏng đã bị lấn át bởi tác dụng mức giá, thu nhập và lạm phát dự tính. Vào những năm 1970, lãi suất đạt đến những mức chưa từng có trong giai đoạn sau Chiến tranh Thế giới II, mức tăng trưởng lượng tiền cung ứng cũng đã như vậy.



Hình 6.14 Tăng trưởng tiền (mức hàng năm M_1) và lãi suất (tín phiếu kho bạc loại 3 tháng): 1951 - 1990.

Nguồn tài liệu: Federal Reserve Bulletin and Citibase databank

Kịch bản được mô tả ở phần (a) Hình 6.13 xem ra có vẻ đáng ngờ, và trường hợp làm giảm lãi suất bằng cách nâng mức tăng trưởng tiền đó không đứng vững. Xem lại Hình 6.6, trình bày tương quan giữa lãi suất và lạm phát dự tính, bạn sẽ thấy điều này không có gì quá ngạc nhiên. Việc nâng cao mức tăng trưởng lượng tiền cung ứng trong những năm 1960 và những năm 1970 được làm cân xứng lại bằng một sự tăng mạnh lạm phát dự tính, việc này khi ấy sẽ khiến chúng ta đoán trước rằng tác dụng lạm phát dự tính sẽ là tác dụng vượt trội. Đây là sự giải thích có vẻ hợp lý nhất đối với việc vì sao lãi suất đã tăng khi có một sự tăng trưởng tiền cao hơn. Tuy nhiên, Hình 6.14 không thực sự bảo chúng ta kịch bản nào trong hai phần (b) và (c) của Hình 6.13 là đúng đắn hơn. Nó phụ thuộc

một cách chủ yếu vào các dự tính của dân chúng về lạm phát đã chỉnh lại nhanh đến thế nào. Các dự tính được tạo ra như thế nào và liệu họ có chỉnh lại cho đúng một cách nhanh chóng không là một chủ đề quan trọng, gần đây đang được các nhà kinh tế nỗ lực nghiên cứu, và sẽ được xử lý ở Chương 29.

TÓM TẮT

1. Việc phân tích cung và cầu về trái khoán được gọi là khuôn mẫu tiền vay, mang lại một lý thuyết về vấn đề lãi suất được xác định như thế nào. Nó báo trước rằng lãi suất sẽ thay đổi khi có một thay đổi lượng cầu do những thay đổi thu nhập (hoặc của cải) lợi tức dự tính, rủi ro và, hoặc tính lỏng, hay khi có một thay đổi lượng cung do những thay đổi tính chất chấp dãn của những cơ hội đầu tư, chi phí thực của việc vay tiền, hoặc các hoạt động của chính phủ.

2. Một lý thuyết thay thế cho vấn đề lãi suất được xác định như thế nào, được xây dựng trên cơ sở khuôn mẫu ưa thích tiền mặt, nó phân tích lượng cung và cầu tiền. Nó cho thấy rằng lãi suất sẽ thay đổi khi có một sự thay đổi về lượng cầu tiền do những thay đổi

thu nhập, hoặc mức giá, hay khi có một thay đổi về lượng tiền cung ứng.

3. Một sự tăng lượng tiền cung ứng có thể có 4 tác dụng đối với lãi suất: (a) tác dụng tính lỏng, (b) tác dụng thu nhập, (c) tác dụng mức giá, và (d) tác dụng lạm phát dự tính. Tác dụng tính lỏng cho biết rằng một sự nâng mức tăng trưởng của lượng tiền cung ứng sẽ dẫn đến một sự giảm nhẹ lãi suất, trong khi những tác dụng khác lại diễn ra theo hướng ngược lại. Chứng cứ dường như có vẻ chỉ ra rằng các tác dụng thu nhập, mức giá, và lạm phát dự tính vượt trội so với tác dụng tính lỏng do vậy một sự nâng cao mức tăng trưởng của lượng tiền cung ứng dẫn đến việc lùn tăng lãi suất chứ không làm giảm lãi suất.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

Trong tất cả những bài tập, hãy trả lời các câu hỏi bằng cách vẽ ra những sơ đồ cung cầu thích hợp.

* 1. Như chúng ta sẽ thấy ở Chương 15, một phương pháp quan trọng mà Dự trữ Liên bang dùng để giảm lượng tiền cung ứng là bán trái khoán cho công chúng, dùng khuôn mẫu tiền vay, hãy cho biết rằng hành động này có tác dụng gì đến lãi suất. Liệu câu trả lời của bạn có phù hợp với điều mà bạn sẽ dự tính tìm thấy khi bạn dùng khuôn mẫu ưa

thích tiền mặt hay không?

* 2. Dùng cả hai khuôn mẫu ưa thích tiền mặt và tiền vay, cho biết vì sao lãi suất là có tính chu kỳ (tức là, tăng khi nền kinh tế phát đạt và giảm trong lúc suy thoái).

* 3. Vì sao một sự tăng mức giá (nhưng không tăng mức lạm phát dự tính) lại có thể làm cho lãi suất tăng khi lượng tiền cung ứng danh nghĩa được cố định?

4. Hãy xem xét cột (Credit Markets) (các thị trường tín dụng) trên tờ *Wall Street*

Journal. Gạch dưới những tuyên bố trong cột giải thích những thay đổi giá trái khoán, và những sơ đồ cung cầu thích ứng ứng hộ cho những tuyên bố này.

* 5. Một sự tăng bất ngờ về tính bất định của giá vàng sẽ có tác dụng gì đối với lãi suất ?

* 6. Một sự tăng bất ngờ trong dự tính của dân chúng về giá bất động sản có thể tác động như thế nào đến lãi suất ?

* 7. Giải thích xem một sự thiếu hụt ngân sách lớn có thể tác dụng gì đối với lãi suất ?

* 8. Sử dụng cả 2 khuôn mẫu tiền vay và ưa thích tiền mặt, cho biết tác dụng đối với lãi suất khi tính rủi ro của trái khoán tăng lên là tác dụng gì ? Hai kết quả có như nhau với cả 2 khuôn mẫu không ?

* 9. Nếu mức giá giảm vào năm tới và sau đó giữ cố định, và lượng tiền cung ứng được cố định, điều gì có thể xảy ra cho lãi suất trong 2 năm tới ? (Gợi ý : hãy tính cả tác dụng mức giá và tác dụng lạm phát dự tính).

* 10. Nếu chi phí môi giới cổ phiếu giảm thì sẽ có tác dụng đối với lãi suất hay không ? tại sao ?

Sử dụng phân tích kinh tế để dự đoán tương lai.

* 11. Tổng thống Mỹ thông báo trong cuộc họp báo của ông rằng ông sẽ chiến đấu chống lại mức lạm phát cao bằng một chương trình chống lạm phát mới. Hãy dự đoán trước cái gì sẽ xảy ra với lãi suất nếu công chúng tin lời ông ?

* 12. Giả sử Chủ tịch Dự trữ Liên bang thông báo rằng lãi suất sẽ tăng mạnh vào năm tới và thị trường tin lời ông. Điều gì sẽ xảy ra cho lãi suất hôm nay đối với trái khoán AT & T, ví dụ 85/35 - 2007 ?

* 13. Dự đoán trước điều gì sẽ xảy ra cho lãi suất nếu công chúng bất ngờ dự tính một sự tăng giá cổ phiếu rất lớn ?

* 14. Dự đoán điều gì sẽ xảy ra cho lãi suất nếu giá cả trên thị trường trái khoán trở nên bất định hơn ?

15. Nếu một chủ tịch mới của cơ quan Dự trữ Liên bang được bổ nhiệm, ông ta là người nổi tiếng về biện hộ cho ngay cả một mức tăng trưởng tiền thấp hơn so với người tiền nhiệm, điều gì sẽ xảy ra cho lãi suất ? Hãy thảo luận về những tình huống kết cục có thể xảy ra ?

CHƯƠNG 7

Cấu trúc rủi ro và cấu trúc hạn kỳ của lãi suất

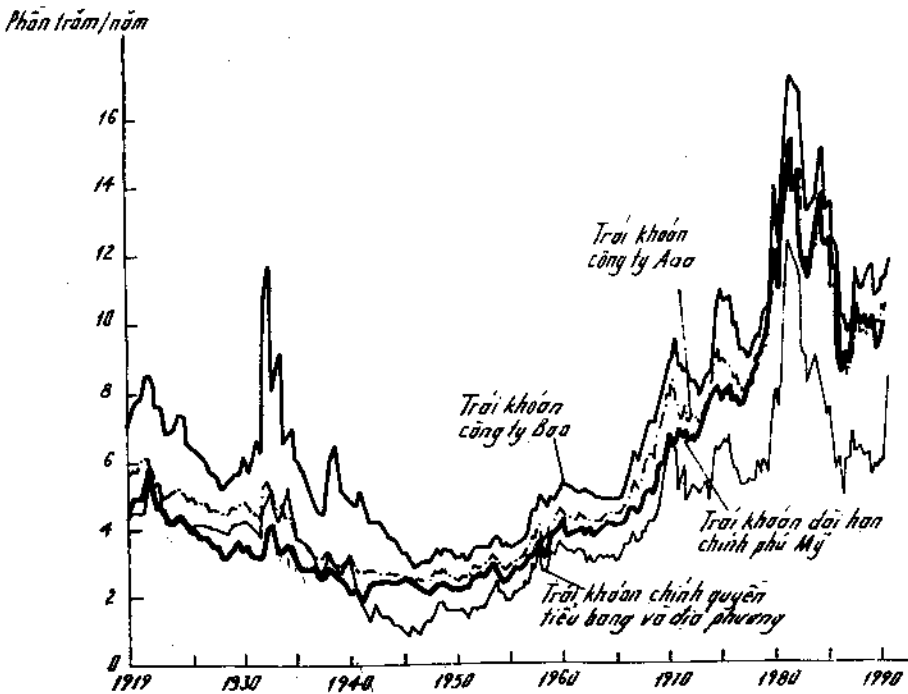
LỜI DẪN

Trong phân tích cung cầu của chúng ta về hình thái diễn biến của lãi suất ở Chương 6, chúng ta đã nghiên cứu việc xác định chỉ một lãi suất. Nhưng trước đây ta đã thấy rằng có một lượng khổng lồ trái khoán và những lãi suất của chúng có thể khác nhau. Trong chương này chúng ta làm đầy đủ cho bức tranh lãi suất qua việc xem xét tính tương quan của những lãi suất khác nhau. Việc hiểu rõ vì sao chúng khác nhau từ trái khoán này sang trái khoán kia có thể giúp các hãng kinh doanh, các ngân hàng, các công ty bảo hiểm và các nhà đầu tư riêng rẽ quyết định mua những trái khoán nào để đầu tư và những trái khoán nào họ phải bán đi.

Trước hết, ta hãy xem vì sao những trái khoán cùng hạn kỳ thanh toán có những lãi suất khác nhau. Tính tương quan giữa những lãi suất này được gọi là **cấu trúc rủi ro của lãi suất**, tuy rằng rủi ro, tính lòng và qui chế thuế thu nhập luôn đóng vai trò quan trọng trong việc xác định cấu trúc rủi ro. Hạn kỳ thanh toán của một trái khoán cũng tác động vào lãi suất của nó, và tính tương quan giữa những lãi suất của những trái khoán có hạn kỳ thanh toán khác nhau được gọi là **cấu trúc hạn kỳ của lãi suất**. Trong chương này chúng ta sẽ xem xét những nguồn gốc và nguyên nhân của các dao động lãi suất tương quan nhau và một số lý thuyết giải thích các dao động này.

CẤU TRÚC RỦI RO CỦA LÃI SUẤT

Hình 7.1 trình bày các lãi suất hoàn vốn của một vài loại trái khoán dài hạn khác nhau từ 1919 đến 1990. Nó cho ta thấy hai đặc điểm quan trọng của hình thái diễn biến lãi suất của những trái khoán có cùng hạn kỳ thanh toán : Những lãi suất của những loại trái khoán khác nhau thì khác nhau trong bất kỳ năm nào, và khoảng cách (tức là sự khác nhau) giữa những lãi suất thay đổi theo thời gian. Ví dụ, lãi suất của công trái địa phương cao hơn lãi suất của công trái Chính phủ trong thời kỳ cuối những năm 1930, nhưng sau đó lại thấp hơn. Ngoài ra, khoảng cách giữa những lãi suất của trái khoán công ty Baa (rủi ro hơn trái khoán công ty Aaa) với công trái của chính phủ Mỹ là rất lớn suốt những năm Đại suy thoái 1930 - 1933, và nhỏ hơn suốt trong những năm 1940, 1950 và 1960, và sau đó lớn ra một lần nữa trong những năm 1970 và 1980. Những yếu tố nào gây ra các hiện tượng này ?



Hình 7.1 Lãi suất trái khoán dài hạn : 1919 - 1990.

Nguồn tài liệu : Board of Governors of the Federal Reserve System, Banking and Monetary Statistics and Federal Reserve Bulletin.

Rủi ro vỡ nợ

Một thuộc tính của một trái khoán ảnh hưởng tới lãi suất của nó là **rủi ro vỡ nợ**, là khả năng có thể người phát hành trái khoán sẽ vỡ nợ tức là không thể thực hiện được việc thanh toán tiền lãi hoặc mệnh giá khi trái khoán đó mãn hạn. Một công ty chịu tổn thất lớn, ví dụ công ty Chrysler đã chịu trong những năm 1970, có thể hay phải tạm ngừng thanh toán tiền lãi cho các trái khoán của công ty đó phát hành ⁽¹⁾.

Rủi ro vỡ nợ đối với những trái khoán của một công ty do đó sẽ rất cao. Còn những công trái của chính phủ Mỹ không có rủi ro vỡ nợ bởi vì Chính phủ Liên bang luôn luôn có thể tăng thuế hoặc thậm chí in tiền để thanh toán dứt điểm nợ nần của mình. Những trái khoán không có rủi ro, như những công trái của chính phủ Mỹ được gọi là **những trái khoán không có vỡ nợ**. Khoảng cách giữa lãi suất của 1 trái khoán có rủi ro và lãi suất của trái khoán không có rủi ro được gọi là **mức bù rủi ro** cho biết dân chúng sẽ nhận được khoản lãi phụ là bao nhiêu để sẵn lòng nắm giữ một trái khoán có rủi ro. Sự phân tích cung cầu của chúng ta về thị trường trái khoán, được xây dựng trong chương trước, có thể được dùng để giải thích vì sao một trái khoán có rủi ro vỡ nợ luôn luôn có một mức bù rủi ro dương và vì sao rủi ro vỡ nợ càng cao thì mức bù rủi ro càng lớn.

Hướng dẫn nghiên cứu

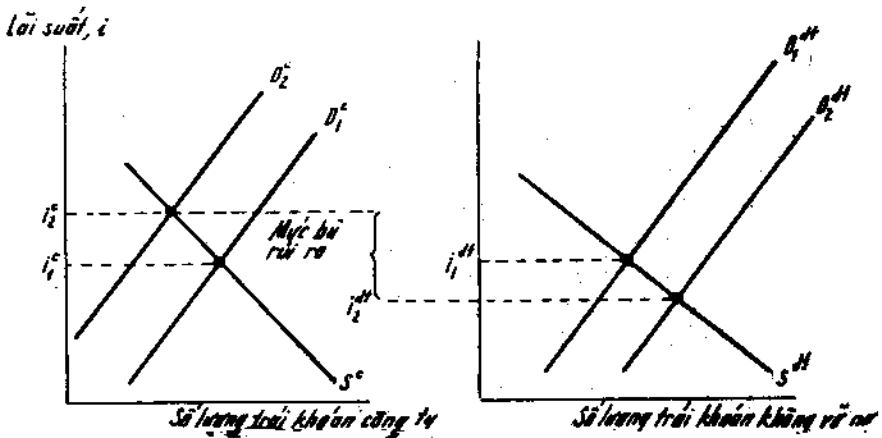
Hai bài tập sẽ giúp bạn hiểu rõ hơn về cấu trúc rủi ro trên đây :

1. Hãy đặt bản thân bạn vào vị trí của một nhà đầu tư - hãy xem quyết định mua của bạn sẽ bị tác động như thế nào bởi những thay đổi về rủi ro và về tính lỏng.

2. Hãy thực hành việc vẽ các dịch chuyển thích hợp của những đường cung và cầu khi rủi ro và tính lỏng thay đổi. Ví dụ, hãy xem liệu bạn có thể vẽ những dịch chuyển thích hợp của những đường cung và cầu khi khác với những ví dụ cho trong sách, một trái khoán có một sự giảm bớt rủi ro vỡ nợ hoặc một sự cải thiện về tính lỏng của nó.

(1) Chrysler đã không vỡ nợ vào thời kỳ này, nhưng công ty sẽ vỡ nợ lúc ấy nếu không có một kế hoạch bảo lãnh để giữ công ăn việc làm. Thực tế, chính phủ đã cấp vốn để công ty này thanh toán hết nợ.

Để xem xét tác dụng của rủi ro vỡ nợ đối với lãi suất, ta hãy xem sơ đồ cung cầu cho các thị trường trái khoán dài hạn không có vỡ nợ (của chính phủ Mỹ) và thị trường trái khoán dài hạn công ty trên Hình 7.2. Để cho sơ đồ dễ đọc hơn một chút, ta giả thiết rằng trước tiên không có khả năng vỡ nợ đối với những trái khoán công ty nói trên, do đó chúng cũng là loại không có vỡ nợ giống như những công trái của chính phủ Mỹ.



(a) Thị trường trái khoán công ty

(b) Thị trường công trái không có vỡ nợ (chính phủ Mỹ)

Hình 7.2 Đáp ứng đối với một sự tăng rủi ro vỡ nợ của những trái khoán công ty. Một sự tăng rủi ro vỡ nợ của những trái khoán công ty làm giảm lượng cầu từ D_1^c đến D_2^c . Đồng thời nó tăng lượng cầu những trái khoán không có vỡ nợ từ D_1^H đến D_2^H . Mức lãi suất cân bằng cho các trái khoán công ty tăng từ i_1^c tới i_2^c , trong khi đó nó giảm từ i_1^H tới i_2^H trong thị trường trái khoán không có vỡ nợ.

Trường hợp này, cả hai loại trái khoán này có cùng những thuộc tính như nhau (rủi ro và hạn kỳ thanh toán như nhau) và các lãi suất cân bằng của chúng, ban đầu là bằng nhau ($i_1^c = i_1^H$) và mức bù rủi ro đối với trái khoán công ty sẽ là không, ($i_1^c - i_1^H = 0$).

Nếu khả năng vỡ nợ tăng lên vì một công ty bắt đầu chịu tổn thất lớn, thì rủi ro vỡ nợ của những trái khoán công ty này sẽ tăng và lợi tức dự tính của những trái khoán này sẽ giảm. Ngoài ra, lợi tức của những trái khoán công ty đó cũng sẽ thêm không chắc chắn. Lý thuyết lượng cầu tài sản báo trước rằng do lợi tức dự tính của những trái khoán công ty này giảm so với lợi tức dự tính của công trái không vỡ nợ (chính phủ Mỹ) nói trên trong khi đó tính rủi ro tương đối của nó

tăng lên, nên trái khoán công ty này kém hấp dẫn (khi giữ mọi thứ khác ngang bằng) và lượng cầu đối với nó sẽ giảm. Đường cầu trái khoán công ty trên Hình 7.2, phần (a), lúc đó chuyển dịch từ D_1^c tới D_2^c .

Đồng thời, lợi tức dự tính của những công trái không có vớ nợ (chính phủ Mỹ) nói trên tăng tương đối so với lợi tức dự tính của các trái khoán công ty trong khi đó tính rủi ro tương đối của nó giảm. Những công trái không vớ nợ này như vậy trở nên hấp dẫn hơn, và lượng cầu về nó tăng lên [như được nêu trên phần (b) bằng sự dịch chuyển ra ngoài của đường cong cầu của những trái khoán này từ D_1^{df} tới D_2^{df}].

Lãi suất cân bằng cho những trái khoán công ty này tăng lên từ i_1^c tới i_2^c , trong khi đó lãi suất cân bằng của công trái không vớ nợ nói trên giảm từ i_1^{df} tới i_2^{df} . Khoảng cách giữa các lãi suất của trái khoán công ty và công trái không vớ nợ, tức là mức bù rủi ro của các trái khoán công ty đã tăng từ không tới $i_2^c - i_1^c$. Bây giờ chúng ta có thể kết luận như sau: *Một trái khoán có rủi ro vớ nợ sẽ luôn luôn có một mức bù rủi ro dương, và một sự tăng rủi ro vớ nợ của nó sẽ tăng mức bù rủi ro này.*

Do rủi ro vớ nợ quan trọng như vậy đối với độ lớn của mức bù rủi ro, những người mua trái khoán cần có thông tin về việc liệu một công ty có khả năng vớ nợ đối với những trái khoán của nó hay không. Hai hãng tư vấn đầu tư lớn, Dịch vụ đầu tư Moody và công ty Standard and Poor cung cấp thông tin về rủi ro vớ nợ bằng cách phân hạng phẩm chất những trái khoán công ty và những trái khoán địa phương theo xác suất vớ nợ của chúng. Những hạng khác nhau và mô tả chúng cho trong Bảng 7.1. Những trái khoán có rủi ro vớ nợ tương đối thấp được gọi là những chứng khoán "cấp đầu tư" và có hạng Baa hoặc (BBB) và những hạng trên đó. Những trái khoán có hạng thấp hơn Baa (hoặc BBB), có rủi ro vớ nợ cao hơn và đã được gán một cách thích đáng cái tên **trái khoán bấp bênh**.

Tiếp theo, ta hãy nhìn lại Hình 7.1 và xem liệu ta có thể giải thích tính tương quan giữa các lãi suất của trái khoán công ty và công trái của chính phủ Mỹ hay không. Các trái khoán công ty luôn có những lãi suất cao hơn những lãi suất của công trái chính phủ Mỹ vì chúng luôn có một số rủi ro vớ nợ, ngược lại những công trái của Chính phủ Mỹ không có. Do các trái khoán công ty hạng Baa có rủi ro vớ nợ cao hơn so với những trái khoán thuộc hạng cao hơn Aaa, mức bù rủi ro của chúng cao hơn và do đó, lãi suất Baa luôn lớn hơn lãi suất Aaa.

Chúng ta cũng có thể dùng cùng một cách phân tích như vậy để giải thích bước nhảy to lớn về mức bù rủi ro của các lãi suất trái khoán Baa trong những năm Đại suy thoái 1930 - 1933 và sự tăng mức bù rủi ro trong những năm 1970

và 1980 (Hình 7.1). Thời kỳ Đại suy thoái đã chứng kiến rất nhiều vụ kinh doanh thất bại và vỡ nợ. Như chúng ta dự tính, các yếu tố này dẫn đến một sự tăng mạnh rủi ro vỡ nợ đối với những trái khoán do các công ty có nhược điểm phát hành ra, và mức bù rủi ro cho những trái khoán Baa đã đạt đến mức cao chưa từng có trước đó. Những năm 1970 và 1980 một lần nữa đã chứng kiến nhiều vụ kinh doanh thất bại và vỡ nợ lớn, tuy rằng chưa bằng thời kỳ Đại suy thoái. Một lần nữa, như dự tính, các rủi ro vỡ nợ và các mức bù rủi ro của các trái khoán công ty đã tăng lên, làm rộng khoảng cách giữa các lãi suất của trái khoán công ty và của công trái chính phủ. Phân tích của chúng ta cũng giải thích sự tăng mạnh khoảng cách giữa các lãi suất của các trái khoán "bấp bênh" và của các công trái chính phủ sau sự đổ vỡ của thị trường cổ phiếu tháng 10/1987 (Bài đọc thêm 7.1).

Bảng 7.1. Các hạng trái khoán theo xếp loại của Moody và Standard and Poor

Xếp hạng của Moody	Xếp hạng của Standard and Poor	Mô tả	Ví dụ các công ty có những trái khoán tồn đọng năm 1991
Aaa	AAA	Chất lượng cao nhất (rủi ro vỡ nợ thấp nhất)	- General Electric ; IBM ; Shell Oil
Aa	Aa	Chất lượng cao	- Mohil ; Coca - Cola ; Toys "R" Us; General motors
A	A	Cấp trên trung bình	- Westinghouse ; Sears ; Xerox ; Pepsi Co ; Colgate - Palmolive.
Baa	BBB	Cấp trung bình	- Chrysler ; Columbia ; Pictures ; Honeywell ; Texaco.
Ba	BB	Cấp dưới trung bình	- Union Carbide ; Wendy's Black and Decker ; RJR - Nabisco
B	B	Dấu cơ	- Chock Full O'Nuts ; Fruit of the Loom ; Mattel, Atari
Caa	CCC-CC	Tối, nhiều rủi ro vỡ nợ	
Ca	C	Dấu cơ cao	
C	D	Cấp thấp nhất	

Tính lỏng

Một thuộc tính khác của một trái khoán có ảnh hưởng đến lãi suất của nó chính là tính lỏng của nó. Như ta đã nghiên cứu ở Chương 5, một tài sản lỏng là một tài sản có thể chuyển đổi sang tiền mặt một cách nhanh chóng và ít tổn kém nếu nhu cầu chuyển đổi nảy sinh. Một tài sản càng lỏng, thì nó càng được ưa chuộng (khi giữ mọi thứ khác ngang bằng). Các công trái của chính phủ Mỹ là lỏng nhất trong các loại chứng khoán vì chúng được mua bán một cách rộng rãi đến mức chúng là thứ rất dễ bán nhanh, và chi phí bán chúng lại thấp. Các trái khoán công ty khác không lỏng như vậy bởi vì bất cứ một công ty nào cũng chỉ có lượng trái khoán được mua bán ít hơn; như vậy có thể phải chịu phí tổn cao để bán những trái khoán này trong trường hợp cần kíp bởi vì có thể khó tìm ngay được người mua.

Thuộc tính kém lỏng của những trái khoán công ty tác động đến lãi suất của chúng như thế nào so với lãi suất của các công trái chính phủ Mỹ? Nhờ vào sự phân tích cung cầu, chúng ta có thể thấy rằng một trái khoán càng kém lỏng, mọi thứ khác ngang bằng, lãi suất của nó sẽ càng cao so với những chứng khoán lỏng hơn. Do đó tính kém lỏng hơn của những trái khoán công ty so với những công trái chính phủ Mỹ làm tăng khoảng cách giữa các lãi suất của 2 loại trái khoán này.

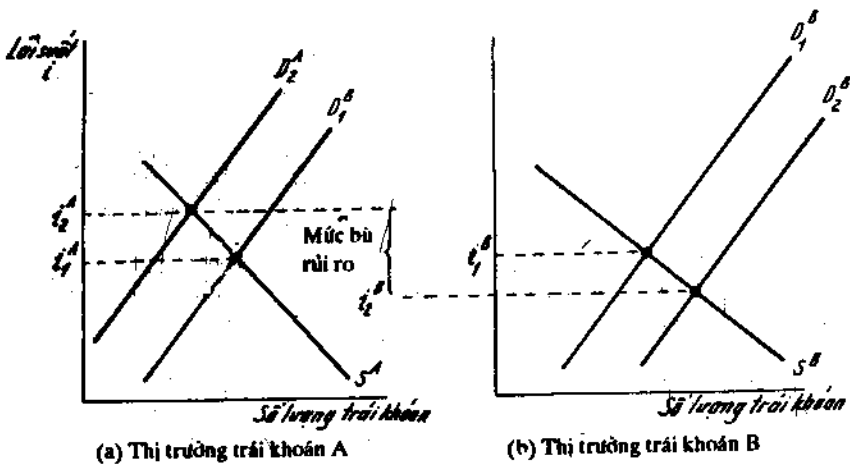
BÀI ĐỌC THÊM 7.1

Sụp đổ thị trường cổ phiếu năm 1987 và khoảng cách giữa trái khoán "bấp bênh" và trái khoán kho bạc

Sự sụp đổ thị trường cổ phiếu ngày 19/7/1987 đã có một tác động quan trọng đến thị trường trái khoán, điều này được giải thích một cách rõ ràng bằng sự phân tích cung cầu trên Hình 7.2. Do hậu quả của sự sụp đổ ngày thứ hai đen, nhiều nhà đầu tư đã bắt đầu nghi ngờ sự lành mạnh về tài chính của các công ty thuộc hạng tín nhiệm thấp hơn (Những công ty này trước đó đã phát hành những trái khoán "bấp bênh"). Sự tăng rủi ro về nợ cho những trái khoán "bấp bênh" khiến chúng kém được ưa chuộng dù ở bất cứ mức lãi suất nào cho trước, đã làm giảm lượng cầu của chúng, và đã dịch chuyển đường cong cầu của những trái khoán "bấp bênh" về bên trái. Như được trình bày ở phần bên trái của Hình 7.2, lãi suất của những trái khoán "bấp bênh" đã phải tăng lên, đó chính

thực là điều đã xảy ra: Các lãi suất của những trái khoán "bấp bênh" đã tăng vọt khoảng một phần trăm. Mặt khác, sự tăng rủi ro về nợ thấy được ở những trái khoán "bấp bênh" sau cuộc đổ vỡ đã khiến cho những trái khoán kho bạc Mỹ không có về nợ trở nên hấp dẫn hơn và đã dịch chuyển đường cong cầu của những chứng khoán này về bên phải - một kết quả được một số nhà phân tích mô tả như là một "cuộc bay tới chất lượng". Đúng như sự phân tích của chúng ta báo trước ở Hình 7.2, các lãi suất chứng khoán kho bạc đã giảm khoảng một phần trăm. Kết cục chung khi đó là khoảng cách giữa những lãi suất của các trái khoán "bấp bênh" và các công trái chính phủ đã tăng 2 phần trăm, từ mức 4% trước cuộc sụp đổ tới 6% ngay sau đó.

Sự phân tích được trình bày trên Hình 7.3 là tương tự với sự phân tích rủi ro vỡ nợ trên Hình 7.2. Nếu hai trái khoán A và B, ban đầu là lỏng như nhau và tất cả những thuộc tính khác của chúng là như nhau, thì lãi suất cân bằng của chúng ban đầu sẽ bằng nhau: $i_1^A = i_1^B$. Nếu trái khoán A bây giờ trở nên kém lỏng hơn vì nó trở nên kém được mua bán rộng rãi hơn, thì, như lý thuyết lượng cầu tài sản chỉ rõ, yêu cầu đối với nó sẽ giảm, làm chuyển dịch đường cong cầu của nó từ D_1^A tới D_2^A như trong phần (b). Chúng ta có thể thấy trên Hình 7.3 rằng lãi suất cân bằng của tài sản kém lỏng này, trái khoán A, tăng lên, trong khi đó lãi suất cân bằng của trái khoán lỏng hơn, trái khoán B, giảm xuống, làm tăng khoảng cách giữa chúng. Do đó, những sự khác nhau trong số những lãi suất trái khoán khác nhau (tức là, mức bù rủi ro) phản ánh không chỉ rủi ro vỡ nợ của một trái khoán, mà còn tính lỏng của nó nữa. Đây là vì sao một mức bù rủi ro đôi khi được gọi là một mức bù "tính lỏng". Chính xác nhất, nó phải được gọi là một mức bù rủi ro - tính lỏng, nhưng theo qui ước thì nó có thể được gọi là mức bù rủi ro.



(a) Thị trường trái khoán A

(b) Thị trường trái khoán B

Hình 7.3. Đáp ứng đối với một thay đổi tính lỏng. Khi trái khoán A trở nên kém lỏng hơn, lượng cầu trái khoán A chuyển từ D_1^A sang D_2^A và lượng cầu trái khoán B chuyển từ D_1^B sang D_2^B . Lãi suất cân bằng cho trái khoán A tăng từ i_1^A tới i_2^A trong khi đó nó giảm từ i_1^B tới i_2^B cho trái khoán B.

Tình hình thuế thu nhập

Trở lại Hình 7.1, chúng ta vẫn còn bỏ lại một vấn đề khó khăn - hình thái diễn biến của lãi suất trái khoán do địa phương phát hành. Các trái khoán địa phương chắc chắn không phải là loại trái khoán không vỡ nợ: Các chính phủ tiểu bang

và địa phương đã vỡ nợ đối với những trái khoán địa phương mà họ đã phát hành trong quá khứ - đặc biệt trong thời kỳ Đại suy thoái 1929 - 1933 và ngay cả gần đây là trường hợp Hệ thống cung cấp điện công cộng tiểu bang Washington năm 1983. Trái khoán địa phương cũng không lỏng bằng công trái chính phủ Mỹ.

Vì sao các trái khoán này đã có những lãi suất thấp hơn so với các công trái chính phủ Mỹ trong 40 năm qua như trên Hình 7.1? Câu giải thích là ở chỗ tiền thanh toán lãi của trái khoán địa phương được miễn thuế thu nhập liên bang, một yếu tố có cùng một tác dụng đến yêu cầu về số lượng trái khoán địa phương cũng như đến việc tăng lợi tức dự tính của chúng.

Hãy hình dung ra rằng bạn có đủ may mắn để có một thu nhập cao để bạn thuộc vào khung thuế thu nhập 31%, ở hạng này mỗi đôla thu nhập thêm của bạn bạn phải nộp 31 xu cho chính phủ. Nếu bạn sở hữu một công trái chính phủ Mỹ có mệnh giá 1000 đôla, công trái này bán với giá 1000 đôla và có tiền coupon 100 đôla, bạn chỉ còn giữ được 69 đôla sau khi đóng thuế. Tuy trái khoán có lãi suất 10%, nhưng thực tế bạn chỉ thu được 6,9% sau thuế.

Tuy nhiên, giả sử bạn đưa khoản tiết kiệm của bạn vào một trái khoán địa phương có mệnh giá 1000 đôla, trái khoán này bán với giá 1000 đôla và chỉ thanh toán tiền coupon 80 đôla. Lãi suất của nó chỉ là 8%, nhưng do nó là một chứng khoán miễn thuế, bạn không phải đóng thuế cho 80 đôla, bạn thu được 8% sau thuế. Rõ ràng, bạn thu được nhiều hơn nhờ trái khoán địa phương này sau thuế, do vậy bạn có ý định nắm giữ trái khoán địa phương rủi ro hơn và kém lỏng hơn tuy rằng nó có lãi suất thấp hơn công trái chính phủ Mỹ. (Điều này không đúng trước Chiến tranh Thế giới II như giải thích ở bài đọc thêm 7.2)

BÀI ĐỌC THÊM 7.2

Những lãi suất của trái khoán địa phương và công trái chính phủ Mỹ trước Chiến tranh Thế giới II

Như bạn có thể thấy trên Hình 7.1, trái khoán địa phương đã có lãi suất cao hơn công trái chính phủ Mỹ trước Chiến tranh Thế giới II. Thoạt nhìn, điều này có vẻ mâu thuẫn do tình trạng miễn thuế đối với những trái khoán này, đã làm thấp lãi suất của nó so với công trái của chính phủ Mỹ

là loại bị đánh thuế theo sự phân tích trong sách này. Sự mâu thuẫn được giải quyết khi nhận ra rằng tình trạng miễn thuế đối với trái khoán địa phương đã không đem lại nhiều lợi ích vào thời kỳ trước Chiến tranh Thế giới II vì mức thuế thu nhập rất thấp trong thời kỳ này.

Một cách khác để hiểu vì sao trái khoán địa phương có lãi suất thấp hơn công trái chính phủ Mỹ là dùng sự phân tích cung cầu mà ta đã thực hiện trên Hình 7.3. Những lợi ích về thuế của trái khoán địa phương, lợi ích làm tăng lợi tức dự tính sau thuế của nó so với công trái chính phủ Mỹ, khiến nó được ưa chuộng hơn. Kết quả là lượng cầu về trái khoán địa phương tăng lên và lãi suất của nó giảm đi như thể hiện trên Hình 7.3 (b). Mặt khác, công trái chính phủ Mỹ trở nên kém được ưa chuộng hơn bởi vì lợi tức dự tính sau thuế của nó giảm so với lợi tức sau thuế của trái khoán địa phương. Do đó lượng cầu về công trái chính phủ Mỹ giảm và làm tăng lãi suất của công trái chính phủ như trên Hình 7.3(a). Lãi suất thấp hơn cho trái khoán địa phương vì nguyên nhân trên và lãi suất cao hơn cho công trái chính phủ Mỹ vì nguyên nhân trên giải thích trái khoán địa phương có lãi suất thấp hơn lãi suất của công trái chính phủ Mỹ.

Một tình hình về thuế khác, quan trọng đối với những người nắm giữ công trái chính phủ và trái khoán công ty. Một số công trái chính phủ có một điều khoản bổ sung cho phép những công trái này được gửi ở ngân hàng theo mệnh giá để thanh toán hết thuế tài sản khi người nắm giữ chết Ví dụ một trái khoán kho bạc Mỹ mãn hạn tháng 2 - 1995 có lãi suất coupon 3% đã được bán với giá 969 đôla ngày 7/3/1991. Tuy vậy, nếu người sở hữu nó chết vào ngày đó thì trái khoán đó có thể được gửi vào ngân hàng theo mệnh giá 1000 đôla để thanh toán thuế tài sản. (Những trái khoán như vậy được gọi là "trái khoán hoa").

Việc nắm được lý do về thuế này giải thích một điều có vẻ mâu thuẫn khác thấy ở trang trái khoán của nhật báo. Có những trường hợp trong đó hai công trái chính phủ có cùng ngày mãn hạn có lãi suất hoàn vốn rất khác nhau. Ví dụ, công trái loại 3s of February 1995 có lãi suất hoàn vốn 3,85% (bán vào ngày 7/3/1991), trong khi đó công trái 10_{1/2}s of February 1995 có lãi suất hoàn vốn 7,59%. Cả hai chứng khoán đáng ra phải có cùng lãi suất vì chúng có cùng đặc tính rủi ro (đều là loại không có vỡ nợ). Nhưng các lãi suất hoàn vốn này khác nhau vì loại 3s of February 1995* là "trái khoán hoa" trong khi đó loại 10_{1/2}s February 1995 không như vậy. Giả sử rằng một ông già Richie Rich nào đó dự tính chết trong một tương lai gần và có một món của cải lớn sẽ là đối tượng đánh thuế tài sản. Nếu ông này mua những trái khoán hoa (3s of February 1995) với giá 969

* Trái khoán kho bạc Mỹ, mãn hạn tháng 2/1995, lãi suất coupon 3%.

đôla hôm nay và chết sau đây 6 tháng, thì trái khoán này sẽ có giá trị 1000 đôla vào ngày ông ta chết. Lợi tức của trái khoán này trong 6 tháng bằng 15 đôla (1/2 của món tiền coupon 30 đôla/năm) cộng với 31 đôla là tiền tăng giá trị của trái khoán (46 đôla) chia cho giá mua ban đầu 969 đôla. Như vậy, tuy lãi suất hoàn vốn của trái khoán này chỉ là 3,85%, lợi tức 6 tháng của tài sản Richie là 4,75% (9,50%/năm). Do vậy trái khoán này là một chứng khoán được ưa chuộng để Richie mua mặc dù lãi suất hoàn vốn của nó thấp.

Để tóm tắt, cấu trúc rủi ro của lãi suất (sự tương quan giữa các lãi suất của trái khoán có cùng hạn kỳ thanh toán) được giải thích bằng 3 yếu tố : rủi ro vỡ nợ của 1 trái khoán tăng lên, mức bù rủi ro của trái khoán đó (khoảng cách giữa lãi suất của nó và lãi suất của trái khoán không vỡ nợ) tăng lên. Khi tính lỏng của một trái khoán được cải thiện, lãi suất của nó giảm xuống. Nếu một trái khoán được hưởng một qui chế thuế thu nhập thuận lợi - ví dụ tiền coupon của nó được miễn thuế thu nhập hoặc nó là một trái khoán hoa - thì lãi suất của nó sẽ thấp hơn của trái khoán so sánh không có những lợi ích về thuế này.

CẤU TRÚC HẠN KỲ CỦA LÃI SUẤT

Chúng ta đã xem xét các tình trạng về rủi ro, về tính lỏng và về thuế (được gộp chung vào cấu trúc rủi ro) có ảnh hưởng như thế nào đến lãi suất. Một yếu tố khác có ảnh hưởng đến lãi suất của một trái khoán là hạn kỳ thanh toán của nó : Những trái khoán có cùng đặc tính về rủi ro, tính lỏng và thuế có thể có những lãi suất khác nhau vì các hạn kỳ thanh toán của chúng khác nhau, nhưng có cùng một tình trạng rủi ro, tính lỏng và thuế, được gọi là **đường lãi suất hoàn vốn**, và nó mô tả cấu trúc hạn kỳ của lãi suất cho một loại trái khoán riêng biệt, ví dụ các công trái chính phủ. Bài đọc thêm "Theo tin tài chính" này trình bày một vài đường lãi suất của những chứng khoán kho bạc đã được công bố trên tờ *Wall Street Journal*. Các đường lãi suất có thể được phân loại là dốc lên, ngang và dốc xuống. Khi các đường lãi suất dốc lên như trong bài đọc thêm "Theo tin tài chính", các lãi suất dài hạn nằm bên trên các lãi suất ngắn hạn ; khi các đường lãi suất nằm ngang, những lãi suất dài hạn và ngắn hạn là như nhau ; và khi các đường lãi suất dốc xuống, lãi suất dài hạn nằm phía dưới lãi suất ngắn hạn. Các đường lãi suất cũng có thể có những hình dạng phức tạp hơn trong đó đầu tiên

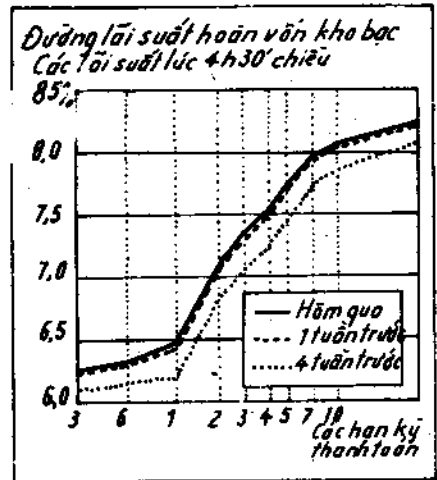
chúng dốc lên rồi dốc xuống, hoặc ngược lại. Nói chung, thì các đường lãi suất dốc lên như trong bài đọc thêm "Theo tin tài chính", nhưng ở các thời điểm khác nhau chúng có những hình dạng khác nhau. Vì sao chúng ta rất thường thấy các đường lãi suất dốc lên, nhưng đôi khi thấy chúng có dạng khác ?

THEO TIN TÀI CHÍNH

Các đường lãi suất

Tờ *Wall Street Journal* công bố biểu đồ của những đường lãi suất cho các chứng khoán kho bạc. Một ví dụ nêu ra ở đây, nó nằm cạnh cột: Thị trường tín dụng" (The "Credit Markets" xuất hiện hàng ngày.

Nguồn : *Wall Street Journal*
(March 8, 1991).



Ba lý thuyết đã được xây dựng trước để giải thích cấu trúc kỳ hạn của lãi suất, tức là, tính tương quan giữa các lãi suất trái khoán có hạn kỳ thanh toán khác nhau được phản ánh trong các mẫu đường lãi suất. Tuy rằng giả thuyết về dự tính và lý thuyết thị trường phân cách không giải thích những yếu tố kinh nghiệm một cách tốt lắm, chúng ta thảo luận về chúng trước tiên vì 2 lý do. Thứ nhất, những khái niệm trong 2 lý thuyết này đem lại một nền tảng cho một lý thuyết được chấp nhận một cách rộng rãi nhất, lý thuyết môi trường ưu tiên, nó giữ một nhiệm vụ rất tốt trong việc giải thích các yếu tố kinh nghiệm. Thứ hai, rất cần xét xem các nhà kinh tế cải biên các lý thuyết như thế nào để cải thiện chúng khi họ nhận ra rằng chúng mâu thuẫn với chứng cứ kinh nghiệm sẵn có.

GIẢ THUYẾT VỀ DỰ TÍNH

Giả thuyết về dự tính của cấu trúc hạn kỳ nêu ra vấn đề có ý nghĩa chung sau đây : Lãi suất của một trái khoán dài hạn sẽ bằng trung bình của các lãi suất ngắn hạn mà dân chúng dự tính trong thời gian tồn tại của trái khoán dài hạn đó. Ví dụ, nếu dân chúng dự tính rằng các lãi suất ngắn hạn sẽ là 10% tính trung bình trong khoảng thời gian 5 năm tới, thì giả thuyết về dự tính báo trước rằng lãi suất của các trái khoán có kỳ hạn thanh toán 5 năm cũng sẽ là 10%. Nếu các lãi suất ngắn hạn được trông đợi là tăng cao hơn nữa sau khoảng thời gian 5 năm này, do đó lãi suất trung bình ngắn hạn trong 20 năm tới là 11%, thì lãi suất của những trái khoán 20 năm sẽ bằng 11% và sẽ cao hơn lãi suất của những trái khoán 5 năm.

Chúng ta có thể thấy giả thuyết về dự tính giải thích rằng việc lãi suất của những trái khoán có kỳ hạn thanh toán khác nhau thì khác nhau chính là do việc những lãi suất ngắn hạn được trông đợi là có những giá trị khác nhau trong những ngày tháng tương lai.

Điểm xuất phát của lý thuyết này là ở chỗ những người mua trái khoán không ưu tiên những trái khoán có một hạn kỳ thanh toán này hơn là những trái khoán có một hạn kỳ khác, do đó họ sẽ không giữ bất kỳ số lượng nào của một trái khoán nếu lợi tức dự tính của nó kém hơn lợi tức dự tính của một loại trái khoán khác có một kỳ hạn thanh toán khác. Những trái khoán có đặc tính này được gọi là những trái khoán thay thế hoàn hảo. Điều này có ý nghĩa thực tế là nếu những trái khoán có kỳ hạn thanh toán khác nhau là những trái khoán thay thế hoàn hảo thì lợi tức dự tính của các trái khoán này phải bằng nhau.

Để thấy quan điểm rằng những trái khoán có hạn kỳ thanh toán khác nhau được coi là những trái khoán thay thế hoàn hảo đã dẫn tới giả thuyết về dự tính như thế nào, chúng ta hãy xem xét 2 chiến lược đầu tư sau đây :

1. Mua một trái khoán có hạn kỳ 1 năm, và sau đó khi nó mãn hạn qua 1 năm, mua một trái khoán có hạn kỳ 1 năm khác.
2. Mua một trái khoán 2 năm, giữ nó đến ngày mãn hạn.

Do cả 2 chiến lược phải có cùng một lợi tức dự tính nếu dân chúng đang giữ cả trái khoán 1 năm và trái khoán 2 năm, như thế thì lãi suất của trái khoán 2 năm phải bằng lãi suất trung bình của 2 trái khoán - 1 năm. Ví dụ, ta hãy nói rằng lãi suất hiện hành của trái khoán - một năm là 9% và bạn dự tính lãi suất của trái khoán một năm ở năm tới là 11%. Nếu bạn theo đuổi chiến lược thứ nhất mà mua hai trái khoán - một năm, thì lợi tức dự tính qua 2 năm nói trên sẽ có trung bình là $(9\% + 11\%)/2 = 10\%$ một năm. Bạn sẽ chỉ bằng lòng giữ cả hai : trái khoán - 1 năm và trái khoán - 2 năm nếu lợi tức dự tính mỗi năm của trái khoán - 2 năm

cũng như vậy tức 10%. Do đó, lãi suất của trái khoán -2 năm phải bằng 10% (lãi suất trung bình của 2 trái khoán - 1 năm nói trên).

Chúng ta có thể làm cho lý lẽ này tổng quát hơn. Hãy xem việc chọn giữ một trái khoán loại 2 giai đoạn trong 2 giai đoạn đối lại việc giữ hai trái khoán loại 1 giai đoạn.

Ta có những định nghĩa sau :

i_t = lãi suất hôm nay (thời điểm t) của một trái khoán loại 1 giai đoạn.

i_{t+1}^e = lãi suất của một trái khoán loại một giai đoạn dự tính cho giai đoạn sau (thời điểm $t + 1$).

i_{2t} = lãi suất hôm nay (thời điểm t) của trái khoán loại 2 giai đoạn.

Lợi tức dự tính qua 2 giai đoạn do mua và lưu giữ trái khoán hai giai đoạn nói trên là :

$$(1 + i_{2t})(1 + i_{2t}) - 1 = 1 + 2(i_{2t}) + (i_{2t})^2 - 1$$

Vì $(i_{2t})^2$ rất nhỏ [nếu $i_{2t} = 10\% = 0,1$ thì $(i_{2t})^2 = 0,01$],

ta có thể đơn giản hóa để có :

$$2(i_{2t})$$

Khi mua các trái khoán loại một giai đoạn, lợi tức dự tính qua 2 giai đoạn là :

$$(1 + i_t)(1 + i_{t+1}^e) - 1 = 1 + i_t + i_{t+1}^e + i_t(i_{t+1}^e) - 1$$

Vì $i_t(i_{t+1}^e)$ cũng rất nhỏ [nếu $i_t = i_{t+1}^e = 0,1$ thì $i_t(i_{t+1}^e) = 0,01$]

ta có thể đơn giản hóa để có :

$$i_t + i_{t+1}^e$$

Cả hai trái khoán sẽ được lưu giữ nếu những tiền lời dự tính này bằng nhau, tức là khi :

$$2(i_{2t}) = i_t + i_{t+1}^e$$

Giải tìm i_{2t} theo lãi suất một giai đoạn, ta có :

$$i_{2t} = \frac{i_t + i_{t+1}^e}{2} \quad (7.1)$$

điều này cho ta biết rằng lãi suất hai giai đoạn nói trên phải bằng trung bình của hai lãi suất một giai đoạn. Ta có thể tiến hành cũng những bước như thế cho những trái khoán có một hạn kỳ thanh toán dài hơn, do đó ta có thể nghiên cứu toàn bộ cấu trúc hạn kỳ lãi suất. Khi làm như vậy, chúng ta sẽ tìm ra rằng lãi suất i_{nt} của một trái khoán n giai đoạn phải bằng ⁽²⁾

$$i_{nt} = \frac{i_t + i_{t+1}^e + i_{t+2}^e + \dots + i_{t+n-1}^e}{n} \quad (7.2)$$

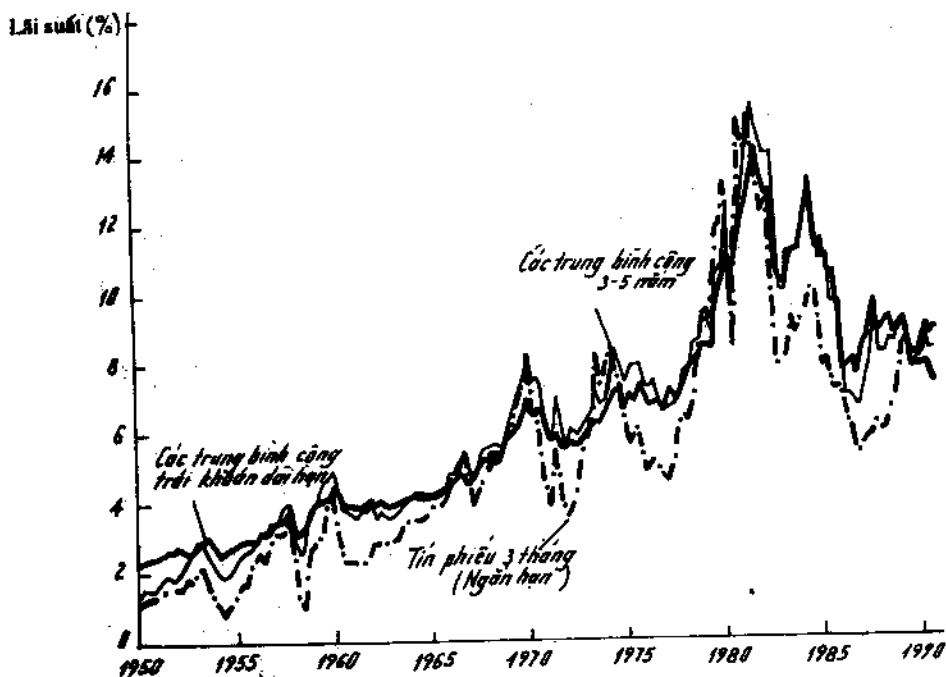
Phương trình 7.2 nói rằng lãi suất n giai đoạn bằng trung bình của các lãi suất một giai đoạn dự tính diễn ra trong quá trình tồn tại n giai đoạn của trái khoán này. Đây là một phát biểu lại của giả thuyết về dự tính bằng những lời lẽ chính xác hơn.

Giả thuyết về dự tính này là một lý thuyết hạng vu, nó mang lại sự giải thích vì sao cấu trúc hạn kỳ của các lãi suất (như được trình bày bằng các đường lãi suất) thay đổi ở những thời điểm khác nhau. Khi đường lãi suất dốc lên, giả thuyết về dự tính gọi ra rằng lãi suất ngắn hạn được trông đợi tăng lên trong tương lai. Trong trường hợp khi lãi suất dài hạn hiện hành đang ở phía trên lãi suất ngắn hạn, trung bình của các lãi suất ngắn hạn tương lai được trông đợi là cao hơn so với lãi suất ngắn hạn hiện hành, nó chỉ có thể xuất hiện nếu các lãi suất ngắn hạn được trông đợi tăng lên. Chúng ta đã thấy điều này trong một ví dụ cụ thể của chúng ta, ở đó lãi suất - 2 năm, 10% ở bên trên lãi suất - một năm hiện hành, 9%. Nghĩa là, lãi suất - 1 năm đó được trông đợi tăng trong năm tới đến mức 11%. Khi đường lãi suất dốc xuống, thì trung bình của các lãi suất ngắn hạn tương lai được trông đợi là ở bên dưới lãi suất ngắn hạn hiện hành, hàm ý rằng các lãi suất ngắn hạn được trông đợi sụt giảm, tính trung bình, trong tương lai. Chỉ khi đường lãi suất là nằm ngang thì giả thuyết về dự tính mới gọi ra rằng các lãi suất ngắn hạn không được trông đợi có sự thay đổi, tính theo trung bình, trong tương lai.

Giả thuyết về dự tính cũng giải thích vì sao, như ta thấy trên Hình 7.4, những lãi suất của các trái khoán có hạn kỳ thanh toán khác nhau diễn biến theo nhau

(2) Sự phân tích như trên đã được tiến hành cho các trái khoán giảm giá. Các công thức lãi suất của những trái khoán coupon sẽ hơi khác những công thức trên đây, nhưng sẽ theo cùng một nguyên lý.

suất các khoảng thời gian. Theo truyền thống, các lãi suất ngắn hạn có đặc điểm là nếu chúng tăng lên hôm nay, chúng sẽ có xu hướng cao hơn trong tương lai. Do đó, một sự tăng ở các lãi suất ngắn hạn, sẽ làm tăng các mức dự tính của dân chúng về lãi suất ngắn hạn tương lai. Do các lãi suất dài hạn có liên quan đến trung bình của những lãi suất ngắn hạn tương lai dự tính, nên một sự tăng ở các lãi suất ngắn hạn cũng sẽ làm tăng các lãi suất dài hạn khiến cho các lãi suất ngắn hạn và dài hạn diễn biến theo nhau.



Hình 7.4. Các diễn biến lãi suất theo thời gian của những công trái chính phủ Mỹ với các hạn kỳ thanh toán khác nhau.

Giả thuyết về dự tính này là một lý thuyết hấp dẫn bởi vì nó mang lại sự giải thích đơn giản về hình thái diễn biến của cấu trúc hạn kỳ nói trên, nhưng không may, nó có một nhược điểm lớn. Có một kinh nghiệm thực tế quan trọng mâu thuẫn với lý thuyết này. Các đường lãi suất thường dốc lên, hàm ý rằng các lãi suất ngắn hạn thường được trông đợi tăng lên trong tương lai. Trong thực tiễn hiện nay, các lãi suất ngắn hạn có khả năng sụt giảm y như khả năng tăng lên. Nếu giả thuyết về dự tính là một lý thuyết hoàn chỉnh, thì các dự tính của thị

trường này về diễn biến của các lãi suất ngắn hạn là mâu thuẫn với các diễn biến thực tế. Việc này gây khó chịu cho các nhà kinh tế, bởi vì họ thấy khó tin rằng thị trường trái khoán là một thị trường kém thông minh. Giả thuyết về dự tính đã được sửa đổi để tính tới mâu thuẫn này, chúng ta sẽ xem xét khi thảo luận về lý thuyết môi trường ưu tiên.

Lý thuyết thị trường phân cách

Như tên gọi lý thuyết thị trường phân cách của cấu trúc hạn kỳ, nó xem xét các thị trường của những trái khoán có hạn kỳ khác nhau như là hoàn toàn riêng biệt và được cắt rời khỏi nhau. Lãi suất cho một trái khoán hạn kỳ nào đó lúc đó được xác định theo lượng cung và cầu đối với trái khoán hạn kỳ đó và không chịu tác dụng của lợi tức dự tính của những trái khoán có hạn kỳ khác.

Lý thuyết thị trường phân cách bắt đầu với tiên đề rằng những trái khoán với hạn kỳ thanh toán khác nhau hoàn toàn không phải là những thứ thay thế nhau, do đó lợi tức dự tính khi giữ một trái khoán có một hạn kỳ nào đó sẽ không tác dụng gì đến lượng cầu trái khoán có hạn kỳ khác. Lý thuyết cấu trúc hạn kỳ này như vậy hoàn toàn đối lập với giả thuyết về dự tính, giả thuyết này thừa nhận rằng những trái khoán có hạn kỳ khác nhau là những thứ thay thế nhau một cách hoàn hảo.

Lý lẽ vì sao những trái khoán có hạn kỳ khác nhau không phải là những thứ thay thế nhau là ở chỗ các nhà đầu tư có những ưu tiên mạnh mẽ cho những trái khoán ở một hạn kỳ nhưng không như thế với trái khoán ở hạn kỳ khác, và như vậy họ sẽ chỉ quan tâm đến lợi tức dự tính cho những trái khoán ở hạn kỳ mà họ ưu tiên. Điều này có thể xảy ra bởi họ có một khoảng thời gian lưu giữ riêng biệt đã hình thành trong đầu và nếu họ làm sao khớp được hạn kỳ của một trái khoán với khoảng thời gian lưu giữ riêng biệt mà họ mong muốn trong đầu như vừa nói trên, thì lúc ấy họ có thể thu được một lợi tức chắc chắn mà hoàn toàn không có rủi ro. (Ta đã thấy ở Chương 4 rằng với một trái khoán nếu hạn kỳ thanh toán bằng thời gian lưu giữ, thì lợi tức được gọi là chắc chắn bởi vì nó đúng bằng lãi suất hoàn vốn). Ví dụ, những người có một khoảng thời gian lưu giữ ngắn (trong tâm tư) sẽ ưu tiên lưu giữ những trái khoán ngắn hạn. Hoặc khác, nếu bạn đang định giành hẳn vốn cho đứa con còn nhỏ của bạn đi học, thì thời gian lưu giữ mong muốn của bạn có thể là dài hơn nhiều và bạn sẽ muốn lưu giữ những trái

khoán dài hạn.

Trong lý thuyết thị trường phân cách, những dạng đường lãi suất khác nhau được giải thích bằng lý do là lượng cung và cầu các trái khoán có hạn kỳ thanh toán khác nhau thì khác với nhau. Các đường cong lãi suất dốc lên bởi vì, theo lý thuyết thị trường phân cách thì lượng cầu về những trái khoán ngắn hạn tương đối cao hơn so với lượng cầu về những trái khoán dài hạn, và kết cục là trái khoán ngắn hạn có giá cao hơn, lãi suất thấp hơn trái khoán dài hạn. Một đường cong lãi suất dốc xuống cho thấy rằng lượng cầu trái khoán dài hạn là tương đối cao hơn và lãi suất của chúng khi ấy sẽ thấp. Do những đường con lãi suất thường dốc lên, lý thuyết này chỉ ra rằng, tính trung bình, mọi người thường ưu tiên lưu giữ trái khoán ngắn hạn hơn là trái khoán dài hạn.

Tuy lý thuyết thị trường phân cách này có thể giải thích vì sao các đường cong lãi suất thường có xu hướng dốc lên, nó vẫn còn có một nhược điểm lớn. Bởi vì nó coi các thị trường trái khoán cho những hạn kỳ khác nhau như được phân tách hoàn toàn khỏi nhau, thì không có lý do nào cho việc một sự tăng lãi suất của một trái khoán ở một kỳ hạn tác động đến lãi suất của một trái khoán ở một hạn kỳ khác. Do đó không thể giải thích được một sự thực gặp phải là những lãi suất của các trái khoán ở hạn kỳ khác nhau có xu hướng diễn biến theo nhau.

Như thế chúng ta ở trong tình trạng là có hai sự việc quan trọng xảy ra trên thực tế cần phải giải thích, tuy mỗi một trong số 2 lý thuyết của chúng ta về cấu trúc hạn kỳ có thể giải thích được một sự việc nhưng không giải thích được sự việc kia. Một động tác logic để giải quyết vấn đề này là kết hợp 2 lý thuyết, để đi đến lý thuyết môi trường ưu tiên.

Lý thuyết môi trường ưu tiên

Lý thuyết môi trường ưu tiên của cấu trúc hạn kỳ phát biểu như sau : Lãi suất của một trái khoán dài hạn sẽ bằng trung bình của những lãi suất ngắn hạn được trông đợi xuất hiện trong thời gian tồn tại của trái khoán dài hạn đó cộng với một mức bù hạn kỳ, mức bù này ứng với điều kiện cung cầu trái khoán đó.

Lý thuyết này thừa nhận rằng những trái khoán có hạn kỳ thanh toán khác nhau là những thứ thay thế nhau, do đó lợi tức dự tính của một trái khoán này ảnh hưởng đến lợi tức dự tính của một trái khoán có hạn kỳ thanh toán khác, nhưng nó cũng cho phép các nhà đầu tư ưu tiên một hạn kỳ trái khoán này hơn

một hạn kỳ khác. Như vậy, chúng ta có thể nghĩ về các nhà đầu tư như họ có một ưu tiên cho những trái khoán ở một hạn kỳ này hơn hạn kỳ trái khoán khác, như thế tức là họ có một thị trường trái khoán, ở đó họ yên tâm hoạt động hơn. Vậy ta có thể nói rằng họ có môi trường ưu tiên. Các nhà đầu tư vẫn rất thận trọng về những lợi tức dự tính của các trái khoán có một hạn kỳ khác với hạn kỳ ưu tiên của họ, và như vậy họ sẽ không cho phép những lợi tức dự tính của một trái khoán vượt ra quá xa giới hạn với lợi tức dự tính của một trái khoán khác với một hạn kỳ thanh toán khác. Do họ ưu tiên những trái khoán ở một hạn kỳ này hơn những trái khoán ở một hạn kỳ khác, họ sẽ sẵn lòng mua những trái khoán không có kỳ hạn ưu tiên chỉ trong trường hợp nếu họ có được một lợi tức dự tính hơi cao hơn.

Nếu, ví dụ các nhà đầu ưu tiên môi trường trái khoán ngắn hạn hơn trái khoán dài hạn, thì họ có thể sẵn lòng lưu giữ những trái khoán ngắn hạn ngay cả khi chúng có một lợi tức dự tính thấp hơn. Điều này nghĩa là các nhà đầu tư sẽ phải được trả một mức bù hạn kỳ dương để sẵn lòng lưu giữ trái khoán dài hạn. Một kết cục logic như thế sẽ cải biên nội dung giả thuyết về dự tính bằng cách đưa thêm một thành phần gọi là mức bù hạn kỳ dương vào phương trình mô tả tính tương quan giữa các lãi suất dài hạn và ngắn hạn. Lý thuyết môi trường ưu tiên được viết là :

$$i_{nt} = k_{nt} + \frac{i_t + i_{t+1}^e + i_{t+2}^e + \dots + i_{t+n-1}^e}{n} \quad (7.3)$$

trong đó : k_{nt} = mức bù hạn kỳ cho trái khoán n giai đoạn tại thời điểm t .

Chúng ta hãy xem, liệu lý thuyết môi trường ưu tiên có phù hợp với 2 sự việc gặp trong thực tế mà ta đã thảo luận trước đây hay không. Nó giải thích vì sao những lãi suất của những trái khoán có hạn kỳ thanh toán khác nhau diễn biến theo nhau qua thời gian như sau : Một sự tăng các lãi suất ngắn hạn chỉ ra rằng các lãi suất ngắn hạn, tính trung bình, sẽ cao hơn trong tương lai và rằng các lãi suất dài hạn sẽ tăng theo chúng.

Lý thuyết môi trường ưu tiên cũng giải thích vì sao các đường lãi suất thường dốc lên bằng cách công nhận rằng mức bù hạn kỳ có thể dương, là bởi vì mọi người ưu tiên lưu giữ những trái khoán ngắn hạn. Ngay cả khi nếu những lãi suất ngắn hạn thường được trông đợi giữ nguyên giá trị trung bình trong tương lai, thì các lãi suất dài hạn vẫn sẽ còn nằm bên trên các lãi suất ngắn hạn. Do đó

những đường lãi suất hoàn vốn dốc lên chỉ là chuyện bình thường.

Lý thuyết này có thể giải thích như thế nào về việc xuất hiện những đường lãi suất dốc xuống nếu mức bù hạn kỳ dương? Đó chắc chắn là vì rằng những lãi suất ngắn hạn được trông đợi sẽ sụt giảm nhiều trong tương lai đến mức là trung bình của các lãi suất ngắn hạn dự tính thấp hơn lãi suất hiện hành khá nhiều. Như thế, ngay cả khi mức bù hạn kỳ dương được cộng thêm vào số trung bình này, lãi suất dài hạn kết cục sẽ vẫn ở bên dưới lãi suất ngắn hạn hiện hành.

Còn một sự việc thực tiễn sau chót về những đường lãi suất hoàn vốn có thể được giải thích bằng lý thuyết môi trường ưu tiên. Các đường lãi suất hoàn vốn có xu thế một độ dốc lên đặc biệt khi các lãi suất ngắn hạn ở mức thấp và dốc xuống khi lãi suất ngắn hạn ở mức cao. Khi các lãi suất ngắn hạn thấp, dân chúng nói chung dự tính chúng tăng lên tới một mức bình thường nào đó trong tương lai, và trung bình của những lãi suất ngắn hạn dự tính tương lai là cao so với lãi suất ngắn hạn hiện hành. Với sự tăng thêm một mức bù hạn kỳ dương, các lãi suất dài hạn sẽ cao hơn hẳn những lãi suất ngắn hạn hiện hành và đường lãi suất hoàn vốn khi ấy sẽ có một hướng dốc lên. Ngược lại, nếu các lãi suất ngắn hạn ở mức cao, mọi người thường dự tính chúng xuống trở lại. Các lãi suất dài hạn lúc đó sẽ sụt xuống dưới các lãi suất ngắn hạn, bởi vì trung bình của các lãi suất ngắn hạn tương lai dự tính sẽ thấp hơn lãi suất ngắn hạn hiện hành nhiều đến mức bất kể là có mức bù hạn kỳ dương, đường lãi suất vẫn sẽ dốc xuống.

Như nội dung thảo luận của chúng ta chỉ ra, một đặc điểm hấp dẫn đặc biệt của lý thuyết môi trường ưu tiên là ở chỗ nó bảo bạn những gì mà thị trường đang dự đoán về các lãi suất ngắn hạn tương lai chỉ bằng cách nhìn vào hướng dốc của đường lãi suất hoàn vốn. Một đường lãi suất hoàn vốn có độ dốc lớn [như ở phần (a) Hình 7.5] cho biết rằng các lãi suất ngắn hạn được trông đợi tăng trong tương lai. Một đường lãi suất hoàn vốn dốc thoải [như ở phần (b)] cho biết rằng các lãi suất ngắn hạn không được trông đợi tăng hay giảm nhiều trong tương lai. Một đường lãi suất hoàn vốn nằm ngang [như ở phần (c)] cho biết rằng các lãi suất ngắn hạn được trông đợi là giảm nhẹ trong tương lai. Cuối cùng, một đường lãi suất hoàn vốn dốc xuống [như ở phần (d)] cho biết rằng các lãi suất ngắn hạn được trông đợi sẽ giảm mạnh trong tương lai. Hãy xem Bài đọc thêm 7.3 để thấy chúng cứ cho những gì mà độ dốc của đường lãi suất hoàn vốn nói với chúng ta về các diễn biến tương lai của những lãi suất ngắn hạn.

Tóm tắt. Lý thuyết môi trường ưu tiên là lý thuyết được chấp nhận rộng rãi

*lãi suất
hoàn vốn*



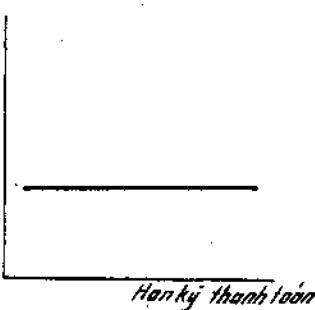
(a) Các lãi suất ngắn hạn chờ tăng

*lãi suất
hoàn vốn*



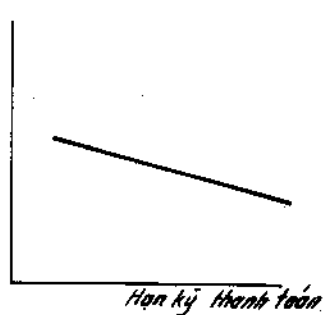
(b) Các lãi suất ngắn hạn chờ giữ nguyên

*lãi suất
hoàn vốn*



(c) Các lãi suất ngắn hạn chờ giảm nhẹ

*lãi suất
hoàn vốn*



(d) Các lãi suất ngắn hạn chờ giảm mạnh

Hình 7.5. Các đường lãi suất hoàn vốn và những dự tính về lãi suất ngắn hạn tương lai của thị trường.

nhất trong cấu trúc hạn kỳ của các lãi suất bởi vì nó giải thích các sự việc xảy ra trên thực tế về cấu trúc hạn kỳ khá tốt. Nó kết hợp các đặc điểm của cả giả thuyết về dự tính lẫn lý thuyết thị trường phân cách bằng cách xác nhận rằng một lãi suất dài hạn sẽ là tổng của một mức bù hạn kỳ (mức này được xác định bởi lượng cung và cầu các trái khoán với những hạn kỳ thanh toán khác nhau) và số trung bình của các lãi suất ngắn hạn được trông đợi xảy ra suốt thời gian tồn tại của trái khoán ấy.

Lý thuyết này giải thích các sự việc sau đây : (1) Lãi suất của các trái khoán có các hạn kỳ thanh toán khác nhau có xu hướng diễn biến theo nhau suốt trong thời gian ; (2) Các đường lãi suất hoàn vốn thường dốc lên ; và (3) Khi các lãi suất ngắn hạn thấp, các đường lãi suất hoàn vốn dễ có thể có một hướng dốc lên, ngược lại, khi các lãi suất ngắn hạn ở mức cao, các đường lãi suất hoàn vốn dễ có thể có một hướng dốc xuống.

Lý thuyết cũng trình bày ý nghĩa của những gì mà thị trường đang dự báo đối với diễn biến của các lãi suất ngắn hạn trong tương lai. Một hướng dốc lên của đường lãi suất hoàn vốn nghĩa là các lãi suất ngắn hạn được trông đợi sẽ tăng lên, một hướng dốc lên thoải thoải nghĩa là các lãi suất ngắn hạn được trông đợi giữ nguyên không đổi ; một hướng nằm ngang nghĩa là các lãi suất ngắn hạn được trông đợi sẽ giảm nhẹ ; và một hướng dốc xuống nghĩa là các lãi suất ngắn hạn được trông đợi sẽ sụt mạnh.

BÀI ĐỌC THÊM 7.3.

Minh chứng mới về cấu trúc hạn kỳ

Một số nhà nghiên cứu khi xem xét cấu trúc hạn kỳ của những lãi suất trong những năm 1980 đã đặt câu hỏi : liệu độ dốc của đường lãi suất hoàn vốn có cung cấp thông tin về các diễn biến của những lãi suất ngắn hạn tương lai hay không ? Họ đã phát hiện rằng khoảng cách giữa những lãi suất dài hạn và ngắn hạn không phải luôn luôn giúp dự đoán các lãi suất ngắn hạn tương lai,

một phát hiện có thể xuất phát từ những dao động quan trọng của mức bù hạn kỳ cho những trái khoán dài hạn. Tuy vậy một nghiên cứu gần đây hơn, của Eugene Fama, Robert Bliss, John Campell và Robert Shiller, nhờ sử dụng những thử nghiệm tính vi hơn, phát hiện rằng cấu trúc hạn kỳ chứa đựng những thông tin về các diễn biến tương lai của các lãi suất.

ỨNG DỤNG

NHỮNG ĐƯỜNG LÃI SUẤT HOÀN VỐN ĐÁNG LƯU Ý, 1980 - 1991

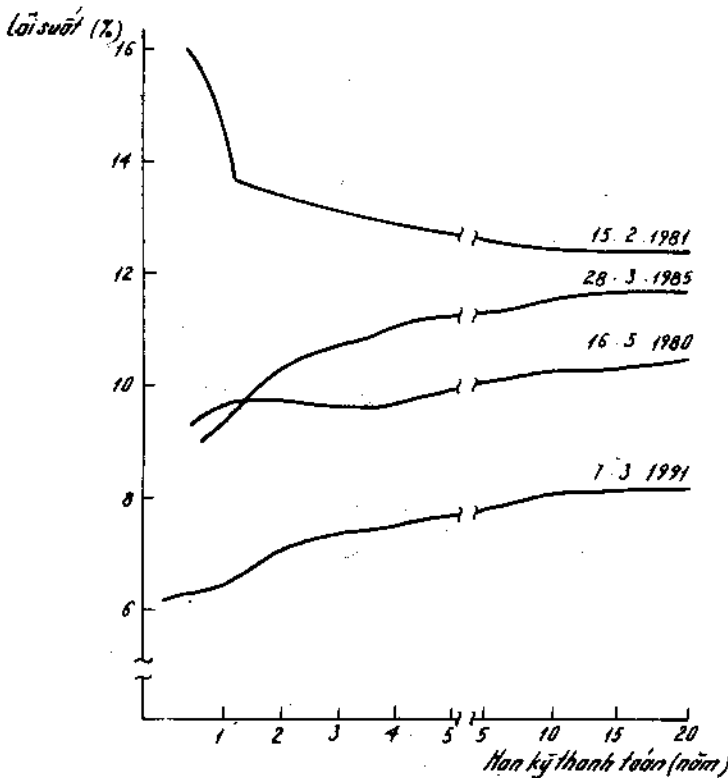
Hình 7.6 trình bày một đường lãi suất hoàn vốn khác nhau, chúng đã xuất hiện đối với những công trái chính phủ Mỹ trong các năm gần đây. Các đường lãi suất này nói với chúng ta những gì về các dự tính của công chúng đối với diễn biến tương lai của các lãi suất ngắn hạn ?

Hướng dẫn nghiên cứu

Hãy cố gắng trả lời cho câu hỏi trên đây trước khi tiếp tục đọc. Nếu bạn thấy phân vân khi trả lời nó bằng lý thuyết môi trường ưu tiên, trước hết hãy cố trả lời nó theo giả thuyết về dự tính (cách này đơn giản hơn bởi vì bạn không phải lo lắng về mức bù hạn kỳ). Khi bạn hiểu những dự tính về các lãi suất tương lai là gì trong trường hợp này, hãy cải biên phân tích của bạn bằng cách tính đến mức bù hạn kỳ.

Đường lãi suất hoàn vốn dốc mạnh xuống xuất hiện vào ngày 15/1/1981 cho biết rằng các lãi suất ngắn hạn được trông đợi là sẽ giảm mạnh trong tương lai. Để cho các lãi suất dài hạn hơn với những mức bù hạn kỳ dương tính của chúng ở thấp hơn một cách rõ rệt so với lãi suất ngắn hạn nói trên, các lãi suất ngắn hạn phải được trông đợi sẽ giảm mạnh đến mức cao cho số trung bình của chúng thấp hơn nhiều so với lãi suất ngắn hạn hiện hành. Thực vậy, các mức dự tính của công chúng về các lãi suất ngắn hạn thấp hơn một cách rõ nét thể hiện rõ rệt ở đường lãi suất hoàn vốn đã trở thành hiện thực ngay sau ngày 15/1; tới tháng 3, các lãi suất tín phiếu kho bạc 3 tháng đã giảm từ mức 16% tới mức 13%.

Các đường lãi suất hoàn vốn dốc lên mạnh vào ngày 28/3/1985 và 7/3/1991, cho biết rằng các lãi suất ngắn hạn sẽ tăng lên trong tương lai.



Hình 7.6. Các đường lãi suất cho các công trái chính phủ Mỹ.

TÓM TẮT

1. Các trái khoán có cùng hạn kỳ thanh toán sẽ có những lãi suất khác nhau bởi vì 3 yếu tố :

(a) rủi ro nợ, (b) tính lỏng, và (c) tình trạng thuế.

Một trái khoán càng có nhiều rủi ro vỡ nợ thì lãi suất của nó càng cao so với các trái khoán khác. Một trái khoán càng lỏng, lãi suất của nó sẽ càng thấp. Các trái khoán thuộc diện miễn thuế sẽ có lãi suất thấp hơn là nếu chúng không được miễn thuế. Tính tương quan giữa các lãi suất của các trái khoán có cùng hạn kỳ thanh toán, nảy sinh do 3 yếu tố này được gọi là cấu trúc rủi ro của lãi suất.

2. Có 3 lý thuyết về cấu trúc hạn kỳ, những lý thuyết này giúp giải thích các lãi suất của những trái khoán có hạn kỳ khác nhau tương quan với nhau như thế nào. Giả thuyết về dự tính coi các lãi suất dài hạn như là bằng trung bình của những lãi suất ngắn hạn tương lai được trông đợi xuất hiện trong suốt thời gian tồn tại của trái khoán dài hạn đó, trong khi đó lý thuyết thị trường phân cách coi việc xác định các lãi suất theo kỳ hạn thanh toán của mỗi một trái khoán như là chỉ do kết quả của cung và cầu trên thị trường đó.

Không một lý thuyết nào trong hai lý

thuyết này có thể giải thích được cả 2 hiện tượng thực tế là : các lãi suất của những trái khoán có hạn kỳ thanh toán khác nhau diễn biến theo nhau và các đường cong lãi suất thường dốc lên.

3. Lý thuyết môi trường ưu tiên kết hợp hai đặc điểm của 2 lý thuyết khác nhau nói trên và như làm như vậy có thể giải thích được những hiện tượng trên. Lý thuyết này coi các lãi suất dài hạn là bằng trung bình của những lãi suất ngắn hạn tương lai được trông đợi xảy ra trong suốt thời gian tồn tại của 1 trái khoán dài hạn cộng với một mức bù hạn kỳ, mức bù này phản ánh lượng cung cầu về những trái khoán có hạn kỳ khác nhau. Lý thuyết này cho phép ta suy ra những dự tính của thị trường về diễn biến của những lãi suất ngắn hạn tương lai dựa trên đường lãi suất hoàn vốn.

Một đường dốc lên mạnh cho biết rằng các lãi suất ngắn hạn tương lai được trông đợi tăng lên. Một đường dốc lên thoải cho biết rằng các lãi suất ngắn hạn được trông đợi sẽ giữ nguyên không đổi ; một đường nằm ngang cho biết lãi suất ngắn hạn được trông đợi sẽ giảm nhẹ ; và một đường dốc xuống cho biết rằng một sự giảm quan trọng của các lãi ngắn hạn được trông đợi trong tương lai.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Trái khoán nào phải có mức bù rủi ro cao hơn ở các lãi suất của nó : một trái khoán công ty với hạng Ba (Moody) hoặc một trái khoán công ty với hạng C ? Vì sao ?

* 2. Vì sao các tín phiếu kho bạc có các lãi suất thấp hơn so với những Giấy chứng

nhận tiền gửi bán lại được loại lớn (CD).

3. Mức bù rủi ro của các trái khoán công ty thường là ngược chu kỳ : tức là, chúng giảm trong giai đoạn phát đạt của 1 chu kỳ kinh doanh và tăng trong thời gian suy thoái. Vì sao lại như thế ?

* 4. Hãy trả lời câu sau đây là đúng, sai, hay không chắc chắn :

"Nếu những trái khoán với những hạn kỳ thanh toán khác nhau là những thứ dễ thay thế cho nhau, các lãi suất của chúng có thể diễn biến theo nhau".

Hãy giải thích.

5. Nếu các đường lãi suất hoàn vốn tính trung bình, là nằm ngang, thì điều này sẽ nói gì về mức bù hạn kỳ trong cấu trúc hạn kỳ? Bạn sẽ sẵn lòng chấp nhận nhiều hay ít giả thuyết về dự tính?

* 6. Khi thừa nhận rằng giả thuyết về dự tính là lý thuyết đúng đắn về cấu trúc hạn kỳ, hãy tính toán các lãi suất bằng cấu trúc hạn kỳ từ 1 đến 5 năm và vẽ các đường lãi suất hoàn vốn thu được cho những loạt sau đây của những lãi suất 1 năm qua thời gian 5 năm tiếp theo :

a) 5%, 7%, 7%, 7%, 7%

b) 5%, 4%, 4%, 4%, 4%

Các đường lãi suất của bạn sẽ thay đổi như thế nào nếu dân chúng ưu tiên các trái khoán ngắn hạn hơn các trái khoán dài hạn?

7. Khi thừa nhận rằng giả thuyết về dự tính là lý thuyết đúng đắn về cấu trúc hạn kỳ, hãy tính toán các lãi suất theo cấu trúc hạn kỳ cho các hạn kỳ thanh toán 1 đến 5 năm và vẽ các đường lãi suất thu được cho đây sau đây của các lãi suất một năm qua 5 năm sau đó :

a) 5%, 6%, 7%, 6%, 5%

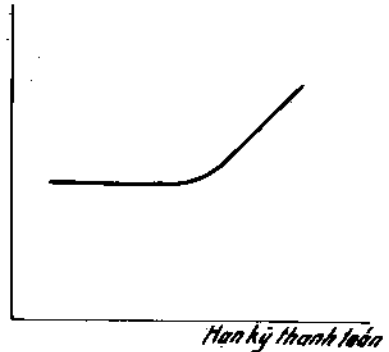
b) 5%, 4%, 3%, 4%, 5%

Những đường lãi suất hoàn vốn của bạn sẽ thay đổi thế nào nếu dân chúng ưu tiên các trái khoán ngắn hạn hơn những trái khoán dài hạn.

* 8. Nếu đường lãi suất hoàn vốn nhìn giống như hình sau đây, thì sự dự báo của thị trường sẽ là gì về diễn biến của các lãi suất ngắn hạn tương lai?

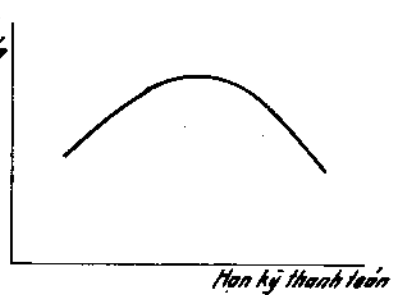
Đường lãi suất hoàn vốn có thể cho thấy gì về những dự báo của thị trường về mức lạm phát trong tương lai?

Lãi suất, hoàn vốn



9. Nếu đường lãi suất hoàn vốn nhìn như hình sau đây thì thị trường đang dự báo gì về diễn biến của các lãi suất ngắn hạn tương lai? Đường lãi suất có thể cho thấy gì về những dự báo của thị trường về mức lạm phát trong tương lai?

Lãi suất, hoàn vốn



* 10. Việc giảm mức thuế thu nhập sẽ có tác dụng gì đến các lãi suất của những trái khoán địa phương? Các lãi suất của những chứng khoán kho hặc sẽ có bị tác động không? Và nếu có, thì tác dụng như thế nào?

Sử dụng phân tích kinh tế để dự báo tương lai

11. Hãy dự báo điều gì sẽ xảy ra cho các lãi suất của những trái khoán của một công ty nếu chính phủ liên bang bảo đảm rằng chính phủ sẽ thanh toán cho các người mua trái khoán nếu công ty bị phá sản. Điều gì sẽ xảy ra cho các lãi suất của những chứng khoán kho bạc ?

* 12. Hãy dự báo điều gì sẽ xảy ra cho mức bù rủi ro của các trái khoán công ty nếu chi phí môi giới được hạ thấp trong thị trường trái khoán công ty.

13. Nếu sự miễn thuế thu nhập của trái khoán địa phương bị bãi bỏ điều gì sẽ xảy ra với lãi suất của những trái khoán này ? Nó sẽ tác dụng gì đến lãi suất của kho bạc Mỹ ?

* 14. Việc bãi bỏ thuế tài sản sẽ có tác dụng gì đến lãi suất của "trái khoán hoa" và đến lãi suất của những loại chứng khoán khác của chính phủ Mỹ ?

15. Nếu mức dự tính về các lãi suất ngắn hạn tương lai bất ngờ tăng lên, thì điều gì sẽ xảy ra cho độ dốc của đường lãi suất hoàn vốn ?

Phần III

CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH

CHƯƠNG 8

Phân tích kinh tế về cấu trúc tài chính

LỜI DẪN

Một nền kinh tế lành mạnh và sôi động cần đến một hệ thống tài chính để chuyển vốn từ những người có tiền để dành tới những người có cơ hội đầu tư sinh lợi. Nhưng hệ thống tài chính làm thế nào để chắc chắn rằng đồng tiền tiết kiệm, mà bạn phải khó khăn mới có, được đưa tới Paula - nhà đầu tư sinh lợi hơn là tới Benny - một kẻ ăn bám ?

Chương này trả lời cho câu hỏi trên thông qua việc cung cấp một phân tích kinh tế về vấn đề cấu trúc tài chính của chúng ta được thiết kế như thế nào để đẩy mạnh hiệu quả kinh tế. Phân tích này tập trung vào một số nhỏ khái niệm kinh tế đơn giản rất hữu ích giúp chúng ta có thể giải thích những đặc điểm của các thị trường tài chính, ví dụ như vì sao các hợp đồng tài chính được viết như hiện nay, vì sao những trung gian tài chính lại giữ vai trò quan trọng hơn việc góp vốn cho người vay so với những thị trường chứng khoán, và vì sao các cuộc khủng hoảng tài chính lại xảy ra và có những hậu quả nghiêm trọng đối với nền kinh tế.

NHỮNG VẤN ĐỀ CƠ BẢN VỀ CẤU TRÚC TÀI CHÍNH

Hệ thống tài chính của chúng ta là hệ thống phức tạp về cấu trúc và chức năng. Có nhiều loại hình tổ chức khác nhau : ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ

nợ khác xa như vậy. Hợp đồng giao kèo hoặc hợp đồng vay tiền là những tài liệu pháp lý dài và điển hình (theo kiểu riêng) với những điều khoản (được gọi là **những qui định hạn chế**) giới hạn và định rõ những hoạt động nào đó mà người vay tiền có thể làm. Những qui định hạn chế không chỉ là một đặc điểm của những hợp đồng nợ cho các doanh nghiệp; các món vay mua ô tô và các món vay thế chấp mua nhà ở mà hầu hết chúng ta tiếp xúc với chúng một số lần trong cuộc đời cũng có những qui định hạn chế đòi hỏi người đi vay phải có bảo hiểm đầy đủ đối với ô tô hoặc nhà ở được mua bằng tiền vay đó. Vì sao các hợp đồng nợ phức tạp và có qui định hạn chế như vậy?

Bạn có thể nhớ lại Chương 3, một đặc điểm quan trọng của các thị trường tài chính là ở chỗ chúng có các chi phí giao dịch và chi phí thông tin đáng kể. Một phân tích kinh tế để xem các chi phí này tác động thế nào lên thị trường tài chính sẽ mang lại cho chúng ta một sự hiểu sâu hơn xem hệ thống tài chính của chúng ta hoạt động như thế nào. Trong phần tiếp theo, chúng ta nghiên cứu sự tác động của các chi phí giao dịch đối với cấu trúc của hệ thống tài chính của chúng ta.

CÁC PHÍ GIAO DỊCH ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC TÀI CHÍNH NHƯ THẾ NÀO

Phí giao dịch là một vấn đề lớn đối với những người có vốn dư để cho vay. Giả sử bạn được Paula, người đầu tư sinh lợi tìm đến. Paula cần 5000 đôla để mở doanh nghiệp của cô ta, bạn coi đây là một cơ hội đầu tư chắc chắn thành công. Bạn có một món tiền mặt và muốn cho cô ta vay món đó, nhưng để bảo vệ món đầu tư của bạn, bạn phải thuê một luật sư để viết ra một khế ước vay tiền và việc này sẽ làm bạn tốn 1000 đôla. Khi bạn hình dung ra chi phí giao dịch này để thực hiện cho vay tiền đó, bạn nhận ra rằng bạn không thể kiếm đủ tiền qua vụ giao dịch này và miễn cưỡng bảo Paula rằng cô ta phải tìm một nơi khác.

Bạn hãy còn 5000 đôla mà bạn muốn đầu tư, và do vậy bạn nghĩ đến đầu tư vào thị trường cổ phiếu. Tuy vậy, một lần nữa bạn lại gặp phải chi phí giao dịch cao. Do bạn chỉ có 5000 đôla, bạn chỉ có thể mua một số lượng nhỏ cổ phần. Người môi giới cổ phiếu lúc đó bảo bạn rằng, món mua của bạn nhỏ quá khiến hoa hồng môi giới cho việc mua cổ phiếu mà bạn định sẽ phải chịu một tỉ lệ phần trăm lớn của giá mua số cổ phần này. Nếu thay vào đó bạn quyết định mua một trái khoán, vấn đề bây giờ lại còn tồi tệ hơn bởi vì hạng tiền nhỏ nhất của một trái khoán là 10.000 đôla và bạn không có nhiều như thế để đầu tư. Thực vậy, người

môi giới của bạn thậm chí có thể không hề quan tâm gì đến việc kinh doanh của bạn vì tầm cỡ nhỏ của khoản tiền đó không bòn bèn gì. Một lần nữa bạn bị thất vọng và nhận ra rằng bạn sẽ không thể dùng thị trường tài chính để thu được lợi tức bằng món tiền tiết kiệm mà bạn phải khó khăn mới kiếm được. Tuy thế bạn có thể có một số an ủi ở chỗ là bạn không phải chỉ có một mình bị trở ngại bởi chi phí giao dịch cao. Đây là sự việc đời thường cho hầu hết chúng ta, vì hầu hết các gia đình Mỹ không hề sở hữu một chứng khoán nào.

Bạn cũng gặp phải khó khăn khác do chi phí giao dịch cao. Do bạn chỉ sẵn có một món vốn nhỏ hiện tại, bạn chỉ có thể làm một số nhỏ cuộc đầu tư. Tức là, bạn buộc lòng đặt tất cả trứng của bạn vào một cái rổ và việc không có khả năng đa dạng hóa của bạn sẽ dẫn bạn tới trước một lỗ rủi ro.

Những trung gian tài chính giảm chi phí giao dịch như thế nào ?

Những ví dụ của các vấn đề do chi phí giao dịch tạo ra nói trên chứng tỏ rằng những người tiết kiệm được các món nhỏ như bạn hoặc những người đi vay như Paula có thể bị đứng ngoài các thị trường tài chính và như thế không có khả năng thu lợi nhờ chúng. Liệu có một ai đó đến giúp ? Câu trả lời là "có". Những trung gian tài chính, một bộ phận quan trọng của hệ thống tài chính, đã tiến triển để giảm các chi phí giao dịch và cho phép những người tiết kiệm có món nhỏ và những người vay món nhỏ thu được lợi nhờ sự hiện hữu của các thị trường tài chính.

Tiết kiệm do quy mô. Một giải pháp cho vấn đề chi phí giao dịch cao là góp những vốn muốn cho vay của nhiều nhà đầu tư với nhau do vậy họ có thể thu được lợi ích nhờ **phương pháp tiết kiệm do quy mô**, tức là, sự giảm chi phí giao dịch cho mỗi đôla đầu tư khi quy mô giao dịch tăng lên. Nhờ gộp các vốn của những nhà đầu tư lại với nhau, chi phí giao dịch cho mỗi cá nhân nhà đầu tư nhỏ hơn nhiều. Phương pháp *tiết kiệm do quy mô* tồn tại vì chi phí tổng cộng của việc thực hiện một cuộc giao dịch trong các thị trường tài chính tăng lên chỉ một chút ít khi quy mô giao dịch tăng lên. Ví dụ, chi phí dàn xếp cho một vụ mua 10.000 cổ phần không lớn hơn nhiều so với chi phí dàn xếp cho một vụ mua 50 cổ phần.

Sự hiện diện phương pháp *tiết kiệm do quy mô* trong các thị trường tài chính giúp giải thích vì sao những trung gian tài chính được phát triển và là một bộ phận quan trọng đến như vậy trong cấu trúc tài chính của chúng ta. Ví dụ sáng tỏ nhất về một trung gian tài chính xuất hiện qua phương pháp tiết kiệm do quy

phản ánh chất lượng trung bình của những cái xe trong thị trường đó, tức là giá nằm ở đâu đó giữa giá trị thấp của một quả chanh và giá trị cao của một cái xe tốt.

Người sở hữu cái xe đã qua sử dụng dễ có khả năng biết cái xe này đang tốt hay là 1 "quả chanh".

Nếu cái xe này là một "quả chanh" thì người chủ sẽ vô cùng sung sướng bán với giá mà người mua định trả. Tuy vậy nếu đó là một cái xe đang tốt, người chủ của nó biết cái xe của ông ta bị đánh giá thấp, nên ông ta không muốn bán nó. Hậu quả của việc lựa chọn đối nghịch này là sẽ rất ít xe đã qua sử dụng nhưng chất lượng còn tốt có mặt ở thị trường này. Do giá theo chất lượng trung bình của một xe đã qua sử dụng có trên thị trường này sẽ thấp và do rất ít người muốn mua một "quả chanh", nên thị trường này sẽ có doanh số nhỏ. Thị trường xe đã qua sử dụng nói trên sẽ hoạt động tồi và thực tế là không hoạt động.

Những "quả chanh" trong các thị trường cổ phiếu và trái khoán

Một vấn đề những quả chanh tương tự trên đây này sinh trong các thị trường chứng khoán, tức là, các thị trường nợ (trái khoán) và thị trường cổ phần (cổ phiếu). Giả sử anh bạn Irving của chúng ta, nhà đầu tư, một người đang dự tính mua các chứng khoán ví dụ những cổ phiếu, không thể phân biệt được đâu là những công ty tốt có lợi tức dự tính cao và rủi ro thấp và đâu là những công ty tồi, có lợi tức dự tính thấp và rủi ro cao. Trong tình trạng này Irving sẽ chỉ muốn trả một giá phản ánh chất lượng trung bình của những công ty phát hành ra các chứng khoán - một giá nằm giữa giá trị của những chứng khoán của các công ty tồi và giá trị của những chứng khoán của những công ty tốt. Nếu các người chủ hoặc các người quản lý của một công ty tốt có thông tin tốt hơn so với của Irving và biết rằng họ là một công ty tốt, thì họ biết rằng những chứng khoán của họ bị đánh giá thấp và sẽ không muốn bán chúng cho Irving ở cái giá mà Irving trả. Những hãng sẵn lòng bán cho Irving các chứng khoán sẽ là các hãng tồi (bởi vì giá này cao hơn mức các chứng khoán của họ đáng giá). Anh bạn Irving của ta không phải là người kém thông minh : Anh ta không muốn nắm giữ những chứng khoán trong các công ty tồi và như vậy anh ta sẽ quyết định không mua các chứng khoán ở thị trường này. Một kết luận tương tự kết luận cho thị trường ô tô đã qua sử dụng nói trên, thị trường chứng khoán này sẽ không hoạt động tốt lắm vì ít công ty sẽ bán chứng khoán trong thị trường đó để tăng vốn.

Sự phân tích này là tương tự nếu Irving tính chuyện mua một công cụ nợ

công ty trong thị trường trái khoán chứ không mua một cổ phần. Irving sẽ chỉ mua một trái khoán nếu lãi suất của nó đủ cao để bù cho anh ta mức rủi ro với nợ trung bình của món hàng của các công ty tồi đang cố gắng bán món nợ này. Các chủ nhân có hiểu biết của những công ty tốt nhận ra rằng họ sẽ phải trả một lãi suất cao hơn mức mà đáng ra họ phải trả và do vậy họ có thể không muốn vay trong thị trường này. Chỉ những hãng tồi sẽ sẵn lòng vay và do những nhà đầu tư như Irving không ham muốn mua những trái khoán do các công ty tồi phát hành, và có khả năng là họ chẳng mua một trái khoán nào, rất ít trái khoán có thể được bán ở thị trường này và như vậy nó sẽ không là một nguồn tài chính tốt.

Sự phân tích đối nghịch (vấn đề những quả chanh) mà chúng ta vừa tiến hành, giải thích vấn đề 2 - Vì sao không ở một nước nào trên thế giới những chứng khoán có thể mua bán được lại là nguồn tài chính hàng đầu cho các công ty kinh doanh. Nó cũng giúp giải thích một phần vấn đề 1 - vì sao các cổ phiếu không phải là một nguồn tài chính quan trọng cho những nhà kinh doanh Mỹ. Sự hiện diện của vấn đề những quả chanh khiến các thị trường chứng khoán như các thị trường cổ phiếu và trái khoán không hữu hiệu trong việc chuyển vốn từ người tiết kiệm tới người đi vay.

Các giải pháp cho vấn đề chọn lựa đối nghịch

Nếu không còn vấn đề thông tin không cân xứng, thì vấn đề những quả chanh cũng biến mất. Nếu một người mua cũng biết nhiều về chất lượng của một cái ôtô như người bán nó, như thế có ta cũng có thể phân biệt một cái xe tốt với một "quả chanh", lúc đó người mua nó sẽ sẵn lòng trả giá đúng với giá trị của một cái xe đã qua sử dụng nhưng tốt. Do các người chủ của một xe đã qua sử dụng còn tốt nay có thể có được một giá đích thực, họ sẽ sẵn lòng bán chúng trong thị trường này. Thị trường này sẽ có nhiều vụ giao dịch và sẽ làm công việc được định ra cho nó : chuyển những chiếc xe tốt tới những người muốn chúng. Tương tự, nếu những người mua chứng khoán có thể phân biệt được những công ty tốt và những công ty tồi, họ sẽ trả giá đầy đủ giá trị của những chứng khoán do các công ty tốt phát hành, và các công ty tốt sẽ bán những chứng khoán của họ trong thị trường này. Thị trường các chứng khoán này khi ấy có khả năng chuyển vốn tới các công ty tốt có những cơ hội đầu tư sinh lợi nhất.

Tự sản xuất và bán thông tin

Giải pháp cho vấn đề lựa chọn đối nghịch (vấn đề những quả chanh) trong các thị trường tài chính là đưa ra thông tin có tác dụng loại bỏ thông tin không cân xứng và cho phép những người cung cấp vốn có thông tin đầy đủ về những cá nhân hay những công ty cần tài trợ cho các hoạt động đầu tư. Một cách để thu lợi nhuận thông tin này cho những người tiết kiệm và những người đi vay là có các công ty riêng thu thập và đưa ra thông tin, thông tin này giúp phân biệt các công ty tốt với các công ty tồi, rồi bán nó cho những người mua chứng khoán. Ở Mỹ, những công ty như Standard and Poor, Moody, và Value Line tập hợp thông tin về tình trạng các bản quyết toán của các công ty ấy và về các hoạt động đầu tư của họ, công bố các số liệu này và bán nó cho các người đặt mua (các cá nhân, các thư viện, và các trung gian tài chính liên quan đến việc mua những chứng khoán).

Hệ thống sản xuất và bán thông tin riêng này, tuy thế không giải quyết được một cách đầy đủ vấn đề lựa chọn đối nghịch nói trên trong các thị trường chứng khoán bởi vì một vấn đề được gọi là **vấn đề người đi xe không tốn tiền**. Vấn đề người đi xe không tốn tiền xảy ra khi những người không chi tiền mua thông tin vẫn có thể hưởng lợi của thông tin mà người khác đã mua. Vấn đề người đi xe không tốn tiền này gợi ra rằng việc bán thông tin riêng sẽ chỉ là một giải pháp có tính chất bộ phận cho vấn đề những quả chanh. Để thấy vì sao, ta hãy giả sử rằng bạn vừa mua được thông tin cho bạn biết những công ty nào là tốt, những công ty nào tồi. Bạn tin rằng việc mua này đáng giá bởi vì bạn có thể bù đắp chi phí thu thập thông tin này, bằng cách mua những chứng khoán của những công ty tốt được định giá rẻ. Tuy nhiên, khi nhà đầu tư khôn khéo Irving của chúng ta thấy bạn mua những chứng khoán nào đó, anh ta liền mua theo với bạn mặc dù anh ta không mua thông tin này. Nếu nhiều nhà đầu tư khác xử sự như Irving, yêu cầu số lượng tăng cao của những chứng khoán vừa tốt vừa hời giá khiến cho giá thấp của chúng bị nâng ngay lên để phản ánh giá trị thật của những chứng khoán này. Do hậu quả của việc có những người đi xe không tốn tiền, chẳng bao lâu bạn sẽ không còn có thể mua được những chứng khoán này với giá rẻ hơn giá thực của chúng. Bây giờ, do bạn không còn giành được những lợi tức thêm do việc mua thông tin này, bạn nhận ra rằng đáng lẽ bạn không cần phải mua thông tin này ngay từ đầu. Nếu những nhà đầu tư khác cũng nhận ra điều giống bạn, các công ty riêng và các cá nhân có thể không còn khả năng bán đủ lượng về thông tin để xứng với chi phí thu thập và sản xuất nó. Khả năng thu lợi của các

công ty riêng nhờ vào bán thông tin yếu đi, nghĩa là có ít thông tin được sản xuất ra hơn trong thị trường này, và như thế vấn đề lựa chọn đối nghịch (vấn đề các quả chanh) sẽ vẫn còn gây trở ngại cho việc hoạt động hữu hiệu của các thị trường chứng khoán.

Điều hành của chính phủ để làm tăng thông tin trong các thị trường chứng khoán

Vấn đề người đi xe không tốn tiền ngăn trở thị trường tư nhân sản xuất đủ thông tin để loại bỏ thông tin không cần xứng là loại thông tin đưa đến sự chọn lựa đối nghịch. Liệu các thị trường tài chính có thể trông cậy vào sự can thiệp của chính phủ không? Ví dụ chính phủ có thể sản xuất thông tin để giúp các nhà đầu tư phân biệt những công ty tốt và những công ty tồi và cung cấp miễn phí cho công chúng. Tuy nhiên giải pháp này sẽ khiến chính phủ liên hệ vào việc phát ra những thông tin tiêu cực (thông tin về sự không tốt) về các công ty, một thực tiễn có thể là khó khăn về chính trị. Một khả năng giải quyết khác (mà chính phủ Mỹ và hầu hết các chính phủ khác trên thế giới áp dụng) là chính phủ điều hành các thị trường chứng khoán theo phương thức khuyến khích các công ty tiết lộ thông tin về bản thân họ, do đó các nhà đầu tư có thể xác định một hăng là tốt hay tồi đến mức nào. Ở Mỹ, Ủy ban hối đoái và chứng khoán là cơ quan chính phủ, Ủy ban này yêu cầu các công ty có bán các chứng khoán của họ ra các thị trường công cộng phải tôn trọng những nguyên tắc kế toán chuẩn và phải cho biết thông tin về doanh số, tài sản và thu nhập của họ. Những qui định tương tự cũng tồn tại ở các nước khác.

Vấn đề thông tin không cần xứng và việc chọn lựa đối nghịch trong các thị trường tài chính như vậy giúp giải thích vì sao các thị trường tài chính nằm trong số những bộ phận được điều hành một cách ngặt nghèo nhất trong nền kinh tế (vấn đề 5). Quy chế của chính phủ để tăng lượng thông tin cho các nhà đầu tư là cần thiết để giảm vấn đề lựa chọn đối nghịch, một vấn đề cản trở sự hoạt động hữu hiệu của các thị trường chứng khoán (cổ phiếu và trái khoán).

Tuy vậy qui chế chính phủ chỉ làm giảm nhẹ vấn đề lựa chọn đối kháng, mà không loại bỏ được nó. Ngay cả khi các công ty cung cấp thông tin cho công chúng về doanh số, tài sản hay thu nhập lợi tức của họ, họ vẫn còn có nhiều thông tin hơn các nhà đầu tư: Còn có thêm rất nhiều thứ để giúp biết về chất lượng của một công ty chứ không chỉ những thông tin về doanh số và lợi tức mà

công ty cung cấp. Hơn thế, các công ty tồi có thủ thuật để khiến bản thân họ trông giống như các công ty tốt và điều này sẽ làm họ có thể bán các chứng khoán của họ theo giá cao hơn. Bởi vậy, các công ty tồi sẽ có những cách riêng để trình bày những thông tin mà họ phải chuyển tới công chúng, gây khó khăn cho những nhà đầu tư trong việc phân biệt các công ty tốt và các công ty tồi.

Sự trung gian tài chính. Cho tới bây giờ, ta đã thấy rằng việc tư nhân cung cấp thông tin và sự điều hành của chính phủ không loại bỏ được vấn đề chọn lựa đối nghịch trong các thị trường tài chính. Vậy cấu trúc tài chính làm thế nào để giúp đẩy mạnh dòng vốn tới những người có các cơ hội đầu tư sinh lợi khi có sự hiện diện của thông tin không cân xứng? Ta hãy bắt đầu từ cấu trúc của thị trường ô tô đã qua sử dụng.

Một đặc điểm của thị trường ô tô đã qua sử dụng là ở chỗ hầu hết các xe đã dùng không được bán trực tiếp từ một người sang cho người khác. Một người tính chuyện mua xe dùng rồi có thể mua một tạp chí, ví dụ như *Consumer Reports* (Bản tin cho người tiêu dùng) để tìm xem liệu có một kiểu xe nào đó có một kỷ lục về ít phải sửa chữa hay không. Tuy nhiên, việc đọc *Consumer Reports* không giải quyết được vấn đề chọn lựa đối nghịch vì rằng ngay cả nếu có một kiểu xe nào đó rất nổi tiếng, thì chiếc xe thực tế mà một người nào đó đang cố bám có thể là một "quả chanh". Người dự tính mua này cũng có thể mang chiếc xe đến một cơ sở sửa chữa xe để kiểm tra sơ bộ. Nhưng làm sao nếu người dự tính mua này không biết cơ sở sửa chữa nào để yên tâm ủy nhiệm công việc kiểm tra, hoặc làm sao nếu cơ sở đó sẽ đòi một chi phí cao để đánh giá chiếc xe?

Bởi vì những trở ngại này gây khó khăn cho những cá nhân trong việc thu thập đủ thông tin về những chiếc xe đã qua sử dụng, hầu hết xe đã qua sử dụng không được bán trực tiếp từ một người cho một người khác. Thay vào đó, chúng được bán qua một trung gian - người buôn xe đã qua sử dụng, người này mua các xe đã qua sử dụng của những người đó rồi lại bán lại cho những người khác. Những người buôn xe đã qua sử dụng sản xuất thông tin trong thị trường vì họ trở thành những chuyên gia am hiểu về việc xác định xem một chiếc xe là tốt hay là một "quả chanh". Một khi họ biết một chiếc xe là tốt, họ có thể bán nó theo một số dạng bảo đảm: hoặc một sự bảo đảm nói rõ ra, ví dụ một cam kết bảo hành, hoặc một sự bảo đảm ngầm thực hiện qua danh tiếng về sự lương thiện của họ. Dân chúng dễ có thể mua một xe đã qua sử dụng vì có bảo đảm của một người buôn xe và người buôn này có thể thu lợi do việc tạo ra thông tin về chất lượng xe, nhờ đó có thể bán chiếc xe này ở một giá cao hơn giá mà họ đã mua nó. Nếu

người buôn mua và sau đó bán lại một cái xe nào đó mà họ đã tạo ra thông tin, họ tránh được vấn đề có ai đó đã sử dụng tự do thông tin mà họ đã tạo ra.

Giống như những người buôn xe cũ giúp giải quyết các vấn đề lựa chọn đối nghịch trong thị trường ô tô, những trung gian tài chính đóng một vai trò tương tự trong các thị trường tài chính. Một trung gian tài chính, như một ngân hàng, trở nên một chuyên gia trong việc tạo ra thông tin về các công ty, do đó họ có thể phân loại các trường hợp đầu tư tốt và các trường hợp đầu tư tồi. Khi đó họ có thể thu vốn từ những người gửi tiền và cho những công ty làm ăn tốt vay. Một ngân hàng có khả năng thực hiện hầu hết các món cho vay tới những công ty làm ăn tốt, nên ngân hàng này có thể thu lợi nhuận cao hơn do những món vay này so với lãi mà họ thanh toán cho những người gửi tiền.

Một thành phần quan trọng nằm trong năng lực thu lợi của một ngân hàng từ thông tin họ tạo ra là ở chỗ họ tránh được vấn đề người đi xe không tốn tiền, trước hết bằng việc thực hiện các món cho vay riêng hơn là việc mua các chứng khoán trong một thị trường tự do. Bởi vì một món cho vay riêng rẽ không thể mua bán được, những nhà đầu tư khác không thể theo dõi được ngân hàng đang làm gì và không thể đặt giá cạnh tranh món cho vay này khiến cho ngân hàng đó không nhận được khoản bù đắp cho thông tin mà ngân hàng đã tạo ra. Vai trò của ngân hàng như một trung gian nắm giữ hầu hết các món cho vay không thể đem ra mua bán được là chìa khóa cho sự thành công của ngân hàng trong việc giảm vấn đề thông tin không cân xứng trên các thị trường tài chính.

Phân tích của chúng ta về lựa chọn đối nghịch chỉ ra rằng những trung gian tài chính nói chung và các ngân hàng nói riêng do họ nắm giữ một tỉ lệ lớn các món cho vay không thể đem ra mua bán được sẽ đóng một vai trò lớn hơn trong việc chuyển vốn tới các công ty so với các thị trường chứng khoán. Như thế phân tích của chúng ta giải thích vấn đề 3 và 4 : vì sao tài chính gián tiếp quan trọng nhiều hơn đến như vậy so với tài chính trực tiếp và vì sao các ngân hàng là nguồn bên ngoài quan trọng nhất để tài trợ cho kinh doanh.

Phân tích của chúng ta về chọn lựa đối nghịch cũng giải thích những công ty nào trong số các công ty có nhiều khả năng vay được vốn từ các ngân hàng và các trung gian tài chính khác hơn là vay các thị trường chứng khoán. Một công ty càng được hiểu rõ thì càng có nhiều thông tin về các hoạt động nó đưa ra ở chỗ giao dịch. Như vậy tạo dễ dàng hơn cho các nhà đầu tư đánh giá chất lượng của công ty này và xác định xem nó là một công ty tốt hay tồi. Do các nhà đầu tư có ít bản khoản hơn về lựa chọn đối nghịch đối với những công ty đã được biết rõ, họ

sẽ sẵn sàng đầu tư trực tiếp vào các chứng khoán của các công ty đó. Như thế chúng ta có một giải thích cho vấn đề 6 : Một công ty càng lớn và càng già dặn, các nhà đầu tư càng có nhiều thông tin về nó, và càng có nhiều khả năng hơn để công ty này có thể thu vốn ở các thị trường chứng khoán.

Vật thế chấp và giá trị tài sản ròng. Chọn lựa đối nghịch chỉ gây trở ngại cho hoạt động của các thị trường tài chính nếu người cho vay chịu một tổn thất khi 1 người đi vay không thể thanh toán các món tiền vay và chịu vỡ nợ. Vật thế chấp là vật sở hữu được cam kết trả cho người cho vay nếu người vay vỡ nợ, giúp giảm được hậu quả của lựa chọn đối nghịch vì nó giảm được tổn thất của người cho vay trong trường hợp có vỡ nợ. Nếu một người vay bị vỡ nợ đối với một món vay, người cho vay có thể bán vật thế chấp và dùng tiền thu được để bù lại tổn thất ở món cho vay đó. Ví dụ, nếu bạn thất bại, không thanh toán được món vay thế chấp của bạn, người cho bạn vay có thể sở hữu ngôi nhà của bạn, bán công khai nó đi, và dùng tiền thu được để thanh toán dứt điểm món cho vay đó. Các người cho vay như vậy dễ chấp nhận việc cho vay có vật thế chấp, và các người vay sẵn lòng cung cấp vật thế chấp vì việc giảm rủi ro cho người vay khiến họ dễ có thể vay được tiền nhanh chóng và còn có thể với một lãi vay nhẹ hơn. Sự có mặt của chọn lựa đối nghịch trong các thị trường tín dụng giải thích vì sao vật thế chấp là một đặc điểm nổi bật của những hợp đồng nợ (vấn đề 7).

Giá trị tài sản ròng (net worth), cũng còn gọi là **vốn cổ phần** (equity capital), là hiệu giữa tài sản có của một công ty (gồm những tài sản nó sở hữu hoặc bị nợ) và tài sản nợ của nó (tài sản mà nó nợ) ; Giá trị tài sản ròng có thể thực hiện một vai trò tương tự như vật thế chấp. Nếu một công ty có một giá trị tài sản ròng cao, thì ngay cả nếu công ty thực hiện những cuộc đầu tư khiến công ty bị lỗ vốn và dẫn đến việc vỡ nợ của công ty đó, lúc đó người cho công ty này vay đều có thể sở hữu giá trị tài sản ròng của công ty, bán nó đi và dùng tiền thu được để bồi thường một số trong những tổn thất do món vay này gây ra. Ngoài ra, một công ty càng có nhiều giá trị tài sản ròng hàng đầu, nó càng có ít khả năng vỡ nợ bởi vì công ty này có một dự trữ tài sản có thể dùng để thanh toán xong các món nợ của mình.

Do đó, nếu những công ty đang đi tìm vay tiền mà có giá trị tài sản ròng cao, thì việc chọn lựa đối nghịch sẽ ít quan trọng, và những người cho vay sẽ sẵn lòng cho vay. Sự phân tích này minh họa cho câu nói "chỉ những người không cần tiền có thể vay tiền".

Tóm tắt. Tới đây, chúng ta đã dùng khái niệm chọn lựa đối nghịch để giải thích 7 trong 8 vấn đề về cấu trúc tài chính nêu ra trước đây : 4 vấn đề đầu tiên nhấn mạnh tầm quan trọng của những trung gian tài chính và sự tương đối ít quan trọng của các thị trường chứng khoán trong việc tài trợ cho các công ty ; vấn đề thứ 5, về các thị trường tài chính là một trong những bộ phận của nền kinh tế được điều hành một cách ngặt nghèo nhất ; vấn đề thứ 6, nói lên một thực tế là chỉ những công ty lớn, được thiết lập vững chắc mới với tới được thị trường chứng khoán ; và vấn đề thứ 7, nói lên vật thế chấp là một đặc điểm quan trọng của các hợp đồng nợ. Trong phần tới, chúng ta sẽ thấy rằng một khái niệm thông tin không cân xứng khác về rủi ro đạo đức mang lại những lý do bổ sung khiến những trung gian có vai trò quan trọng và các thị trường chứng khoán có vai trò tương đối không quan trọng trong việc tài trợ cho các công ty. Khái niệm này cũng mang lại những lý do bổ sung cho sự thịnh hành của quy chế chính phủ và cho sự quan trọng của vật thế chấp trong các hợp đồng nợ. Ngoài ra, khái niệm rủi ro đạo đức có thể được dùng để giải thích vấn đề cuối cùng của chúng ta (vấn đề 8) là tại sao các hợp đồng nợ là những tài liệu pháp lý phức tạp đề ra những hạn chế cơ bản về thái độ xử sự của người vay.

RỦI RO ĐẠO ĐỨC TÁC ĐỘNG ĐẾN VIỆC CHỌN LỰA GIỮA CÁC HỢP ĐỒNG NỢ VÀ CÁC HỢP ĐỒNG VỐN CỔ PHẦN NHƯ THẾ NÀO ?

Rủi ro đạo đức xuất hiện sau khi cuộc giao dịch diễn ra, khi người bán chứng khoán muốn dấu thông tin và thực hiện những hoạt động mà người mua chứng khoán không mong muốn. Rủi ro đạo đức có hậu quả quan trọng khiến một công ty thấy dễ dàng dựng vốn bằng hợp đồng nợ hơn là hợp đồng vốn cổ phần.

Rủi ro đạo đức trong các hợp đồng vốn cổ phần : vấn đề giữa người ủy thác - người đại lý

Những hợp đồng vốn cổ phần, ví dụ cổ phiếu thường, là những trái quyền (quyền được hưởng) đối với một phần trong những lợi tức và những tài sản của một công ty kinh doanh. Những hợp đồng vốn cổ phần là chủ đề cho một ví dụ riêng về rủi ro đạo đức gọi là vấn đề giữa người ủy thác - người đại lý. Khi

những người quản lý chỉ sở hữu 1 phần nhỏ một công ty mà họ làm việc trong đó, thì những cổ đông mà sở hữu hầu hết vốn cổ phần của công ty này (gọi là những người ủy thác), tách khỏi những người quản lý, những người quản lý này gọi là những người đại lý của những người chủ sở hữu công ty nói trên. Sự tách biệt giữa sự sở hữu và quản lý này dẫn đến rủi ro đạo đức, trong đó những người quản lý công việc có thể hành động vì lợi ích của cá nhân họ hơn là vì lợi ích của những cổ đông chủ sở hữu (những người ủy thác) bởi vì những người quản lý có ít ý muốn làm tối đa lợi tức so với những cổ đông chủ sở hữu.

Để hiểu đầy đủ vấn đề người ủy thác - người đại lý, giả sử ông Steve đề nghị bạn trở thành hội viên góp vốn trong cửa hàng kem của ông ta. Cửa hàng cần vốn đầu tư 10.000 đôla để thành lập, nhưng Steve chỉ có 1.000 đôla. Do vậy bạn mua một nhóm cổ phần với 9.000 đôla, việc này cho bạn 90% quyền sở hữu công ty này, trong khi đó Steve chỉ sở hữu 10%. Nếu Steve nỗ lực làm việc để làm ra kem ngon, giữ cửa hàng sạch sẽ, mỉm cười với mọi khách hàng, và nhanh nhẩu chờ đợi ở các bàn, sau khi trừ mọi chi phí (kể cả lương của Steve) cửa hàng này sẽ có lợi nhuận 50.000 đôla/năm trong đó Steve nhận 10% (5.000 đôla) và bạn nhận 90% (45.000 đôla).

Nhưng nếu Steve không đem lại những dịch vụ nhanh chóng và thân thiện cho các khách hàng, sử dụng 50.000 đôla thu nhập để mua tác phẩm nghệ thuật cho văn phòng của anh ta, và ngay cả thậm chí bỏ trốn ra bãi biển thay vì anh ta phải có mặt ở cửa hàng, thì cửa hàng này sẽ không có chút lợi nhuận nào. Steve chỉ có thể nhận được khoản bổ sung 5.000 đôla (10% của lợi tức) và lương của anh ta nếu anh ta làm việc nỗ lực và bỏ những món đầu tư không sinh lợi (nghĩa là đồ mỹ thuật cho văn phòng của anh ta). Steve có thể cho rằng 5.000 đôla quả là không đủ khiến anh ta muốn cố gắng để là một người quản lý tốt; Anh ta có thể cho rằng nếu anh ta nhận được 10.000 đôla thì mới bỏ công anh ta. Nếu Steve nghĩ theo cách này, anh ta không đủ ý muốn để làm một người quản lý tốt và sẽ kết thúc với một văn phòng đẹp đẽ, một nước da dăm nắng hợp mốt và một cửa hàng không có lợi nhuận gì. Do cửa hàng này sẽ không có lợi nhuận gì, quyết định không hoạt động vì lợi ích của bạn mà Steve đưa ra, làm mất của bạn 45.000 đôla (90% lợi tức của bạn nếu anh ta chọn hướng làm một người quản lý tốt).

Rủi ro đạo đức này sinh từ vấn đề giữa người đại lý - người ủy thác có thể còn tồi tệ hơn nếu Steve là một người hoàn toàn không ngay thật. Vì cửa hàng kem của anh ta là một nơi kinh doanh có tiền mặt, Steve có ý muốn rút túi 50.000 đôla tiền mặt và bảo bạn rằng lợi tức là zero. Bây giờ anh ta kiếm được lợi tức

50.000 đôla, mà bạn không được gì.

Những chỉ dẫn khác, rằng vấn đề người đại lý - người ủy thác nảy sinh từ các hợp đồng vốn cổ phần có thể là nghiêm trọng, được nêu trong những ví dụ về các người quản lý, những người này xây các văn phòng sang trọng cho bản thân hoặc dùng những xe hơi đắt tiền làm xe của công ty (một ví dụ bằng sơ đồ về thái độ như vậy, nêu trong phụ lục ở cuối chương này). Ngoài việc theo đuổi những lợi ích cá nhân, những người quản lý cũng có thể theo đuổi những chiến lược của công ty (ví dụ tìm cách mua lại những công ty khác) để đề cao quyền lực cá nhân nhưng không tăng được lợi ích của công ty.

Vấn đề người đại lý - người ủy thác sẽ không nảy sinh nếu những người sở hữu công ty có thông tin đầy đủ về những gì mà những người quản lý đang làm và có thể ngăn ngừa những chỉ tiêu vô ích hoặc gian lận. Vấn đề người đại lý - người ủy thác, là một ví dụ về rủi ro đạo đức chỉ nảy sinh vì một người quản lý, ví dụ Steve - có nhiều thông tin về các hoạt động của anh ta hơn là người nắm cổ phiếu - vì có thông tin không cân xứng. Vấn đề người đại lý - người ủy thác cũng không nảy sinh nếu một mình Steve sở hữu cửa hàng đó và không có sự tách biệt giữa sở hữu và quản lý. Trường hợp này sự làm việc nỗ lực của Steve và việc tránh những đầu tư không sinh lợi sẽ đem lại cho anh ta một lợi tức 50.000 đôla (thu nhập thêm), một món tiền sẽ bỏ công để anh ta làm một người quản lý tốt.

Những giải pháp cho vấn đề người đại lý - người ủy thác

Tạo thông tin giám sát. Bạn đã thấy rằng vấn đề người đại lý - người ủy thác xảy ra vì những người quản lý có nhiều thông tin về hoạt động của họ và về những lợi ích thực tế hơn là những cổ đông. Một cách để những cổ đông giảm vấn đề rủi ro đạo đức này là tiến hành một kiểu tạo thông tin riêng : sự giám sát các hoạt động của công ty : kiểm tra sổ sách của công ty một cách thường xuyên và kiểm tra những gì bộ phận quản lý đang làm. Vấn đề là quá trình giám sát này có thể tốn kém thì giờ và tiền bạc, đúng như tên mà các nhà kinh tế đặt cho nó **kiểm tra trạng thái đắt tiền**. Việc kiểm tra này khiến cho các hợp đồng vốn cổ phần kém hấp dẫn và nó giải thích một phần vì sao vốn cổ phần không là một bộ phận quan trọng trong cấu trúc tài chính của chúng ta.

Như với lựa chọn đối nghịch, vấn đề người đi xe không tốn tiền làm giảm số lượng sản xuất thông tin là sản xuất sẽ giảm vấn đề may rủi đạo đức (vấn đề người đại lý - người ủy thác). Trong ví dụ này, vấn đề người đi xe không tốn tiền làm giảm việc giám sát. Nếu bạn biết rằng những cổ đông khác đang trả tiền để giám sát các hoạt động của công ty mà bạn cũng giữ các cổ phần trong công ty đó, bạn có thể làm cuộc đi xe không mất tiền nhờ các hoạt động của họ. Rồi bạn có

thể dùng món tiền mà bạn tiết kiệm được do không thực hiện giám sát để đi nghỉ ở một hòn đảo vùng Caribbean. Nếu bạn có thể làm điều này, thì những người cổ đông khác cũng có thể làm như vậy. Có thể tất cả những cổ đông sẽ đi đến hòn đảo đó và sẽ không ai chi tiền cho việc giám sát công ty của bạn. Vấn đề may rủi đạo đức đối với những cổ phần khi ấy sẽ nghiêm trọng, làm cho các công ty gặp khó khăn trong việc phát hành chứng để thu vốn đầu tư.

Sự điều hành của chính phủ để tăng thông tin. Do vấn đề lựa chọn đối nghịch, chính phủ có ý muốn cố gắng giảm vấn đề may rủi đạo đức nảy sinh bởi thông tin không cân xứng. Các chính phủ ở mọi nơi có những luật lệ buộc các công ty tuân thủ những nguyên tắc kế toán chuẩn là những nguyên tắc khiến cho việc kiểm tra lợi tức dễ dàng hơn. Các chính phủ cũng thông qua những luật lệ áp đặt những hình phạt nghiêm khắc đối với những ai phạm tội gian lận che dấu hay an cấp lợi nhuận. Tuy vậy, những biện pháp này sẽ chỉ hữu hiệu một phần. Ngăn chặn được hình thức gian lận này không phải là dễ ; những người quản lý gian lận có ý muốn gây rất nhiều khó khăn cho các cơ quan chính phủ phát hiện hoặc chứng tỏ sự gian lận.

Sự trung gian tài chính. Những trung gian tài chính có khả năng tránh được vấn đề đi xe không tốn tiền khi có rủi ro đạo đức. Một trung gian tài chính trong cấu trúc tài chính của chúng ta, giúp giảm được rủi ro đạo đức nảy sinh từ vấn đề người đại lý - người ủy thác là **hãng vốn kinh doanh**. Các hãng vốn kinh doanh tập trung vốn từ các hội viên và dùng vốn này để giúp các công ty thầu khoán khởi sự các vụ kinh doanh mới. Để đổi lại việc cho vốn kinh doanh, hãng này nhận một số cổ phần trong vụ kinh doanh mới đó. Do sự kiểm tra thu nhập và lợi nhuận có một ý nghĩa rất quan trọng để ngăn ngừa rủi ro đạo đức, các hãng vốn kinh doanh thường đòi hỏi có một số người của họ ở trong bộ máy quản lý của công ty thầu khoán, ban giám đốc, do đó họ có thể giám sát chặt chẽ những hoạt động của công ty thầu khoán. Khi một hãng vốn kinh doanh cung cấp vốn khởi công, thì cổ phần vốn trong công ty thầu khoán không được chào bán cho bất cứ ai trừ hãng vốn kinh doanh nói trên. Như vậy, các nhà đầu tư khác không thể hưởng lợi "đi xe không tốn tiền" trong các hoạt động kiểm tra của hãng vốn kinh doanh. Kết quả của thỏa thuận này là hãng vốn kinh doanh đó có thể nắm được toàn bộ lợi ích về các hoạt động kiểm tra của mình, như vậy có khả năng giảm đến mức tối thiểu vấn đề rủi ro đạo đức.

Các hợp đồng nợ. Rủi ro đạo đức nảy sinh với một hợp đồng vốn cổ phần, hợp đồng này xác nhận quyền đòi lợi nhuận trong mọi tình huống, dù công ty đó kiếm được tiền hay tổn thất tiền. Nếu một hợp đồng có thể được soạn thảo sao cho rủi ro đạo đức chỉ xảy ra trong một số tình huống nào đó thì yêu cầu về giám

sát những người quản lý sẽ giảm đi và hợp đồng đó sẽ hấp dẫn hơn so với hợp đồng vốn cổ phần. Hợp đồng nợ nói trên đúng là có những thuộc tính này bởi vì nó là một sự thỏa thuận theo hợp đồng của người vay thanh toán cho người cho vay những khoản đôla cố định trong những khoảng thời gian định kỳ. Khi công ty (bên vay) có một lợi nhuận cao, người cho vay nhận được các món thanh toán theo hợp đồng và không cần biết lợi nhuận chính xác của công ty là bao nhiêu. Nếu những người quản lý công ty này giấu lợi nhuận hoặc đeo đuổi những hoạt động vì lợi ích cá nhân không làm tăng lợi nhuận, người cho vay, không cần chú ý đến các hoạt động này chừng nào nó còn chưa làm trở ngại khả năng trả nợ đúng hạn của công ty đó. Chỉ khi công ty này không thể thanh toán nợ, và đang nằm trong tình trạng vỡ nợ, thì người cho vay cần kiểm tra tình hình lợi nhuận của công ty đó. Chỉ trong tình trạng này các người cho vay có liên quan hợp đồng nợ mới cần biết công ty này đã thu nhập bao nhiêu để nhận phần chia đích thực của mình.

Lợi ích của việc không cần thường xuyên giám sát công ty vay tiền, và do đó chi phí kiểm tra tình hình kinh doanh giảm thấp giúp giải thích vì sao các hợp đồng nợ được dùng thường xuyên hơn đến như vậy để tập hợp vốn đầu tư so với các hợp đồng vốn cổ phần. Như đã nhắc đến trong phần thảo luận về vấn đề 1, các vốn cổ phần chỉ chiếm một phần nhỏ trong số vốn bên ngoài mà các doanh nghiệp Mỹ tập hợp, 2%. Tất cả các nguồn khác để thu nhận vốn bên ngoài đều liên quan đến hợp đồng nợ. Khái niệm rủi ro đạo đức giải thích cho vấn đề vì sao các hợp đồng nợ thường thấy hơn nhiều trong hệ thống tài chính của chúng ta so với các hợp đồng vốn cổ phần.⁽³⁾

RỦI RO ĐẠO ĐỨC ẢNH HƯỞNG NHU THẾ NÀO ĐẾN CẤU TRÚC TÀI CHÍNH TRONG THỊ TRƯỜNG NỢ

Dù có những lợi ích như vừa được trình bày trên đây, các hợp đồng nợ vẫn còn chịu rủi ro đạo đức. Do một hợp đồng nợ chỉ đòi hỏi những người vay thanh toán một số tiền cố định và cho phép họ hưởng bất kỳ lợi nhuận nào còn lại, những người vay này có ý muốn nhận những dự án đầu tư có nhiều rủi ro hơn so với những người cho vay muốn.

(3) Một yếu tố khuyến khích việc sử dụng các hợp đồng nợ hơn là các hợp đồng vốn cổ phần ở Mỹ, đó là luật thuế. Tiền trả lãi của các món nợ là một loại chi tiêu được khấu trừ đối với các công ty Mỹ. Ngược lại, tiền chia lãi cho những cổ đông thì không như vậy. Việc các công ty Mỹ ngày càng muốn dùng công cụ nợ để dung vốn hơn là dùng cổ phần vốn sẽ được thảo luận sâu hơn trong phụ lục của chương này.

Ví dụ, giả sử rằng do bạn lo lắng bạn khoan về việc kiểm tra lợi nhuận của cửa hàng kem của Steve, bạn bên quyết định không trở thành một người góp vốn cổ phần. Thay vào đó, bạn cho Steve vay 9000 đôla khai trương doanh nghiệp của anh ta, bạn có một hợp đồng nợ thanh toán cho bạn lãi suất 10%. Đối với bạn, đây là một vụ đầu tư chắc chắn thành công vì có một yêu cầu mạnh mẽ và đều đặn về kem ở cửa hàng bên cạnh. Tuy vậy khi bạn giao vốn cho Steve, thì giống như ông bác Melvin trước đây, anh ta có thể dùng nó vào một mục đích khác chứ không như bạn có ý định. Thay vì khai trương cửa hàng kem, Steve có thể dùng món vay 9000 đôla của bạn để đầu tư vào những thiết bị nghiên cứu hóa học vì anh ta cho rằng anh ta có một cơ hội 1/10 phát minh một thứ kem ăn kiêng tuyệt hảo không có calo.

Rõ ràng đây là một cuộc đầu tư rất rủi ro, nhưng nếu Steve thành công, anh ta sẽ trở thành triệu phú. Anh ta có ý muốn mạnh mẽ thực hiện vụ đầu tư rủi ro hơn vì cái lợi rất lớn sẽ đến với anh ta nếu anh ta thành công. Rõ ràng bạn sẽ rất phiền muộn nếu Steve dùng món cho vay của bạn vào vụ đầu tư rủi ro nói trên, vì nếu anh ta không thành công, điều này rất có thể xảy ra, bạn sẽ mất rất nhiều, nếu không nói là tất cả số tiền đã cho anh ta vay. Tuy nhiên, nếu anh ta thành công, bạn sẽ không được chia phần thành công của anh ta : mà vẫn chỉ có 10% lợi tức của món cho vay do gốc và lãi được cố định. Do tiềm năng của rủi ro đạo đức (Steve có thể dùng tiền của bạn để tài trợ cho một cuộc đầu tư rất mạo hiểm), có thể bạn sẽ không cho Steve vay tiền, tuy rằng cửa hàng kem bên hàng xóm là một vụ đầu tư tốt, nó sẽ đem lợi đến cho mọi người.

Các giải pháp cho vấn đề rủi ro đạo đức trong thị trường nợ

Giá trị tài sản ròng. Khi một người vay tiền có nhiều tiền vốn bởi vì giá trị tài sản ròng của anh ta (hiệu số giữa tài sản và nợ của anh ta) lớn, thì ý muốn lao vào rủi ro đạo đức sẽ giảm đi nhiều do chỗ anh ta có nhiều để mất. Để thấy điều này, một lần nữa ta hãy quay lại với Steve và cửa hàng kem của anh ta. Giả sử chi phí mở cửa hàng kem hay đầu tư thiết bị nghiên cứu nói trên là 100.000 đôla thay vì 10.000 đôla. Do đó Steve cần đưa 91.000 đôla tiền do anh ta sở hữu vào doanh nghiệp nói trên (thay vì 1000 đôla) cộng với 9000 đôla vay của bạn. Nay, nếu Steve không thành công trong việc phát minh ra thứ kem không có calo nói trên, anh ta sẽ mất nhiều, 91.000 đôla giá trị ròng (100.000 đôla trừ món vay 9000 đôla). Anh ta sẽ nghĩ nhiều về chuyện định thực hiện cuộc đầu tư rủi ro hơn và dễ có thể đầu tư vào cửa hàng kem hơn vì đây là sự đầu tư chắc chắn hơn. Do đó, khi Steve có nhiều tiền riêng hơn (giá trị ròng) trong doanh nghiệp dự tính,

bạn dễ có thể cho anh ta vay tiền hơn.

Một cách mô tả giải pháp mà giá trị tài sản ròng cao mang lại cho vấn đề rủi ro đạo đức là nói rằng nó khiến cho ý muốn ký hợp đồng vay nợ trở thành **tương hợp nhau**, tức là nó làm cho ý muốn của người vay ngang hàng với ý muốn của người cho vay. Người vay càng có nhiều giá trị tài sản ròng, anh ta càng có nhiều ý muốn xử sự theo chiều hướng mà người cho vay dự tính và mong muốn. Do đó, giá trị tài sản ròng của 1 người vay càng lớn hơn thì vấn đề rủi ro đạo đức trong hợp đồng nợ của người này càng nhỏ và công ty càng dễ vay hơn. Ngược lại, với một giá trị tài sản ròng nhỏ, vấn đề rủi ro đạo đức sẽ lớn hơn và công ty khó vay tiền hơn.

Việc giám sát và bất tuân theo những qui định hạn chế. Như ví dụ về Steve và cửa hàng kem của anh ta cho thấy, nếu bạn có thể chắc chắn rằng Steve không đầu tư vào bất cứ cái gì rủi ro hơn là cửa hàng kem này, thì bạn đáng cho anh ta vay tiền. Bạn có thể bảo đảm rằng Steve đầu tư tiền của bạn vào mục đích mà bạn muốn bằng cách viết ra những điều khoản qui định hạn chế ở trong hợp đồng nợ để hạn chế các hoạt động của công ty anh ta. Bằng cách giám sát các hoạt động của Steve để xem liệu anh ta có đang tuân theo những qui định hạn chế hay không và buộc anh ta phải tuân theo các qui định hạn chế nếu anh ta không theo, bạn có thể chắc chắn rằng anh ta sẽ không gây rủi ro cho bạn.

Những qui định hạn chế được nhấm vào việc giảm rủi ro đạo đức bằng cách loại bỏ những xử sự không mong muốn hoặc bằng cách khuyến khích những xử sự mong muốn. Có 4 kiểu qui định hạn chế để đạt đến mục tiêu này :

1. Những qui định hạn chế có thể được soạn ra để ngăn ngừa rủi ro đạo đức bằng cách không để cho người vay có những xử sự không mong muốn về sự thực hiện các dự án đầu tư có rủi ro. Một số qui định này đòi hỏi rằng một món tiền vay chỉ có thể được dùng để tài trợ những hoạt động được chỉ định sẵn ví dụ như mua thiết bị đã định hoặc mua các phát minh đã được nói trước. Những kiểu qui định khác hạn chế một công ty không thực hiện một số hoạt động rủi ro như mua các doanh nghiệp khác.

2. Những qui định hạn chế có thể khuyến khích người vay thực hiện các hoạt động mong muốn giúp cho món vay đó sẽ dễ có khả năng được hoàn trả hơn. Một qui định hạn chế thuộc loại này yêu cầu người trụ cột nuôi sống 1 gia đình mua bảo hiểm sinh mạng loại sẽ thanh toán hết số tiền vay thế chấp khi người đó chết. Những qui định hạn chế thuộc kiểu này cho các doanh nghiệp tập trung vào việc khuyến khích công ty vay giữ cho giá trị tài sản ròng của công ty cao vì

giá trị tài sản ròng của người vay cao hơn sẽ giảm rủi ro đạo đức và khiến cho người cho vay giảm bớt khả năng bị tổn thất. Những qui định hạn chế này qui định riêng rằng công ty này phải duy trì một lượng giá trị tối thiểu của một số loại tài sản nào đó tương ứng với tầm cỡ công ty này.

3. Do vật thế chấp là một sự bảo vệ có ý nghĩa quan trọng đối với người cho vay, những qui định hạn chế có thể khuyến khích người vay giữ cho vật thế chấp trong điều kiện tốt và chắc chắn rằng nó vẫn thuộc sở hữu của người vay đó. Đây là kiểu qui định hạn chế mà dân chúng, ví dụ như bạn hay tôi thường gặp nhất. Ví dụ, những hợp đồng vay mua ô tô đòi hỏi người sở hữu ô tô đó có bảo hiểm cho một số tối thiểu loại va đụng và bảo hiểm mất trộm và ngăn ngừa việc bán chiếc xe trừ khi món vay đó đã thanh toán xong. Tương tự, người nhận một món vay thế chấp nhà ở phải có đủ bảo hiểm cho ngôi nhà đó và phải thanh toán hết nợ khi vật sở hữu này được đem bán.

4. Những qui định hạn chế cũng đòi hỏi một công ty vay cung cấp thông tin về các hoạt động của công ty đó một cách định kỳ ở dạng báo cáo kết toán quý và báo cáo thu nhập, nhờ vậy mà người cho vay dễ giám sát công ty đó và ngăn ngừa rủi ro đạo đức. Kiểu qui định hạn chế này cũng có thể đạt điều kiện rằng người cho vay có quyền kiểm tra và thanh tra sổ sách kế toán của công ty này.

Nay chúng ta thấy vì sao các hợp đồng nợ thường là những tài liệu pháp lý phức tạp với rất nhiều hạn chế đối với thái độ cư xử của người vay - *vấn đề 8* : những hợp đồng nợ cần có những qui định hạn chế phức tạp để giảm rủi ro đạo đức đến mức tối thiểu.

Sự trung gian tài chính. Tuy các qui định hạn chế giúp giảm vấn đề rủi ro đạo đức, nhưng chúng không hoàn toàn loại bỏ được vấn đề này. Hầu như không thể viết được những qui định hạn chế để loại bỏ mọi hoạt động có rủi ro. Hơn thế, người vay có thể cũng có đủ khéo léo để tìm ra những sơ hở trong các qui định hạn chế khiến những qui định đó trở nên vô hiệu lực.

Một khó khăn khác với những qui định hạn chế là ở chỗ chúng phải được giám sát và cưỡng chế. Một qui định hạn chế coi như kém ý nghĩa nếu người vay có thể vi phạm nó do anh ta biết người cho vay đang không kiểm tra anh ta hoặc đang không sẵn lòng chi tiền để khởi sự những kiện cáo, nếu những qui định hạn chế bị vi phạm. Do việc giám sát và cưỡng chế thì hành những qui định hạn chế là tốn kém, vấn đề người đi xe không tốn tiền nảy sinh trong thị trường chứng khoán vay nợ (trái khoán) cũng giống như trong thị trường cổ phiếu. Nếu bạn biết rằng những người nắm giữ trái khoán khác đang giám sát và cưỡng chế thì

hành các qui định hạn chế, thì bạn có thể "đi xe không tốn tiền" dựa vào sự giám sát và cường chế thi hành của họ. Nhưng những người nắm giữ trái khoán khác cũng có thể làm như vậy, do đó kết cục có thể là nguồn tài liệu giành cho giám sát và cường chế thi hành những qui định hạn chế này sẽ không đủ so với cần thiết. Bởi vậy rủi ro đạo đức tiếp tục là vấn đề nghiêm trọng cho những món nợ có thể đem ra bán được.

Như ta đã thấy trước đây, những trung gian tài chính, đặc biệt là các ngân hàng, có khả năng tránh được vấn đề "người đi xe không tốn tiền" trong quá trình họ thực hiện các món cho vay riêng. Các món cho vay riêng là các món cho vay không thể đem ra mua bán được vì vậy không một ai khác có thể hưởng lợi đi xe không tốn tiền nhờ vào sự giám sát và cường chế thi hành của trung gian tài chính đã thực hiện các món cho vay đó. Người trung gian tài chính thực hiện các món cho vay riêng này sẽ nhận được những lợi ích của việc giám sát và cường chế mà họ làm và sẽ làm để giảm thiểu vấn đề may rủi đạo đức gắn liền với những hợp đồng vay nợ. Khái niệm về rủi ro đạo đức đã cung cấp cho chúng ta những lý do bổ sung vì sao những trung gian tài chính đóng một vai trò quan trọng hơn trong việc khơi nguồn vốn từ những người tiết kiệm tới những người vay so với những chứng khoán có thể đem mua bán như đã mô tả ở *vấn đề 1 + 4*.

Tóm tắt. Sự hiện diện của thông tin không cân xứng nói trước đây trong thị trường tài chính dẫn đến việc chọn lựa đối nghịch và vấn đề rủi ro đạo đức làm trở ngại hoạt động hữu hiệu của thị trường tài chính. Giải pháp cho các vấn đề này liên quan đến việc sản xuất và bán thông tin riêng, đến những điều hành của chính phủ nhằm tăng thông tin trong thị trường tài chính và đến sự quan trọng của vật thể chấp và giá trị tài sản ròng đối với những hợp đồng vay nợ, và đến việc giám sát, cường chế thi hành những qui định hạn chế. Khám phá cốt yếu rút ra từ sự phân tích của ta là ở chỗ sự tồn tại của vấn đề "người đi xe không tốn tiền" trong những chứng khoán có thể đem ra mua bán được như cổ phiếu và trái khoán chỉ ra rằng những trung gian tài chính, nhất là những ngân hàng, sẽ phải đóng một vai trò lớn hơn so với các thị trường chứng khoán, trong việc tài trợ cho các hoạt động kinh doanh như đã nêu. Sự phân tích kinh tế về hậu quả của sự chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức đã giúp giải thích những đặc điểm cơ bản của hệ thống tài chính của chúng ta. Do đó nó cũng đã mang lại những giải pháp cho 8 *vấn đề* về cấu trúc tài chính của chúng ta được nêu ra ở đầu chương này.

ỨNG DỤNG

NHỮNG KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH VÀ HOẠT ĐỘNG KINH TẾ TỔNG HỢP

Sự phân tích kinh tế về các tác dụng của lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức có thể giúp chúng ta hiểu **những khủng hoảng tài chính**, một sự đổ vỡ trầm trọng trong các thị trường tài chính được đặc trưng bởi những sụt giảm mạnh mẽ về giá tài sản và sự vỡ nợ của nhiều hãng tài chính và phi tài chính. Những cuộc khủng hoảng tài chính là vấn đề chung trong lịch sử của hầu hết các quốc gia. Nước Mỹ đã có những khủng hoảng tài chính quan trọng trong các năm 1819, 1837, 1857, 1873, 1884, 1893, 1907 và 1929-1933, nhưng sau đó chưa có một khủng hoảng tài chính nào cho tới nay⁽⁴⁾. Việc nghiên cứu các khủng hoảng tài chính cần thiết vì chúng đã dẫn đến những sa sút kinh tế nghiêm trọng trong quá khứ và có tiềm năng xảy ra trong tương lai.

Những khủng hoảng tài chính xảy ra khi vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức trong thị trường tài chính trở nên quá tồi tệ đến mức mà thị trường tài chính trở nên không còn khả năng khơi nguồn vốn một cách hữu hiệu từ những người tiết kiệm tới những người có những cơ hội đầu tư sinh lợi. Kết quả của sự bất lực của thị trường tài chính không hoạt động hữu hiệu là có một sự thu hẹp quan trọng các hoạt động kinh tế.

Những yếu tố gây ra các cuộc khủng hoảng tài chính

Có 5 yếu tố trong môi trường kinh tế có thể dẫn đến việc gây tồi tệ hơn một cách căn bản cho vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức trong các thị trường tài chính, và đưa đến một cuộc khủng hoảng tài chính: (1) Tăng lãi suất; (2) Sụt giảm ở thị trường cổ phiếu; (3) Sự sụt giảm bất ngờ về mức giá tổng hợp; (4) Tình trạng không chắc chắn tăng lên và; (5) Sự hoảng loạn ngân hàng.

Sự tăng lãi suất. Như ta đã thấy trước đây, những cá nhân và công ty với những dự án đầu tư rủi ro nhất chắc chắn là những người sẵn lòng chịu vay với

(4) Tuy ở Mỹ chưa xảy ra bất kỳ khủng hoảng kinh tế nào sau thời kỳ Đại suy thoái, nhưng đã có một vài trường hợp gần như khủng hoảng - Sự đổ vỡ thị trường cổ phiếu tháng 10/1987 là một ví dụ. Một lý do quan trọng vì sao Mỹ đã vượt qua được các cuộc khủng hoảng này là hành động kịp thời của Ủy trừ Liên bang để ngăn chặn các cuộc khủng hoảng qua những giai đoạn như thế trong tháng 10/1987. Chúng ta xem xét vai trò của Ủy trừ Liên bang đối với việc ngăn chặn khủng hoảng tài chính ở Chương 19.

lãi suất cao nhất. Nếu lãi suất trên thị trường được nâng lên một cách đầy đủ vì nhu cầu tín dụng tăng lên hoặc vì sự sụt giảm lượng tiền cung ứng, những vụ mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng tốt bớt có khả năng xảy ra, trong khi đó những vụ mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng xấu vẫn nhiều khả năng xảy ra. Do hậu quả việc này làm tăng lựa chọn đối nghịch khiến người cho vay sẽ không còn muốn thực hiện các món cho vay. Sự sụt giảm quan trọng trong việc cho vay dẫn đến sự sụt giảm quan trọng trong đầu tư và hoạt động kinh tế tổng hợp.

Sự sụt giảm ở thị trường cổ phiếu. Một sự sụt giảm mạnh trong thị trường cổ phiếu có thể làm tăng vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức trong các thị trường tài chính và tạo ra một cuộc khủng hoảng tài chính. Một sự sụt giảm trong thị trường cổ phiếu có nghĩa là giá trị tài sản ròng của các công ty đã giảm, do chỗ giá cổ phiếu là sự phản ánh giá trị tài sản ròng của một công ty. Sự sụt giảm giá trị tài sản ròng này xem như là một kết quả của sự sụt giảm ở thị trường cổ phiếu khiến cho những người cho vay giảm bớt ý định cho vay vì, như chúng ta đã thấy, giá trị tài sản ròng của một công ty có vai trò tương tự như vật thế chấp. Khi giá trị của vật bảo đảm này sụt giảm, thì nó bảo vệ ít hơn cho người cho vay, do đó tổn thất từ món cho vay dễ có khả năng là nghiêm trọng hơn. Do những người cho vay nay kém bảo vệ chống lại những hậu quả của lựa chọn đối nghịch hơn, họ giảm bớt việc cho vay của mình, việc này khiến cho việc đầu tư và tổng sản phẩm cuối cùng giảm.

Ngoài ra, sự sụt giảm nói trên về giá trị tài sản ròng công ty do sự sụt giảm ở thị trường cổ phiếu gây ra, làm tăng ý muốn gây rủi ro đạo đức ở những công ty đi vay để thực hiện những cuộc đầu tư rủi ro, bởi vì nay họ có ít hơn để mất nếu các cuộc đầu tư của họ có kết cục tồi tệ. Sự tăng rủi ro đạo đức kết cục khiến cho việc cho vay trở thành kém hấp dẫn - đây là một lý do khác vì sao một sự sụt giảm ở thị trường cổ phiếu và do đó một sự sụt giảm giá trị tài sản ròng, dẫn đến giảm bớt hoạt động cho vay và hoạt động kinh tế.

Những sụt giảm bất ngờ về mức giá. Sự sụt giảm bất ngờ về mức giá cũng làm giảm giá trị tài sản ròng của các công ty. Do việc thanh toán nợ đã được cố định theo hợp đồng thành những khoản danh nghĩa, một sự sụt giảm bất ngờ về mức giá làm tăng giá trị các món nợ của các công ty theo hiện vật (sự tăng sức nặng của món nợ này), nhưng không tăng giá trị thực của những tài sản của các công ty. Kết quả là giá trị ròng theo hiện vật (hiệu số giữa tài sản và nợ theo hiện vật) giảm. Do vậy, một sự sụt mạnh mức giá gây ra một sự sụt giảm quan trọng giá trị tài sản ròng thực và một sự tăng các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro

đạo đức đối mặt với những người cho vay. Một sự giảm bất ngờ về mức giá, như vậy, dẫn đến một kết cục mô tả trên đây trong đó hoạt động cho vay và hoạt động kinh tế giảm xuống.

Sự tăng tính không chắc chắn. Một sự tăng không bình thường tính không chắc chắn trong các thị trường tài chính, có thể do sự thất bại của một tổ chức tài chính hoặc phi tài chính nổi tiếng, một sự suy thoái, hoặc một sự đổ vỡ thị trường cổ phiếu gây ra, khiến cho những người cho vay khó phân biệt những vụ mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng tốt với những vụ mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng xấu : Kết quả là người cho vay không có khả năng giải quyết vấn đề lựa chọn đối nghịch, khiến cho họ giảm bớt ý định cho vay, đầu tư và hoạt động kinh tế tổng hợp.

Những vụ hoảng loạn ngân hàng. Các ngân hàng đóng một vai trò trung gian tài chính quan trọng bằng việc tiến hành những hoạt động tạo thông tin, những hoạt động này tạo dễ dàng cho những cuộc đầu tư sinh lợi đối với nền kinh tế. Như vậy, một cuộc khủng hoảng tài chính trong đó nhiều ngân hàng không còn kinh doanh được nữa (được gọi là một vụ hoảng loạn ngân hàng) làm giảm tổng số những hoạt động trung gian tài chính mà ngân hàng thực hiện, và như thế, dẫn đến một sự giảm về đầu tư và hoạt động kinh tế tổng hợp. Một sự giảm số lượng các ngân hàng trong một cuộc khủng hoảng tài chính cũng làm giảm sự cung ứng vốn cho những người vay, điều này dẫn đến việc tăng lãi suất cao hơn. Do một sự tăng lãi suất cũng làm tăng sự lựa chọn đối nghịch trong thị trường tín dụng, các vụ hoảng loạn ngân hàng cũng làm tăng thêm sự suy giảm hoạt động kinh tế qua kênh này.

Hướng dẫn nghiên cứu

Để hiểu đầy đủ xem cái gì đã xảy ra trong một cuộc khủng hoảng tài chính, bạn hãy làm sao có thể chắc chắn nói lên lý do vì sao mỗi một trong 5 yếu tố nói trên là : (1) sự tăng lãi suất, (2) sự sụt giảm ở thị trường cổ phiếu, (3) sự sụt giảm bất ngờ về mức giá tổng hợp, (4) sự tăng tính không chắc chắn và (5) các vụ hoảng loạn ngân hàng, làm tăng các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức, và những việc này đến lượt mình dẫn đến một sự sụt giảm hoạt động kinh tế. Để giúp bạn phân giải một cuộc khủng hoảng tài chính mô tả dưới đây, bạn có thể đối chiếu với Hình 8.2 - là một sơ đồ về sự kế tiếp các hiện tượng trong một cuộc khủng hoảng tài chính.

Phân giải một cuộc khủng hoảng tài chính

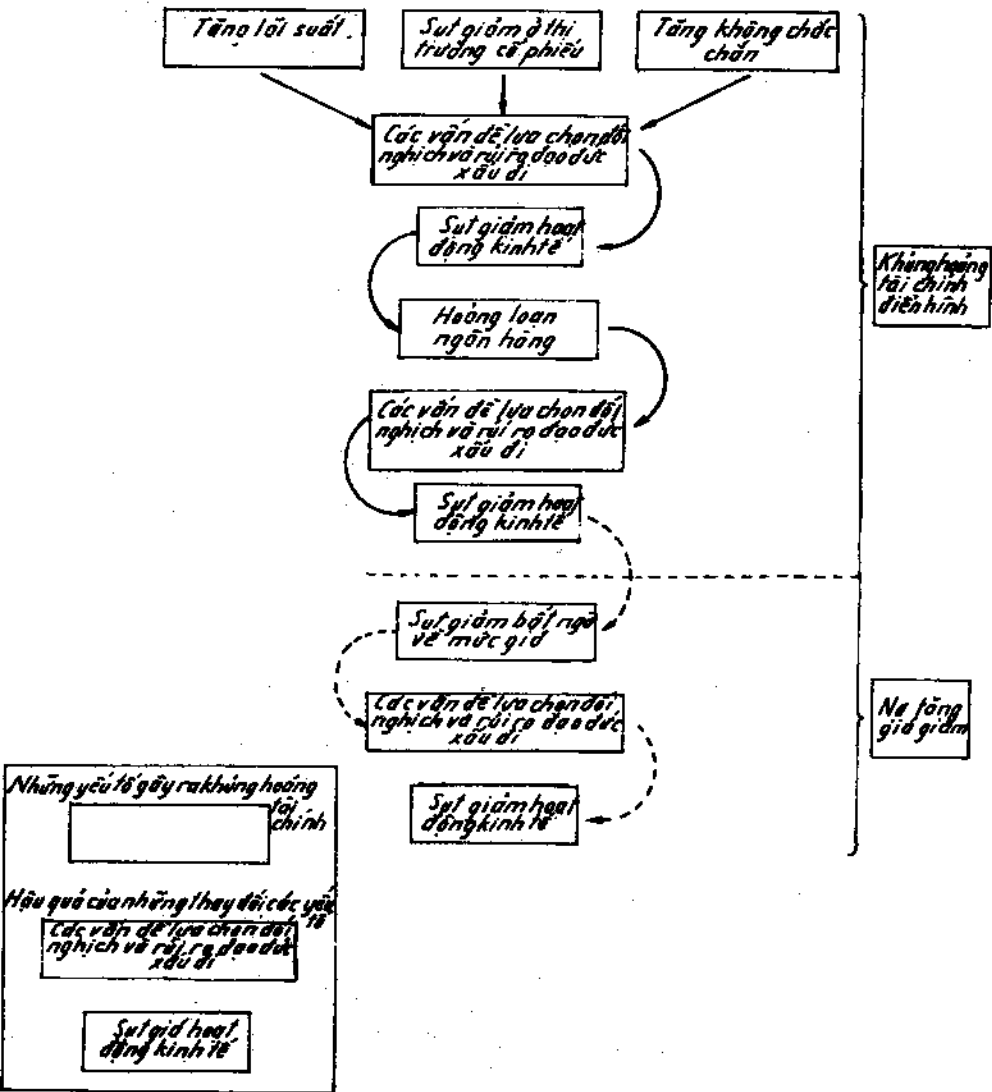
Chúng ta đã nghiên cứu 5 yếu tố có thể gây ra sự đổ vỡ nghiêm trọng trong các thị trường tài chính, nay ta có thể xem xét sự phân giải một cuộc khủng hoảng tài chính.

Hầu hết, các cuộc khủng hoảng tài chính ở Mỹ đã bắt đầu bằng sự tăng mạnh lãi suất, một sự tụt dốc thị trường cổ phiếu, và một sự tăng tính không chắc chắn hậu quả của một thất bại của những công ty tài chính và phi tài chính quan trọng (Công ty ủy thác & bảo hiểm sinh mạng Ohio, 1857, Công ty Northern Pacific Railroad and Jay Cooke, 1873, Công ty Grant & Ward, 1884, Công ty National Cordage 1893, Công ty Knickerbocker Trust 1907, và Ngân hàng Mỹ, 1930). Trong những giai đoạn khủng hoảng này, sự tăng tính không chắc chắn, sự tăng lãi suất và sự sụt giảm ở thị trường cổ phiếu đã làm tăng mức độ khắc nghiệt của những vấn đề lựa chọn đối nghịch trong các thị trường tín dụng; sự sụt giảm ở thị trường cổ phiếu cũng đã làm tăng vấn đề rủi ro đạo đức. Sự tăng các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức khi đó đã làm cho những người cho vay ít muốn cho vay hơn và đã dẫn đến một sự sụt giảm hoạt động đầu tư và hoạt động kinh tế tổng hợp.

Do những điều kiện kinh doanh xấu đi và do tính chất không chắc chắn về sự vững mạnh của những ngân hàng của họ (có thể những ngân hàng sẽ sụp đổ), những người gửi tiền đã bắt đầu rút vốn của họ khỏi các ngân hàng. Như ta đã thấy ở Chương 10 và 16, sự rút tiền hàng loạt khỏi các ngân hàng dẫn tới những vụ hoảng loạn ngân hàng. Sự sụt giảm số lượng ngân hàng do hậu quả này đã làm tăng lãi suất hơn nữa và đã làm giảm số lượng những hoạt động trung gian tài chính do ngân hàng thực hiện. Việc làm xấu thêm những vấn đề vốn dĩ do lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức gây ra đã đưa tới sự co hẹp nền kinh tế hơn nữa.

Sau cùng, đã có một sự phân loại những công ty không trả được nợ (thực sự phá sản) với những công ty vững mạnh qua những vụ kiện phá sản. Một quá trình giống như vậy đã xảy ra cho các ngân hàng, thường với sự giúp đỡ của những người có thẩm quyền công và tư. Khi cuộc phân loại này đã hoàn tất, tính không chắc chắn trong các thị trường tài chính giảm xuống, thị trường cổ phiếu khi đó trải qua một sự hồi phục, và lãi suất giảm. Kết quả chung lúc ấy là các vấn đề chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức đã giảm bớt và cuộc khủng hoảng tài chính đó đã lắng dịu đi. Với việc những thị trường tài chính lại có khả năng hoạt động tốt trở lại, giai đoạn đó được coi là sự hồi phục của nền kinh tế.

Tuy nhiên, nếu nền kinh tế suy sụp lúc đó dẫn đến sự giảm giá mạnh, quá trình hồi phục này sẽ bị chập mạch. Trong tình trạng đó, một quá trình được gọi



Hình 8.2. Phân giải một cuộc khủng hoảng tài chính. Những mũi tên liền nét và sự nối tiếp của các sự kiện trong một cuộc khủng hoảng tài chính điển hình; những mũi tên nét chấm chỉ rõ những sự kiện phụ nếu cuộc khủng hoảng tài chính này phát triển thành một cuộc nợ tăng - giá giảm.

là **nợ tăng - giá giảm** diễn ra, trong đó có một sự sụt giảm giá quan trọng, dẫn đến một sự tụt tệ hơn nữa về giá trị ròng của các công ty do gánh nặng nợ nần tăng lên. Khi sự nợ tăng - giá giảm xảy ra, các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức tiếp tục tăng lên do đó việc cho vay, việc chi tiêu đầu tư, và hoạt động kinh tế nói chung chịu trì trệ trong một thời gian dài. Một ví dụ quan trọng nhất về một cuộc khủng hoảng tài chính bao gồm cả sự nợ tăng - giá giảm là thời kỳ Đại suy thoái, thời kỳ thu hẹp kinh tế tụt tệ nhất trong lịch sử nước Mỹ (Bài đọc thêm 8.2).

(Bài đọc thêm 8.2).

Nghiên cứu riêng về một cuộc khủng hoảng tài chính :

Cuộc Đại suy thoái

Các chức cơ quan Dự trữ Liên bang đã coi sự tăng vọt giá cả ở thị trường cổ phiếu năm 1928 và 1929, trong đó giá cổ phiếu đã tăng gấp đôi, như một sự đầu cơ quá mạnh.

Để kiểm chế nó, họ đã theo đuổi một chính sách tiền tệ chặt chẽ để tăng lãi suất. Dự trữ Liên bang (Fed) đã thu được nhiều hơn so với mong đợi với sự đổ vỡ của thị trường cổ phiếu tháng 10/1929.

Tuy cuộc đổ vỡ năm 1929 đã có một tác động lớn đến suy nghĩ của cả một thế hệ, hầu hết dân chúng không quên rằng vào giữa năm 1930, quá nửa sự sụt giảm ở thị trường cổ phiếu đã được đảo ngược. Tuy nhiên, những gì đáng lẽ chỉ là một cuộc suy thoái thông thường đã chuyển thành khác hẳn với những chấn động đảo ngược tới giới nông gia, một sự sụt giảm liên tục trong thị trường cổ phiếu sau nửa cuối năm 1930, và các vụ sụp đổ ngân hàng từ tháng 10/1930 đến tận tháng 3/1933 trong đó hơn 1/3 ngân hàng ở Mỹ ngừng kinh doanh (việc này sẽ được nói kỹ hơn ở Chương 16).

Sự sụt giảm liên tục giá cổ phiếu sau nửa cuối 1930 (vào giữa năm 1932, cổ phiếu đã giảm đến 10% giá trị đỉnh của chúng ở năm 1929) và sự tăng tính không chắc chắn do những điều kiện kinh doanh không ổn định (do sự co hẹp kinh tế gây ra) đã làm cho các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức xấu thêm trong các thị trường tín dụng. Sự mất đi 1/3 số ngân

hàng đã giảm số lượng các hoạt động trung gian tài chính. Điều này đã làm tăng những vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức, và bởi vậy, làm giảm khả năng của thị trường tài chính trong việc khơi nguồn vốn từ những người tiết kiệm sang những người có cơ hội đầu tư sinh lợi. Như dự đoán trong phân tích của chúng ta, tổng số dư các món vay thương mại sụt mất một nửa từ 1929 đến 1933 và chi phí đầu tư đã suy sụp, giảm 90% so với mức năm 1929 của nó.

Sự chấp mạch trong quá trình hồi phục cần trở không cho sự hồi phục kinh tế diễn ra nhanh chóng, là điều thường xảy ra trong hầu hết các cuộc suy thoái, đã xuất hiện lúc ấy bởi vì có sự giảm mức giá là 25% trong giai đoạn 1930 - 1933.

Sự sụt giảm mức giá khổng lồ này đã gây nên quá trình nợ tăng - giá giảm trong đó giá trị ròng giảm xuống do gánh nặng nợ nần tăng lên mà các công ty phải chịu. Sự sụt giảm giá trị ròng đó và sự tăng các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức do hậu quả của nó trong các thị trường tín dụng nói trên đã đưa đến một sự thu hẹp kinh tế kéo dài trong đó tỉ lệ thất nghiệp đã tăng lên tới 25% lực lượng lao động. Cuộc khủng hoảng tài chính trong cuộc Đại suy thoái là tụt tệ nhất chưa từng có ở nước Mỹ và nó giải thích vì sao sự thu hẹp kinh tế này cũng là một cuộc thu hẹp nghiêm trọng nhất chưa từng có ở nước Mỹ.

TÓM TẮT

1. Có 8 vấn đề cơ bản về cấu trúc tài chính của chúng ta : Bốn vấn đề đầu tiên nhấn mạnh sự quan trọng của những trung gian tài chính và sự tương đối không quan trọng của các thị trường chứng khoán trong việc tài trợ cho các công ty, vấn đề thứ 5 thừa nhận rằng các thị trường tài chính nằm trong số những bộ phận thuộc nền kinh tế bị điều hành một cách ngặt nghèo nhất ; vấn đề thứ 6 nói rằng chỉ những công ty lớn, được thiết lập vững chắc mới với tới các thị trường chứng khoán ; vấn đề thứ 7 chỉ ra rằng vật thế chấp là một đặc điểm quan trọng của những hợp đồng vay nợ ; vấn đề thứ 8 trình bày các hợp đồng vay nợ như những tài liệu pháp lý phức tạp, áp đặt những hạn chế cơ bản đối với thái độ xử sự của người vay tiền.

2. Chi phí giao dịch đã loại trừ nhiều người có vốn tiền tiết kiệm nhỏ và những người vay các món tiền nhỏ khỏi sự liên hệ trực tiếp đến thị trường tài chính. Những trung gian tài chính có thể lợi thế về tầm cỡ kinh tế và có khả năng tốt hơn để phát triển sự tinh thông nhằm hạ thấp chi phí giao dịch, như vậy giúp cho những người tiết kiệm và những người vay tiền có thể hưởng lợi nhờ sự hiện diện của thị trường tài chính.

3. Thông tin không cân xứng dẫn đến hai vấn đề : chọn lựa đối nghịch, là vấn đề nảy sinh trước cuộc giao dịch và rủi ro đạo đức, là vấn đề nảy sinh sau cuộc giao dịch đó. Chọn lựa đối nghịch xảy ra khi những trường hợp vay tín dụng có triển vọng xấu là những trường hợp dễ có khả năng được vay nhất, và rủi ro đạo đức xảy ra khi người vay có ý

muốn thực hiện những hành động mà theo quan điểm của người cho vay là những hành động không mong muốn.

4. Lựa chọn đối nghịch cản trở sự hoạt động hữu hiệu của các thị trường tài chính. Giải pháp cho vấn đề chọn lựa đối nghịch bao gồm : việc sản xuất và bán thông tin riêng, sự điều hành của chính phủ nhằm tăng cung cấp thông tin, sự trung gian tài chính và vật thế chấp cùng với giá trị tài sản ròng. Vấn đề "người đi xe không tốn tiền" nảy sinh khi những người không chi tiền cho thông tin hưởng lợi bằng thông tin do người khác chi tiền. Vấn đề này giải thích vì sao những trung gian tài chính, đặc biệt các ngân hàng đóng vai trò quan trọng hơn trong mọi việc tài trợ cho những hoạt động kinh doanh so với các thị trường chứng khoán.

5. Rủi ro đạo đức trong những hợp đồng vốn cổ phần được gọi là vấn đề người đại lý - người ủy thác bởi vì người quản lý (người đại lý) có ít ý muốn đạt cực đại lợi nhuận so với những cổ đông (những người ủy thác). Vấn đề người đại lý - người ủy thác giải thích vì sao các hợp đồng vay nợ thịnh hành nhiều hơn đến như vậy trong thị trường tài chính so với các hợp đồng vốn cổ phần. Giải pháp cho vấn đề người đại lý - người ủy thác bao gồm : giám sát, điều hành của chính phủ để tăng thông tin và trung gian tài chính.

6. Những giải pháp cho vấn đề rủi ro đạo đức trong các hợp đồng vay nợ bao gồm : giá trị ròng, giám sát và cường chế thi hành các qui định hạn chế, và những trung gian tài chính.

7. Các cuộc khủng hoảng tài chính những đổ vỡ quan trọng trong các thị trường tài chính. Nguyên nhân những đổ vỡ này là vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức, chúng ngăn cản thị trường tài chính chuyển vốn tới những người có cơ hội đầu tư sinh lợi, do vậy đưa đến một sự thu hẹp rõ rệt

hoạt động kinh tế. Có 5 yếu tố dẫn đến những cuộc khủng hoảng tài chính : (1) Sự tăng lãi suất ; (2) Sự sụt giảm ở thị trường cổ phiếu ; (3) Sự sụt giảm bất ngờ về mức giá tổng hợp ; (4) Sự tăng tính không chắc chắn và (5) Các vụ hoảng loạn ngân hàng.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Sự tiết kiệm do quy mô giúp giải thích sự hiện diện của những trung gian tài chính như thế nào ?

*2. Hãy mô tả 2 phương pháp mà những trung gian tài chính dùng để hạ thấp chi phí giao dịch trong nền kinh tế.

3. Liệu rủi ro đạo đức và chọn lựa đối nghịch sẽ vẫn còn nảy sinh trong các thị trường tài chính hay không nếu thông tin không còn là thông tin không cân xứng ? Hãy giải thích vì sao ?

*4. Những nguyên tắc kế toán chuẩn mà chính phủ đòi hỏi thực hiện đã giúp cho các thị trường tài chính làm việc hữu hiệu hơn như thế nào ?

5. Bạn có nghĩ rằng vấn đề những quả chanh sẽ là nghiêm trọng hơn đối với những cổ phiếu được liệt kê tại Thị trường giao dịch chứng khoán New York hay là đối với những cổ phiếu được liệt kê tại thị trường trao tay ? Hãy giải thích.

*6. Những công ty loại nào sẽ có nhiều khả năng sử dụng tài trợ của ngân hàng hơn là phát hành trái khoán hay cổ phiếu để tài trợ cho hoạt động của mình ? Vì sao ?

7. Sự tồn tại của thông tin không cân xứng có thể mang lại một sự hợp lý cho những sự điều hành của chính phủ đối với các thị trường tài chính như thế nào ?

*8. Liệu bạn có sẵn lòng cho vay hơn đối

với một người đã đặt tất cả sự giành dục của cuộc đời của người đó vào sự nghiệp kinh doanh của mình hay đối với một người không làm như vậy ? Vì sao ?

9. Những người giàu thường lo ngại rằng một người nào đó sẽ cướp họ vì tiền của họ. Đây có phải là một ví dụ về vấn đề lựa chọn đối nghịch hay không ?

*10. Câu sau đây là đúng, sai, hay không chắc chắn : "Vật thế chấp cho một món vay càng có nhiều giá trị thì người cho vay càng ít lo lắng về lựa chọn đối nghịch".

11. Vấn đề "người đi xe không tốn tiền" làm cho các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức tồi tệ hơn trong thị trường tài chính như thế nào ?

*12. Hãy giải thích sự tách biệt giữa sự sở hữu và việc quản lý trong các công ty Mỹ có thể dẫn tới sự quản lý tồi như thế nào ?

13. Liệu một cuộc khủng hoảng tài chính dễ dàng có thể xảy ra hơn hay không khi nền kinh tế đang trải qua một cuộc giảm phát hay 1 cuộc lạm phát ? Hãy giải thích.

*14. Một cuộc sụp đổ ở thị trường cổ phiếu có thể giúp gây ra một cuộc khủng hoảng tài chính như thế nào ?

15. Một sự tăng mạnh về lãi suất có thể giúp gây ra một cuộc khủng hoảng tài chính như thế nào ?

PHỤ LỤC CHO CHƯƠNG 8

Cấu trúc lại công ty : Một phân tích kinh tế

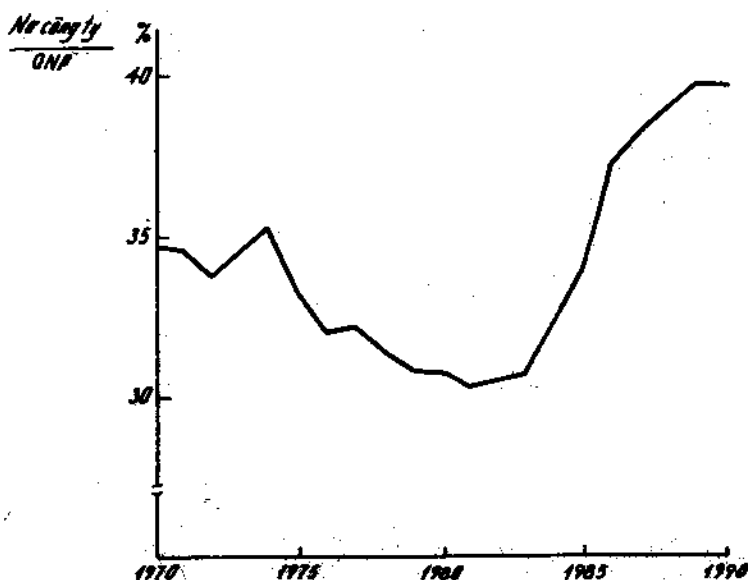
Một đặc điểm quan trọng của cấu trúc tài chính ở Mỹ là mức độ mà đến đó thì các doanh nghiệp được tài trợ bằng các món nợ chứ không phải bằng những hợp đồng vốn cổ phần. Trong những năm 1980, đã có một sự biến đổi quan trọng về phương diện này trong cấu trúc tài chính của chúng ta. Bắt đầu từ năm 1984, những phát hành mới của cổ phần vốn không còn được dùng để cấp vốn cho những hoạt động đầu tư trong nền kinh tế Mỹ; thay vào đó, những cổ phần vốn được các công ty Mỹ mua lại với tốc độ nhanh. Mỗi năm trong giai đoạn từ 1984 đến 1990, số phát hành thực các cổ phần vốn là âm, với mức mua lại vốn cổ phần thực trung bình là trên 75 tỷ đôla mỗi năm.

Do đã cam kết thực hiện mua lại những vốn cổ phần này, nợ nần của các công ty Mỹ đã bắt đầu tăng mạnh. Năm 1984, sự tăng món nợ của các công ty phi tài chính đã vượt trên 150 tỷ đôla một năm, trong những năm trước, nó đã tăng ở mức gần 50 tỷ đôla một năm. Trong mỗi năm từ 1984 đến 1990, tốc độ tăng giữ ở mức trên 100 tỷ đôla. Sự gia tăng các món nợ công ty được nêu trên Hình 8.A.1, cho biết mức nợ của các công ty phi tài chính so với GNP từ năm 1970. Từ 1970 đến 1983, nợ công ty đã tăng lên với một tốc độ chậm hơn so với GNP, và tỷ số nợ công ty trên GNP sụt giảm khoảng 31%. Bắt đầu từ 1984, tỷ số nợ/GRP đã bắt đầu tăng mạnh và tiến dần lên 40% năm 1990.

Điều gì giải thích sự thay đổi quan trọng này trong cấu trúc tài chính ở Mỹ? Vì sao nó đã xảy ra vào những năm 1980? Phải chăng sự tăng nợ công ty là một điều tốt cho nền kinh tế Mỹ? Để trả lời những câu hỏi đó, trong phụ lục này chúng ta thực hiện một phân tích kinh tế về sự cấu trúc lại công ty.

HỢP NHẤT, NĂM QUYỀN KIỂM SOÁT, VÀ MUA HẾT CÁC CỔ PHẦN CỦA MỘT CÔNG TY THEO KIỂU ĐÒN BẨY TRONG QUÁ TRÌNH CẤU TRÚC LẠI CÔNG TY

Một yếu tố quan trọng quyết định sự tăng không bình thường những món nợ công ty trong những năm 1980 là sự cấu trúc lại việc quản lý các công ty Mỹ thông qua việc **hợp nhất**, trong đó hai công ty kết hợp thành một công ty lớn hơn, hoặc thông qua việc mua lại những công ty, (còn gọi là **nắm quyền kiểm soát**), trong đó một nhóm nhà đầu tư hay một công ty mua một công ty khác. Những hoạt động trong thị trường này đã đạt đến các mức kỷ lục trong giữa những năm 1980 - gần 200 tỷ đôla một năm, và trong số 100 vụ hợp nhất hoặc nắm quyền kiểm soát lớn nhất từ trước đến nay, 90 vụ đã xảy ra từ năm 1979.



Hình 8A.1. Món nợ của các công ty phi tài chính so với GNP : 1970 - 1990.

Nguồn tài liệu : Federal Reserve Flow of Funds counts và báo cáo kinh tế của Tổng thống.

Phương pháp cơ bản của việc nắm quyền kiểm soát bằng tài chính và việc hợp nhất trong những năm 1980 là dùng các món nợ. Ví dụ : việc kiểm soát RJR-Nabisco với 25 tỷ đôla vào tháng 2/1989 là vụ nắm quyền kiểm soát lớn nhất chưa từng có ở Mỹ, đã được tài trợ qua việc sử dụng trên 25 tỷ đôla tiền vay nợ, trong đó hơn 1/2 là từ các ngân hàng rải rác trên toàn thế giới. Để hiểu vì sao số

tiền nợ của các công ty đã nhảy vọt trong những năm 1980, chúng ta cần trả lời 2 câu hỏi : Vì sao những hoạt động hợp nhất và nắm quyền kiểm soát đã tăng nhiều như vậy trong những năm 1980 và vì sao hoạt động này được tài trợ trước hết bằng cách phát hành những món nợ mới ?

Để trả lời 2 câu hỏi này, trước hết ta hãy xem xét các lý thuyết về vấn đề hoạt động hợp nhất và nắm quyền kiểm soát và việc tăng tiền vay nợ có thể là có lợi như thế nào. Sau đó chúng ta xem xét một vài phương diện tiêu cực của việc cấu trúc lại công ty khi chúng ta nghiên cứu xem việc tăng nợ công ty đã là tốt cho nền kinh tế hay không ?

Vấn đề người đại lý - ủy thác và lý thuyết dòng tiền mặt tự do

Đa số các công ty Mỹ lớn đều có đặc trưng là việc sở hữu và việc quản lý nó là hai vấn đề tách biệt. Những người quản lý chỉ sở hữu một phần nhỏ trong số những cổ phần vốn trong công ty của họ, nói chung là dưới 5%. Như ta đã thấy trong chương này, sự tách biệt giữa sự sở hữu và quản lý đưa tới một ví dụ đặc biệt về rủi ro đạo đức, vấn đề người đại lý - người ủy thác : những người quản lý (những người đại lý) công việc của họ, họ có thể hành động theo lợi ích của riêng họ hơn là theo lợi ích của những cổ đông - những người sở hữu (tức là những người ủy thác), bởi vì họ có ít ý muốn làm cực đại lợi ích chung so với những người sở hữu.

Vấn đề người đại lý - người ủy thác có thể dẫn đến một sự quản lý tồi bởi vì người đại lý không thể nỗ lực một cách đầy đủ để làm cho công ty trở thành có lợi như đáng ra nó phải có. Thay vào đó, những người quản lý có thể thực hiện những hoạt động làm lợi cho cá nhân họ chứ không làm lợi cho những cổ đông. Những người quản lý có thể khiến cho công ty phải trả tiền cho những chiếc máy bay phản lực sang trọng, cho những căn hộ lộng lẫy hoặc những người hầu gái cho cá nhân họ, những điều này làm lợi cho những người quản lý không tăng lợi nhuận (xem Bài đọc thêm 8 A.1). Hoặc để đề cao uy tín cho họ, những người quản lý có thể cho rằng cần mở mang công ty cho xứng đáng với mình, ngay cả việc làm không sinh lợi.

Michael Jensen thuộc Trường kinh doanh Harvard đã xây dựng một lý thuyết để giải thích khi nào thì vấn đề người đại lý - người ủy thác dễ có khả năng nhất dẫn đến những kết quả quản lý tồi. Lý thuyết của ông ta dựa trên khái niệm về **dòng tiền mặt tự do**.

BÀI ĐỌC THÊM 8A.1

F. Ross Johnson với việc nắm quyền kiểm soát RJR - Nabisco

Chiến tích của F. Ross Johnson với việc nắm quyền kiểm soát RJR - Nabisco cho thấy rằng dòng tiền mặt tự do lớn và phần sở hữu nhỏ có thể tạo ra những ý muốn quản lý theo hướng phục vụ các mục đích cá nhân nhưng dựa trên chi phí của những người giữ cổ phiếu.

RJR - Nabisco, một công ty thuốc lá và thực phẩm, đã có một thời kỳ có dòng tiền mặt quan trọng. Nhưng sự sụt giảm liên tục trong công nghiệp thuốc lá khiến công ty có rất ít cơ hội đầu tư có lợi nhuận, việc này làm cho công ty có một dòng tiền mặt tự do lớn. Như lý thuyết về dòng tiền mặt tự do dự báo, những người quản lý RJR - Nabisco đã theo đuổi những cuộc đầu tư không sinh lợi để tăng tầm cỡ doanh nghiệp của họ, bằng cách chi tiêu nhiều trăm triệu đôla cho việc nghiên cứu sản xuất một loại thuốc lá không có khói, việc này là một thất bại to lớn. Điều muốn nói trong ví dụ RJR - Nabisco là của giám đốc điều hành công ty, F. Ross Johnson, chi những món quá mức cho bổng lộc cá nhân. Một cộng sự ở RJR - Nabisco đã mô tả F. Ross Johnson với vẻ như là đang có một sự mặc cảm về "vương quyền của công ty" và rằng ông ta "đã khó mà nhớ lại quyền hành của mình là gì và quyền hành của công ty là gì". F. Ross Johnson đã dùng tiền

công ty bao 2 người hầu gái của riêng mình, thanh toán hơn một tá ngôi nhà và căn hộ, đóng tiền cho hai tá thành viên câu lạc bộ ở đồng quê, và mua một phi đội gồm 10 máy bay cho công ty, được gọi là một cách không chính thức là "lực lượng không quân RJR". Thái độ cư xử của F. Ross Johnson là một ví dụ về vấn đề người đại lý, - người ủy thác trong thực tiễn.

Dòng tiền mặt tự do khổng lồ đó và những ý muốn do hậu quả của dòng tiền đó khiến cho những người quản lý công ty tiêu phí chúng bằng cách để công ty thực hiện những hoạt động không sinh lợi khiến cho RJR - Nabisco bị nắm quyền kiểm soát. Sau đó Johnson và các ủy viên quản trị cao cấp của công ty này đã cố sắp đặt để mua công ty với giá 17 tỷ đôla vào tháng 10/1988 nhưng không thành, cuối cùng một nhóm do Henry Kravis cầm đầu đã mua nó với giá 25 tỷ đôla vào tháng 2/1989. Sau cuộc nắm quyền kiểm soát này, cuộc nắm quyền lớn nhất trong lịch sử nước Mỹ. Johnson đã bị sa thải, và ban quản trị mới đã hùn nhiều đồ đạc của công ty của ông ta đúng như phân tích của chúng ta dự đoán. Johnson thua trong vụ đấu thầu RJR - Nabisco, nhưng chúng ta không phải tiếc cho ông ta: hành trạng chia tay để lại cho ông ta 53 triệu đôla.

Dòng tiền mặt là hiệu số giữa tiền mặt nhập vào và tiền mặt chi ra (bao gồm cả tiền lãi và lãi cổ phần) (*) trong khi đó **dòng tiền mặt tự do** là lượng của dòng tiền mặt vượt quá lượng tiền cần cho những cơ hội đầu tư sinh lợi mở ra cho công ty. Nếu cửa hàng kem của Steve thu được một dòng tiền mặt 25.000 đôla và tuy thế việc mở rộng cửa hàng kem này sẽ là không sinh lợi, thì dòng tiền mặt tự do trong trường hợp này là 25.000 đôla. Nếu việc đổi mới để mở rộng cửa hàng tốn 10.000 đôla và là có sinh lợi, thì dòng tiền mặt tự do sẽ là 15.000 đôla. (25.000 đôla dòng tiền mặt tự do - 10.000 đôla cho cơ hội đầu tư sinh lợi). Dòng tiền mặt tự do càng lớn, thì tổng số vốn mà một người quản lý có thể tiêu phí càng lớn. Đúng như Steve đã sẵn lòng giảm thấp lợi tức của cửa hàng của anh ta để theo đuổi những mục tiêu cá nhân do vấn đề người đại lý - người ủy thác, những người quản lý với một lượng lớn dòng tiền mặt tự do dưới quyền kiểm soát của họ là dễ có thể theo đuổi những mục tiêu cá nhân, vào chi tiêu của những cổ đông. Do vậy, dòng tiền mặt tự do lớn khiến cho kết quả quản lý càng có thể tồi tệ.

Những vụ nắm quyền kiểm soát được coi như một giải pháp cho vấn đề người đại lý - người ủy thác

Nếu một công ty có những người quản lý không có năng lực, hoặc có những người quản lý chi tiêu vốn liếng của công ty theo những cách không có lợi cho những cổ đông do dòng tiền mặt tự do lớn, thì những cổ đông có thể giải quyết bằng cách "đẩy kẻ ăn bám ra ngoài". Một cách để việc thái hời những người quản lý đó và bố trí một ban quản trị mới. Bạn có thể cho rằng những cổ đông có thể thực hiện sự thay đổi cần thiết đó một cách đơn giản, nhưng thực ra một sự thay đổi như vậy không phải là dễ. Trước hết, những cổ đông đó sẽ phải tốn thì giờ và tiền bạc để giám sát những người quản lý công ty để chắc chắn xem liệu họ có phải là những người không có năng lực hay không. Vấn đề "người đi xe không tốn tiền" khiến cho những cổ đông không phải luôn luôn có thể giám sát được thành tích của những người quản lý của họ. Hơn nữa, cơ chế luật pháp về điều hành công ty có thể gây khó khăn cho những cổ đông khi biểu quyết loại bỏ ban quản trị hiện hành. Ngoài ra, những đại diện của những cổ đông trong ban giám đốc có thể cũng rất miễn cưỡng hoặc chậm chạp trong việc thái hời những người quản lý xấu. Việc thái hời lập tức những người quản lý công ty ở cấp bậc cao nhất

(*) Dòng tiền mặt khác lợi nhuận bởi vì nó trừ đi tiền chi lãi cổ phần và thuế, trong khi lợi nhuận thì không như vậy. Mặt khác, lợi nhuận phải trừ các chi phí giám giá, trong khi đó, dòng tiền mặt không như vậy.

là trường hợp hiếm có. Do tất cả những trở ngại này, vấn đề người đại lý - ủy thác sẽ có thể không giải quyết được bằng những thay đổi nội tại trong ban quản trị.

Nếu những người quản lý tồi không thể bị loại bỏ bằng cách thải hồi, họ có thể bị loại bỏ bằng quá trình nắm quyền kiểm soát. Một nhóm những nhà đầu tư dưới sự hướng dẫn của một chuyên gia trong lĩnh vực quyền kiểm soát, như ông Henry Kravis, ông Carl Icahn hoặc một ông T.Boone Pickens nào đó có thể gắng mua công ty đó với một giá cao hơn giá thị trường hiện hành. Nếu họ thành công trong việc nắm quyền kiểm soát công ty, họ có thể bố trí những người quản lý mới có năng lực hơn, nhờ đó mà nâng cao lợi nhuận. Kết cục của việc nâng cao lợi nhuận này là giá cổ phần của công ty đó sẽ tăng và nhóm mua công ty sẽ hưởng lợi nhuận lâu dài khi các cổ phần sau vụ nắm quyền kiểm soát còn ở một giá cao hơn giá khi nắm quyền kiểm soát.

Trong khi các cuộc nắm quyền kiểm soát thực có thể làm tang hiệu quả kinh tế nếu họ thay thế những người quản lý tồi bằng những người quản lý tốt hơn, thì chỉ riêng việc dự kiến nắm quyền kiểm soát cũng có thể loại bỏ được mâu thuẫn lợi ích giữa những người sở hữu và những người quản lý và giúp giải quyết vấn đề người đại lý - ủy thác. Nếu một người quản lý hoạt động tồi, dễ có thể bị mất việc do công ty của người đó dễ có thể bị nắm quyền kiểm soát, thì người đó có thêm nhiều ý muốn trở thành một người quản lý tốt. Chứng nào còn có đủ những cuộc nắm quyền kiểm soát để khiến cho sự cảnh báo về việc nắm quyền kiểm soát là một sự cảnh báo đáng gờm, thì chỉ riêng lời cảnh báo đó thường cũng đủ để thúc đẩy cho công việc quản lý tốt lên.

Tăng tiền nợ được coi là một giải pháp cho vấn đề người đại lý - người ủy thác

Việc tăng tiền nợ của một công ty có thể đem lại cho những người quản lý ý muốn tốt hơn để hành động theo lợi ích của những cổ đông - những người sở hữu, và như vậy tiền nợ mang lại một phương pháp khác để giải quyết vấn đề giữa người đại lý - người ủy thác nói trên. Để biết việc này diễn ra như thế nào, ta hãy quay lại ví dụ về sự chung vốn của bạn với Steve. Nhớ lại rằng trong 10.000 đôla đầu tư vào cửa hàng của Steve, bạn đã chi ra 9.000 đôla và sở hữu 90% doanh nghiệp trong khi đó Steve đã chi 1.000 đô la và sở hữu 10%. Vấn đề trước mặt Steve là ở chỗ nếu anh ta làm việc cần cù và là một người quản lý tốt thì nhờ vậy cửa hàng thu lợi nhuận 50.000 đôla, anh ta chỉ nhận được 5.000 đôla, tức cổ phần 10% của anh ta. Vì anh ta chỉ thấy bỏ công làm một người quản lý tốt nếu anh ta

thu được một khoản bổ sung 10.000 đôla không kể lương, bởi vậy, ý muốn của một người quản lý tốt không đủ mạnh và do đó anh ta chọn làm một người quản lý tồi thay vì và như thế cửa hàng đó không thu được lợi nhuận.

Nay, giả sử rằng Steve có khả năng vay 9000 từ một ngân hàng với lãi suất 10% và mua các cổ phần trong doanh nghiệp của anh ta. Bạn sung sướng bán vì công ty này đang không có lợi nhuận gì cả. Kết quả là tình hình tài chính của công ty của bạn đã được cấu trúc lại do đó vốn cổ phần (các cổ phần sở hữu) đã được đổi thành món nợ (món vay ngân hàng Steve). Nay, khi Steve tự hỏi liệu anh ta có phải nỗ lực để làm một người quản lý tốt hay không, câu trả lời là có". Nay anh ta sở hữu 100% vốn cổ phần trong công ty đó và nếu anh ta là một người quản lý tốt, anh ta có 49100 đôla lợi nhuận (50000 đôla trừ 900 đô la tức 10% tiền trả lãi cho món vay ngân hàng 9000 đôla) - một món xứng với công lao thực hiện vai trò của một người quản lý hoàn hảo.

Việc cấu trúc lại tài chính của công ty này đã làm cho STEVE, người quản lý có thể tăng phần lợi nhuận, nhờ đó thúc đẩy ý muốn quản lý tốt hơn và loại bỏ được vấn đề giữa người đại lý - người ủy thác.

Việc cấu trúc lại công ty mà chúng ta vừa mô tả là một sự cấu trúc lại làm tăng **lực đòn bẩy** của công ty đó (tỷ số tiền nợ / vốn cổ phần). Tỷ số tiền nợ / vốn cổ phần trước đây là zero (có 10000 đôla vốn cổ phần, bạn sở hữu 90%, Steve sở hữu 10%, và không vay nợ), nay tăng tới 9 (9000 đôla nợ ngân hàng và 1000 đôla vốn cổ phần do Steve sở hữu). Một sự cấu trúc lại công ty, trong đó vốn cổ phần được thay thế bằng nợ và như thế lực đòn bẩy tăng lên như trong ví dụ ở đây, được gọi là **mua hết cổ phần kiểu đòn bẩy**. (Leveraged buy out - LBO). Nếu người quản lý công ty, như trong ví dụ của chúng ta, là một người sắp xếp vụ mua bán đó và kết cục sở hữu một phần lớn hơn công ty này, lúc ấy vụ mua bán này được gọi là bán hết cổ phần kiểu đòn bẩy cho người quản trị.

Trường hợp khác, một người ngoài cuộc có thể cấu trúc lại doanh nghiệp kem của Steve bằng cách vay 9000 đôla và bỏ thêm 1000 đôla để mua hết cả cổ phần của bạn và Steve. Trong trường hợp này, việc cấu trúc lại đó chính là một việc nắm quyền kiểm soát. Những ý muốn quản lý ở người ngoài cuộc vừa nói chắc chắn giống như những ý muốn ở Steve khi anh ta thực hiện việc cấu trúc lại nói trên. Người ngoài cuộc đó - người đã nắm quyền kiểm soát công ty trước đây của Steve, nay có quyền hưởng tất cả những lợi nhuận của công ty do vậy giảm được vấn đề người đại lý - người ủy thác. Việc cấu trúc lại theo phương thức LBO cũng

có thể xảy ra như một phần của một vụ dàn xếp hợp nhất. Điểm chủ chốt ở đây là dù rằng một vụ mua hết các cổ phần của một công ty kiểu đòn bẩy diễn ra như kết quả của một cuộc mua hết cổ phần do người quản lý thực hiện, hay của một vụ hợp nhất, hoặc của một vụ nắm quyền kiểm soát, sự tăng lực đòn bẩy (tỉ số giữa vay nợ và vốn cổ phần) giảm bớt vấn đề giữa người đại lý - người ủy thác và dẫn đến việc cải thiện tính năng của công ty đó.

Khi nào thì việc cấu trúc lại công ty dễ có thể xảy ra nhất

Chúng ta đã thấy rằng những cuộc nắm quyền kiểm soát có thể sinh lợi cho những chuyên gia về mua quyền kiểm soát (đôi khi bị gọi với nghĩa xấu là những kẻ cướp công ty) khi họ có thể thu được lợi nhuận nhiều hơn bằng cách bố trí một ban quản trị tốt hơn sau cuộc mua quyền kiểm soát đó. Lý thuyết dòng tiền mặt tự do bảo cho ta biết khi nào thì một cuộc nắm quyền kiểm soát dễ có thể xảy ra nhất vì nó gọi ra rằng những người quản lý sẽ có thành tích tồi hơn khi dòng tiền mặt tự do lớn. Dòng tiền mặt tự do lớn nghĩa là những người quản lý nó có thêm ý muốn chi tiêu vô ích và như vậy, họ dễ có thể hoạt động một cách tồi tệ. Trong một tình trạng như vậy, mức lợi đối với một cuộc nắm quyền kiểm soát sẽ lớn và do thế nó dễ có khả năng xảy ra.

Chuyên gia mua quyền kiểm soát đó cũng dễ có thể cấu trúc lại nền tài chính của một công ty có dòng tiền mặt tự do lớn để tăng nợ nần của công ty khi bỏ thầu mua nó. Như chúng ta đã thấy ở cửa hàng kem của Steve, tiền nợ tăng lên (lực đòn bẩy) cải thiện những ý muốn về quản lý và tăng lợi nhuận tiềm ẩn của công ty đó. Thực vậy, một ban quản trị thuộc loại cổ thủ, có thể là sẽ đáp ứng lại một đe dọa mua quyền kiểm soát, bằng cách tự bản thân cấu trúc lại công ty và cố gắng thực hiện cuộc mua hết cổ phần công ty theo kiểu đòn bẩy. Nếu họ làm như vậy ban quản trị sẽ có thêm nhiều ý muốn làm cực đại lợi nhuận của công ty, bởi vì họ sẽ nhận được phần lớn hơn số lợi nhuận mà công ty này có được.

Sự phân tích của Jensen về dòng tiền mặt tự do giúp giải thích xem những công ty nào dễ có thể bị nắm quyền kiểm soát nhất. Dòng tiền mặt tự do sẽ là lớn nhất ở những công ty thuộc các ngành công nghiệp nhiều lợi nhuận có dòng tiền mặt lớn, nhưng những công ty như vậy có triển vọng tăng trưởng thấp và do vậy có những cơ hội đầu tư tồi tệ. Những công ty này là những công ty dễ bị mua quyền kiểm soát nhất và dễ bị cấu trúc lại nhất với phương thức LBO. Thật vậy, nếu một ngành công nghiệp có lợi nhuận, song cần phải thu hẹp thì những công ty thuộc công nghiệp này đặc biệt dễ có dòng tiền mặt lớn và dễ bị đe dọa nắm

quyền kiểm soát. Công nghiệp thuốc lá với thị trường thuốc lá thu hẹp đúng là một công nghiệp như vậy - một sự thật giúp giải thích cuộc nắm quyền kiểm soát LBO lớn nhất cho tới nay, đó là trường hợp RJR - Nabisco đã nêu ở Bài đọc thêm 8A.1.

Vì sao sự cấu trúc lại các công ty đã xảy ra trong những năm 1980 ?

Lý thuyết dòng tiền mặt tự do cũng giúp giải thích vì sao những cuộc nắm quyền kiểm soát và sự tăng vọt số lượng LBO và hậu quả là sự tăng tiền vay nợ của các công ty đã xảy ra trong những năm 1980. Do kết quả của cuộc cạnh tranh nước ngoài tăng lên, do sự chín mùi của các ngành công nghiệp Mỹ và việc sửa đổi điều hành trong những năm 1980, nhiều công ty ở Mỹ đã trải qua sự tăng trưởng chậm, thậm chí còn bị co hẹp lại. Việc thiếu những cơ hội đầu tư trong những ngành công nghiệp như dầu mỏ, thuốc lá, truyền thông và chế biến thực phẩm đã làm tăng dòng tiền mặt tự do của những ngành này và tăng vấn đề người đại lý - người ủy thác khiến cho việc nắm quyền kiểm soát và LBO có lợi nhuận hơn. Không có gì ngạc nhiên đối với hậu quả là sự tăng vọt giá nắm quyền kiểm soát và LBO làm cho nhiều chuyên gia về mua quyền kiểm soát trở nên đặc biệt giàu có.

Những yếu tố tổ chức và chính trị cũng đã góp phần làm tăng vọt các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO trong những năm 1980. Sự cứng nhắc lỏng lẻo của những hạn chế mà các luật chống độc quyền quy định trong những năm thuộc chính quyền Reagan đã loại bỏ hàng rào ngăn cản hợp nhất và nắm quyền kiểm soát. Những sự cải tiến trong phương pháp tiến hành các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO cũng khiến những vụ như vậy dễ được thực hiện hơn và ít tốn kém hơn. Những cải tiến đó bao gồm việc thành lập những ngân hàng đầu tư ngày càng tinh vi, những nhà tư vấn luật pháp và những đổi mới về tài chính ví dụ sự ra đời của thị trường trái khoán bấp bênh giúp việc tài trợ cho những vụ nắm quyền kiểm soát và LBO được dễ dàng hơn. Sự sụp đổ thị trường trái khoán bấp bênh trong những năm cuối 1980 với việc cáo chung của Drexel Burnham (một công ty ngân hàng đầu tư, vốn là trụ cột trong lĩnh vực nắm quyền kiểm soát và LBO), tình trạng rắc rối của Donald Trump, và sự phá sản của nhiều công ty nổi tiếng như Campeau (công ty này đã được cấu trúc lại bằng LBO) tất cả có thể đã dẫn đến làm cho lực đòn bẩy giảm xuống và một sự suy giảm hoạt động nắm quyền kiểm soát trong tương lai. Ngoài ra, nhiều cơ quan lập pháp tiểu bang

cũng đã thông qua những pháp luật chống nắm quyền kiểm soát, ví dụ New York, New Jersey, Maryland, Pennsylvania, Connecticut, Illinois, Kentucky, Michigan, Ohio, Indiana và Minnesota; năm 1987 cơ quan dự trữ liên bang cũng đã áp dụng những hạn chế mới đối với việc sử dụng nợ trong một số vụ nắm quyền kiểm soát nào đó. Có nhiều khả năng là ở những năm 1990 sẽ giảm bớt các hoạt động nắm quyền kiểm soát và hợp nhất so với ở những năm 1980 và sự tăng chậm món nợ của các công ty. Như một chủ ngân hàng đầu tư đã tuyên bố gần đây "Nợ đang trở thành một từ có 4 chữ"³ (debts ở đây là những món nợ (nhiều nợ) còn debt là số ít. Từ có 4 chữ là debt, hàm ý là ít nợ đi).

ỨNG DỤNG

CẤU TRÚC LẠI CÔNG NGHIỆP

DẦU MỎ TRONG NHỮNG NĂM 1980

Vai trò của người đại lý - người ủy thác và của tiền mặt tự do trong việc kích thích những vụ nắm quyền kiểm soát và LBO có thể giúp giải thích vì sao hoạt động hợp nhất nắm quyền kiểm soát trong công nghiệp dầu mỏ nhiều hơn so với bất kỳ ngành công nghiệp nào khác trong những năm 1980. Việc tăng giá dầu trong năm 1973 và 1979 của các nước xuất khẩu dầu mỏ (OPEC) đã tạo ra dòng tiền mặt khổng lồ trong công nghiệp này ở những năm 1980. Ví dụ, trong năm 1984 dòng tiền mặt của 10 công ty dầu mỏ lớn nhất là 48,5 tỉ đôla tức trên 25% tổng số tiền mặt của 200 công ty lớn nhất ở Mỹ. Cũng ở thời gian này, công nghiệp dầu mỏ đó đang có các hoạt động lọc và phân phối dầu lớn quá mức và những khó khăn ngày càng tăng đã khiến cho các hoạt động thăm dò và khoan dầu không có lợi nhuận. Sự khan hiếm cơ hội đầu tư do hậu quả của việc nói trên và những dòng tiền mặt khổng lồ của nó lúc ấy có nghĩa là công nghiệp dầu mỏ đã có dòng tiền mặt tự do lớn nhất so với bất kỳ công nghiệp nào khác ở Mỹ.

Phù hợp với sự phân tích quan hệ giữa người ủy thác - người đại lý, những người quản lý với phần sở hữu nhỏ bé của họ trong công ty, đã tăng quyền lực và danh tiếng của cá nhân mình bằng cách mở rộng tầm cỡ công ty của họ với những chi phí to lớn cho việc thăm dò và sản xuất dầu mỏ mà không mang lại hoặc mang lại kết quả không đáng kể. Dòng tiền mặt tự do lớn cũng đã khiến

(3) Được trích dẫn từ Richard L. Kauffman, giám đốc các thị trường vốn đầu tư cổ phần thuộc công ty First Boston, ở Wayne Leslie "Những bản quyết toán trong những năm 1990: Nợ ít đi" *New York 7 me July 23-1990*.

những người quản lý các công ty dầu mỏ theo đuổi sự tăng trưởng bằng cách đầu tư vốn ra ngoài công nghiệp dầu mỏ. Công ty Mobil đã mua công ty Marcor là công ty mẹ của công ty Montgomery Ward ; Công ty Exxon đã mua công ty Reliance Electric và Vydec là những công ty chế tạo và công ty thiết bị van phòng ; một vài công ty dầu mỏ đã giành được những công ty mỏ (Sohio đã mua Kennecott, ARCO đã mua Anaconda Minerals và Amoco đã mua Cyprus Mines). Không trường hợp nào trong số các vụ mua bán này thành công. Tuy một số thất bại có thể do vận rủi (sự sụt giảm mạnh của giá khoáng sản trong những năm 1980), thực tế cho thấy rằng ban quản trị các công ty dầu mỏ đã có ít thông thạo những lĩnh vực bên ngoài công nghiệp của mình.

Giới quản trị công ty dầu mỏ rõ ràng đã không hoạt động cho lợi ích của những người giữ cổ phiếu, và những thay đổi về quản trị không phải là việc sẵn sàng được những người giữ cổ phiếu hoặc ban giám đốc chấp nhận. Cái lợi trong việc cấu trúc lại những công ty dầu mỏ và làm cho chúng có hiệu quả hơn đã là một cái lợi khổng lồ, và T. Boone Pickens thuộc công ty Mesa Petroleum đã nhận ra một cơ hội vàng. Những công ty dầu mỏ đã kháng cự lại nỗ lực của Pickens muốn nắm quyền kiểm soát các công ty của họ bằng việc hợp nhất. Trong quá trình này, họ đã tăng tiền vay nợ của mình và đã thanh toán một số lớn vốn đầu tư cho những người giữ cổ phiếu. Ngoài ra, họ cắt giảm chi tiêu về thăm dò và sản xuất và đã giảm khối lượng quá mức về lọc và phân phối dầu mỏ. Do các món chi tiêu vô ích đã được giảm, việc thanh toán cho những người giữ cổ phiếu đã tăng lên và những cái lợi thu được (trên cơ sở của những việc này) cho những người giữ cổ phiếu rất lớn : Những vụ hợp nhất của Gulf - Chevron, Getty - Texaco và Du Pont - Conoco đã làm tăng giá trị của những công ty này tính gộp lại là 17 tỉ đôla. Những công ty dầu mỏ khác như Phillips, Unocal và Arco đã tự cấu trúc lại bản thân bằng cách mua những cổ phiếu sở hữu của họ nhờ vay nợ và tiền mặt, tăng lãi cổ phần và giảm việc thăm dò và sản xuất. Sự tăng giá trị trên thị trường của những công ty này nhờ việc cấu trúc lại đã vượt quá 5 tỉ đôla.

Tuy những hoạt động của Pickens đã đem lại những món lợi khổng lồ cho những người giữ cổ phiếu của các công ty dầu mỏ, nhưng ông ta đã không thành công trong việc nắm quyền kiểm soát bất cứ công ty nào. Tuy nhiên, chúng ta không cần thương hại ông ta - những tài sản cổ phần công ty dầu mà ông ta thu được qua những vụ bỏ thầu nắm quyền kiểm soát đã tăng giá trị lên rất cao khi việc cấu trúc lại công ty dầu khiến những hãng này thu nhỏ lại và hoạt động hiệu quả hơn. Kết cục, T. Boone Pickens đã trở thành một trong những người giàu nhất nước Mỹ.

PHẢI CHẴNG VIỆC TĂNG NỢ CỦA CÁC CÔNG TY LÀ TỐT CHO NỀN KINH TẾ

Như Hình 8A.1 cho thấy, các vụ năm quyền kiểm soát và LBO đã dẫn đến việc tăng mạnh mẽ tiền nợ của các công ty Mỹ. Một kết quả của gánh nặng dịch vụ nợ ngày càng tăng là tỉ lệ thất bại trong kinh doanh cao đến mức gây sự bối rối trong những năm gần đây. Thật đáng ngạc nhiên, tỉ lệ các vụ phá sản vẫn tăng lên trong suốt 4 năm sau khi kết thúc cuộc suy thoái 1981 - 1982. Ngay cả cuối những năm 1980, là một thời kỳ kinh tế mở mang, các vụ phá sản vẫn xảy ra gấp hơn 2 lần tỉ lệ trung bình của giai đoạn 1953 - 1980. Liệu tiền vay nợ tăng lên do những vụ năm quyền kiểm soát và LBO có phải đã là điều tốt cho nền kinh tế? Sự phân tích người đại lý - người ủy thác cho tới nay đã nhấn mạnh đến lợi ích của các vụ năm quyền kiểm soát và LBO đó là những việc làm tăng tiền nợ của các công ty. Các vụ năm quyền kiểm soát và LBO có tính hợp lý về kinh tế là ở chỗ chúng làm tăng hiệu quả kinh tế qua việc cải thiện ý muốn quản lý. Để nghiên cứu xem liệu tiền vay nợ tăng lên có là một điều tốt hay không, chúng ta cần vượt qua sự phân tích người đại lý - người ủy thác.

Trong chương này, ta đã thấy rằng vấn đề người đại lý - người ủy thác không phải là dạng duy nhất của rủi ro đạo đức. Các hợp đồng vay nợ đưa đến một kiểu khác trong đó những người vay mang lấy quá nhiều rủi ro. Do nợ đòi hỏi công ty thanh toán một món cố định và cho công ty này được hưởng bất kỳ phần lợi nhuận nào vượt quá món cố định này, công ty ấy và những người quản lý của nó có rất nhiều lợi nhuận, nếu một cuộc đầu tư rủi ro trở nên thành công, trong khi đó người cho vay không thêm được gì. (Hãy nhớ lại rằng đây là trường hợp đầu tư của Steve để phát minh ra loại kem không có calo). Bởi vậy những người quản lý của các công ty với một số nợ lớn sau một LBO hay sau vụ năm quyền kiểm soát có ý muốn chọn các dự án đầu tư thật nhiều rủi ro. Vấn đề rủi ro đạo đức này có thể dẫn đến việc mang lấy nhiều rủi ro hơn chứ không là điều có lợi cho sức khỏe của nền kinh tế.

Với tiền nợ tăng lên sau một LBO hay sau một vụ năm quyền kiểm soát, một công ty cũng dễ có khả năng phải chịu đựng cuộc phá sản. Một chân động tồi tệ khiến cho nay công ty đó không có thể thanh toán các khoản trả lãi đặc biệt cao cho người cho vay. Không may, phá sản có kèm theo nhiều khoản chi phí quan trọng. Một trong số đó là những chi phí về luật pháp rất tốn kém. Một khi một công ty phải ra trước tòa án phá sản, thì có những mâu thuẫn nặng nề về lợi ích giữa những người cho vay (những người chủ nợ) và những cổ đông, và điều đó

làm cho những hoạt động của công ty gặp rất nhiều khó khăn. Ngoài ra, những hãng cung cấp cho công ty có thể không sẵn lòng chuyển giao hàng hóa cho công ty nữa vì họ không chắc chắn rằng họ sẽ được thanh toán tiền, điều này càng làm tê liệt các hoạt động của công ty. Những khó khăn thuộc loại này đã xảy ra cho công ty Campeau, một công ty Canada, công ty này sở hữu các cửa hàng tổng hợp nổi tiếng như Bloomingdale's, Jordan Marsh và Burdine's, công ty này lâm vào tình trạng phá sản năm 1989 sau một cuộc mua hết cổ phần kiểu đòn bẩy đưa tới khoản thanh toán nợ rất lớn. Viên ngọc trên vương miện cửa hàng tổng hợp Campeau, Bloomingdale's phải chứng kiến sự thua thiệt vì khách hàng thiếu hàng hóa để mua.

Ngay cả nếu một công ty đã có "lực nâng kiểu đòn bẩy" mà không lâm vào tình trạng phá sản, tiền vay nợ lớn của nó thế cản trở nó trong những hợp đồng dài hạn với những người cung cấp, những khách hàng và những nhân viên, là những người dễ dè chừng một cuộc phá sản của nó. Những người quản lý của một công ty có những món tiền thanh toán lãi lớn sau một LBO hay sau một vụ nắm quyền kiểm soát cũng dễ có thể quản lý công ty theo chiến lược ngắn hạn chứ không theo chiến lược dài hạn ; ví dụ, có thể họ không đầu tư vào những khoản mục như nghiên cứu và phát triển (R & D) là những khoản mục cần thời gian dài mới thu được kết quả. Vấn đề ưu tiên ngắn hạn trong những hoạt động có thể trở thành đặc biệt nghiêm trọng khi một công ty với tiền vay nợ lớn lại đang đối mặt với một tình trạng kiệt quệ về tài chính. Khi ấy, nó có thể phải cắt giảm sản xuất, bán những tài sản có giá trị và bỏ những cơ hội đầu tư có lợi nhuận. Ví dụ, nếu sau 1 vụ mua hết cổ phần kiểu đòn bẩy, Steve trở nên lo lắng rằng anh ta không thể trả được lãi, anh ta có thể giảm chi phí bằng cách giảm bớt hàm lượng bơ trong kem của mình với hy vọng rằng khách hàng của anh ta sẽ không chú ý, ít nhất trong một thời gian ngắn.

Một vấn đề quan trọng khác là ở chỗ ngay cả nếu tiền vay nợ tăng lên giúp cải thiện được thành tích của các công ty riêng rẽ, nó có thể dẫn đến kết quả đối nghịch cho nền kinh tế nhìn tổng thể. Như đã mô tả ở chương này (ứng dụng cho những cuộc khủng hoảng tài chính), một vụ phá sản của một công ty có thể dẫn đến một sự cắt giảm sản xuất và nhân công, việc này đến lượt nó lại dẫn đến khó khăn tài chính ở một công ty khác. Một nền kinh tế có tính đòn bẩy cao với tiền vay nợ lớn hơn có thể khiến cho một loạt cuộc phá sản dây chuyền dễ xảy ra, với những hệ lụy quan trọng tiềm ẩn đối với nền kinh tế đó. Lực đòn bẩy tăng lên cũng có thể khiến cho một sự đổ vỡ tài chính (giống kiểu đã xảy ra trong cuộc Đại suy thoái) dễ phát sinh. Một loạt vụ phá sản dây chuyền có thể đe dọa sức khỏe

của hệ thống ngân hàng và điều này có thể là tai hại cho nền kinh tế (xem Bài đọc thêm 8.2 ở chương này). Thực vậy, nhiều nhà kinh tế lo lắng rằng tiền vay 1-ở công ty tăng lên có thể gây khó khăn cho cơ quan dự trữ Liên bang không kiểm chế được những cuộc khủng hoảng tài chính giống như cuộc khủng hoảng mà hầu hết chúng ta trải qua sau cuộc phá sản của Penn Central Bank năm 1970. Lực đòn bẩy tăng lên coi như một kết quả của những vụ nắm quyền kiểm soát hay LBO có thể khiến cho nền kinh tế của chúng ta trở nên dễ đổ vỡ và mất ổn định hơn - đây là một suy tư không vui vẻ.

Minh chứng cho những lợi ích và những tổn kém của các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO

Cuộc tranh luận xung quanh vấn đề nắm quyền kiểm soát và LBO đưa đến một nghiên cứu về việc liệu sự cấu trúc lại công ty có phải là một việc có lợi hay không. Ở đây, chúng ta sẽ xem xét minh chứng, cả ủng hộ lẫn chống lại ý tưởng cấu trúc lại công ty.

Minh chứng ủng hộ. Minh chứng đầu tiên thường được kể ra bởi những người tin rằng các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO cải thiện được thành tích kinh tế là ở chỗ những vụ mua quyền kiểm soát chắc chắn làm lợi cho những cổ đông của những công ty có mục tiêu. Những phần thưởng do giá vượt trên giá thị trường được thanh toán cho những cổ phần trong những vụ nắm quyền kiểm soát có tính chất không thân thiện tính trung bình vào khoảng 30% (nghĩa là một sự trả giá 130 đôla cho một cổ phần có giá gốc là 100 đôla), nhưng gần đây chúng còn cao hơn cả 50%. Cách giải thích đơn giản nhất cho vấn đề này là ở chỗ một vụ nắm quyền kiểm soát khiến cho sự hoạt động của công ty đó có hiệu quả hơn bởi vì vụ nắm quyền đó cải thiện việc quản lý và cải thiện cả những ý muốn quản lý. Những dự tính lợi nhuận cao hơn trong tương lai (do kết quả của sự cải thiện nói trên) của công ty được cấu trúc lại đó đã làm cho giá những cổ phần của công ty cao hơn. Bởi vì giá cổ phần cao hơn phản ánh hiệu quả của việc quản lý tăng lên, nó cho biết rằng vụ nắm quyền kiểm soát này là tốt cho nền kinh tế.

Còn có hai minh chứng khác ủng hộ cho quan điểm những vụ nắm quyền kiểm soát làm tăng hiệu quả kinh tế nhờ việc nó cải thiện công việc quản lý. Trước hết, những mục tiêu của việc nắm quyền kiểm soát thường là những công ty có những thành tích tồi tệ đúng như chúng ta dự tính, nếu những vụ mua

quyền kiểm soát diễn ra nhằm cải thiện tình hình quản lý. Thứ 2 là, một vài nghiên cứu đã nhận thấy rằng năng suất trung bình chắc chắn đã tăng ở những công ty đã được nắm quyền kiểm soát.

Minh chứng chống lại. Những người chỉ trích việc nắm quyền kiểm soát cho rằng có những sự giải thích khác về việc tăng giá trị của những công ty khi nó đã bị nắm quyền kiểm soát. Một khả năng là ở chỗ sự tăng giá thị trường của những công ty có mục tiêu là một sai lầm và không phản ánh những dự tính lợi nhuận tương lai cao hơn của những công ty này. Tuy đây chỉ là một khả năng, nó chắc chắn hàm ý rằng giá cả trên thị trường cổ phiếu đã không được liên hệ đến tính chất có lợi nhuận của công ty trong tương lai, một hàm ý mà từ đó những nhà kinh tế không hoàn toàn yên tâm.

Những người chỉ trích nghiêm khắc hơn đối với quan điểm cho rằng giá trị cao hơn của một công ty có mục tiêu sau một vụ nắm quyền kiểm soát hàm ý một sự cải thiện hiệu quả kinh tế tán thành rằng các vụ mua quyền kiểm soát dẫn đến tính có lợi nhuận cao hơn trong tương lai ở công ty có mục tiêu đó. Tuy thế, họ phản bác rằng những lợi nhuận cao hơn nói trên xảy ra không phải vì hiệu quả tăng lên mà do những thành phần khác như : chính phủ, những người lao động, những khách hàng và những người giữ trái khoán - đã bị tổn thất khi công ty này bị nắm quyền kiểm soát. Một sự thực đặc biệt quan trọng ở chỗ luật thuế ở Mỹ ủng hộ sự vay nợ hơn là vốn cổ phần lời vì tiền trả lãi cho những người cho vay là tiền được giảm thuế cho công ty đó, ngược lại, tiền chia lãi cổ phần thì không được như vậy. Như thế, chính phủ mất thuế thu nhập khi vốn cổ phần được đổi thành món vay nợ như trong hầu hết các vụ nắm quyền kiểm soát.

Một nghiên cứu khác đã phát hiện kết quả của một số vụ nắm quyền kiểm soát, những nhượng bộ về lương cho những người lao động đã bị lấy lại làm giảm thu nhập của họ. Ví dụ, một cuộc nghiên cứu đã thấy rằng những nhượng bộ về lương do các liên hiệp TWA chịu chấp nhận thì lớn hơn tiền thưởng mà Carl Icahn đã thanh toán cho những cổ đông TWA. Nếu một vụ nắm quyền kiểm soát dẫn đến kết quả làm tăng sự độc quyền ở một thị trường và do đó làm tăng giá hàng hóa của công ty đó bán ra, thì người mua phải chịu tổn thất. Những người giữ trái khoán cũng có thể thành những người chịu tổn thất lớn. Như đã từng xảy ra trong vụ LBO đối với RJR - Nabisco, do lực đòn bẩy cao của công ty này sau vụ nắm quyền kiểm soát đó làm tăng rủi ro gian lận đối với những trái khoán đã được phát hành trước đó và dẫn đến việc giảm giá trái khoán. Điều mâu chột

ở đây là ở chỗ lợi nhuận tương lai tăng lên, vốn là mục tiêu của việc nắm quyền kiểm soát trên thực tế, có thể được những thành viên khác trong nền kinh tế đó trả và không thể coi đó là dấu hiệu hiệu quả kinh tế đã tăng lên.

Những người chỉ trích các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO quy lỗi việc sụt giảm mức tăng trưởng của những hoạt động nghiên cứu và phát triển (R & D) từ năm 1984 là do làn sóng nắm quyền kiểm soát và LBO xảy ra từ đầu những năm 1980. Họ xác nhận rằng tiền vay nợ tăng lên sau một cuộc cấu trúc lại công ty khiến cho việc quản lý càng thêm có tính chất ngắn hạn, do đó không có đầu tư đầy đủ cho R & D (R & D cần có thời hạn dài để thu được kết quả). Họ nhận thấy những kết quả tiềm ẩn của các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO là tai hại cho nền kinh tế Mỹ bởi vì sự sụt giảm về R & D có thể khiến chúng ta khó hoàn thiện đất nước giống như nước Nhật.

Liệu minh chứng này có ủng hộ đối với một sự tăng chiều hướng ngắn hạn khi tiền vay nợ của công ty đó tăng lên sau việc cấu trúc lại công ty? Tuy có một số minh chứng rằng tiền vay nợ tăng lên sau việc cấu trúc lại công ty dẫn đến một sự giảm sút về R & D, nhưng tác dụng thực tế của các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO đối với R & D ở Mỹ là rất nhỏ.

Việc cấu trúc lại công ty dễ có khả năng xảy ra trong những ngành công nghiệp kỹ thuật thấp, lâu đời, đó là những ngành công nghiệp có dòng tiền mặt tự do cao nhất. Như thế, LBO và những vụ nắm quyền kiểm soát đã xảy ra trong những ngành công nghiệp mà ở đó R & D là tương đối ít quan trọng. Minh chứng gợi ra rằng nắm quyền kiểm soát và LBO không phải là nguyên nhân của việc sụt giảm sự tăng trưởng R & D ở Mỹ.

Ngay cả sau khi cân nhắc kỹ, tới mức độ mà một người nhìn nhận chứng cứ được thảo luận là ủng hộ cho quan điểm đó rằng những vụ nắm quyền kiểm soát và LBO thúc đẩy cho công việc quản lý có hiệu quả hơn, thì ban giám khảo vẫn sẽ xa lạ với ý muốn có những vụ nắm quyền kiểm soát và LBO. Chúng ta vẫn còn cần xem xét chứng cứ về việc tiền vay nợ tăng lên do việc nắm quyền kiểm soát và LBO có thể tác động như thế nào đến toàn bộ nền kinh tế. Những nghiên cứu về cuộc Đại suy thoái và về những giai đoạn khác trong đó những cuộc khủng hoảng tài chính đã xảy ra, cho biết rằng tiền vay nợ tăng lên có thể làm tăng mạnh tính chất nghiêm trọng của các cuộc suy thoái.

Hơn thế, các nghiên cứu gợi ra rằng một cuộc suy thoái nghiêm trọng có thể tương tác với một mức tiền vay nợ công ty lớn để gây ra một cuộc khủng hoảng những vụ phá sản dây chuyền nghiêm trọng. Do đó chứng cứ gợi ra rằng tiền vay nợ tăng lên làm cho nền kinh tế trở nên dễ đổ vỡ và như vậy có thể chứng minh về mối nguy hiểm.

Những nhà vạch chính sách sẽ phải làm gì đối với vấn đề LBO và nắm quyền kiểm soát

Cuộc thảo luận của chúng ta cho thấy rằng các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO có thể cải thiện các ý muốn quản lý và như vậy làm tăng hiệu quả kinh tế. Minh chứng đó mang lại một số ủng hộ cho quan niệm này, tuy rằng nó cũng gợi ra rằng các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO có thể đưa đến xu hướng thiên về một số hoạt động ngắn hạn của công ty. Do việc tăng hiệu quả trong các công ty Mỹ là đặc biệt quan trọng trong môi trường cạnh tranh kinh tế quốc tế cao ngày nay, đa số các nhà kinh tế không muốn ủng hộ việc cấm triệt để những vụ nắm quyền kiểm soát hoặc LBO. Ngoài ra, chúng ta đã thấy rằng những vụ nắm quyền kiểm soát và LBO có thể là kết quả của xu thế khuyến khích vay nợ trong luật lệ về thuế của chúng ta, và rằng tiền vay nợ cao do việc đó tạo ra có thể khiến cho toàn thể nền kinh tế trở thành dễ đổ vỡ hơn. Như vậy là có những lý do tốt để nghĩ rằng có quá nhiều tiền nợ ở trong nền kinh tế Mỹ. Nền kinh tế này đáng ra lúc này có thể tốt lên nếu những người vạch chính sách giảm các ý muốn hướng vào lực đòn bẩy bằng cách giảm ưu thế về thuế của tiền vay nợ so với vốn cổ phần. Những người vạch chính sách cũng có thể cố gắng thay đổi các quy tắc quản trị công ty giúp cho các cổ đông dễ dàng thay đổi việc quản lý hoặc viết ra những hợp đồng quản lý, nhờ đó đem lại cho những người quản lý các ý muốn tốt để hành động vì lợi ích của những người giữ cổ phiếu. Kết quả đó sẽ làm giảm được nhu cầu sử dụng lực đòn bẩy để bảo đảm cho công việc quản lý được tốt hơn.

CHƯƠNG 9

Ngân hàng và quản lý ngân hàng

LỜI DẪN

Do các ngân hàng (những tổ chức gửi tiền) đóng một vai trò quan trọng như vậy trong việc khơi nguồn vốn đến những người vay tiền có các cơ hội đầu tư sinh lợi, họ cũng giữ vai trò quan trọng trong việc bảo đảm cho nền kinh tế vận động nhịp nhàng, hữu hiệu. Ở Mỹ, các ngân hàng cung cấp hơn năm ngàn tỉ đôla tín dụng : họ cung cấp các món vay cho những doanh nghiệp, giúp chúng ta tài trợ cho những chương trình giáo dục ở nhà trường, mua một chiếc xe hơi mới, một ngôi nhà mới và cũng giúp cho chúng ta có các tài khoản séc và tài khoản tiết kiệm.

Trong chương này, chúng ta xem xét các ngân hàng (tức là những trung gian tài chính quan trọng nhất) hoạt động như thế nào để thu được lợi nhuận cao nhất có thể có ; họ thực hiện các món cho vay như thế nào và vì sao lại như vậy, họ gom vốn, quản lý tài sản có và tài sản nợ (còn gọi là nợ) của họ như thế nào và thu nhập như thế nào. Tuy chúng ta sẽ tập trung vào các ngân hàng thương mại vì họ nắm giữ 2/3 những tài sản có trong hệ thống ngân hàng, song những nguyên lý đó cũng hoàn toàn có thể áp dụng cho những hình thức tổ chức ngân hàng khác như các ngân hàng tiết kiệm cho vay, ngân hàng tiết kiệm tương trợ và các liên hiệp tín dụng.

BẢN QUYẾT TOÁN TÀI SẢN CỦA NGÂN HÀNG

Để hiểu xem một ngân hàng hoạt động như thế nào trước hết chúng ta cần xem xét **bản quyết toán tài sản của ngân hàng đó**, là bản kê các tài sản có và tài sản nợ của nó. Như hàm ý của tên gọi, bản quyết toán này liệt kê các kết số, tức là nó có đặc trưng :

$$\text{Tổng tài sản có} = \text{Tổng tài sản nợ} + \text{Vốn}$$

Hơn nữa, bản quyết toán tài sản của một ngân hàng liệt kê các *nguồn vốn* của ngân hàng (tài sản nợ) và *sử dụng vốn* (tài sản có). Các ngân hàng thu nhận vốn qua việc đi vay hoặc phát hành các tài sản nợ khác ví dụ các khoản tiền gửi. Sau đó, họ dùng vốn này để có được các tài sản có ví dụ các chứng khoán hoặc các khoản tiền cho vay. Thu nhập của các ngân hàng từ tài sản chứng khoán và các khoản tiền cho vay bù đắp lại các chi phí cho các tài sản nợ do nó phát hành và thu được một lợi nhuận như ý muốn. Bản quyết toán tài sản của tất cả các ngân hàng thương mại vào cuối năm 1990 được nêu trong Bảng 9.1.

Tài sản nợ

Một ngân hàng thu nhận vốn bằng cách phát hành (bán) những tài sản nợ (nguồn vốn), rồi vốn này có thể được dùng để mua những tài sản có mang lại thu nhập.

Các khoản tiền gửi có thể phát séc. Đây là những tài khoản ở một ngân hàng, người sở hữu chúng có quyền được phát séc cho những người thuộc bên thứ 3. Các khoản tiền gửi có thể phát séc gồm tất cả các tài khoản sau : tài khoản séc không có lãi (tiền gửi không kỳ hạn), các tài khoản NOW có lãi (NOW - negotiable order of withdrawal - lệnh thu hồi có thể mua bán), các tài khoản super - NOW, và các tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ (MMDAs) được đưa vào sử dụng năm 1982. Bảng 9.1 cho thấy tiền gửi có thể phát séc là một nguồn vốn quan trọng của ngân hàng chiếm 18% tài sản của ngân hàng. Đã có lúc chúng là nguồn vốn ngân hàng quan trọng nhất (trên 60% tài sản nợ ngân hàng năm 1960), nhưng tỉ lệ của chúng trong các tài sản nợ ngân hàng đã dần dần thu hẹp.

Tiền gửi có thể phát séc là tiền gửi có thể được thanh toán theo yêu cầu ; tức là, nếu người gửi tiền tới ngân hàng gửi và đòi thanh toán bằng cách viết ra một giấy rút tiền, ngân hàng đó sẽ thanh toán cho người đó ngay lập tức. Tương tự, nếu một người nhận được một tấm séc phát theo một tài khoản từ một ngân hàng, khi ngân hàng đó nhận được tấm séc này, ngân hàng đó phải chuyển lập tức số tiền ấy vào tài khoản của người đó.

Bảng 9.1 - Bản quyết toán tài sản của tất cả các ngân hàng thương mại, cuối năm 1990

(Mỗi mục tính theo % của tổng số)

Tài sản có (sử dụng vốn)		Tài sản nợ (nguồn vốn)	
(Theo thứ tự giảm của tính lỏng)			
Các khoản tiền dự trữ	2	Các khoản tiền gửi có thể phát séc	18
Các khoản tiền mặt trong quá trình thu	3	Các khoản tiền gửi phi giao dịch	
Tiền gửi ở các ngân hàng khác	2	Tiền gửi tiết kiệm	17
Các chứng khoán		Tiền gửi kỳ hạn loại nhỏ	
Của chính phủ và các cơ quan		(< 100.000 đôla)	19
của chính phủ Mỹ	13	Tiền gửi kỳ hạn loại lớn	15
Của chính quyền tiểu bang và		Các khoản tiền đi vay	24
địa phương và các chứng		Vốn ngân hàng	7
khoản khác	6		
Các khoản tiền cho vay			
Thương mại và công nghiệp	19		
Bất động sản	24		
Người tiêu dùng	11		
Giữa các ngân hàng	6		
Các khoản tiền cho vay khác	7		
Những tài sản khác	7		
(Ví dụ các vốn hiện vật)			
Tổng cộng	100	Tổng cộng	100

Tiền gửi có thể phát séc là một tài sản có đối với người gửi nó, bởi vì nó là một phần của cái của người gửi. Ngược lại, bởi vì người gửi tiền này có thể rút vốn khỏi tài khoản của ông ta, vốn đó ngân hàng có nghĩa vụ thanh toán, do đó các tiền gửi có thể phát séc là một tài sản nợ của ngân hàng. Tiền gửi này thường là nguồn vốn ngân hàng có phi tổn thấp nhất bởi vì những người gửi sẵn lòng bỏ qua một số tiền lãi để có được một tài sản lỏng có thể dùng mua hàng. Nhưng chi phí của ngân hàng cho việc duy trì tiền gửi có thể phát séc bao gồm tiền thanh toán lãi và những chi phí trong việc phục vụ những tài khoản này. [Xử lý và lưu giữ những séc đã thanh toán, soạn và gửi các thông báo tình hình hàng tháng, cung cấp những thủ quỹ có năng lực hoàn thành công việc (người hoặc máy), duy trì một tòa nhà gây được ấn tượng, và quảng cáo / marketing tới những khách hàng hấp dẫn để họ gửi vốn vào một ngân hàng nhất định nào đó].

Trong những năm gần đây, tiền lãi được thanh toán cho tiền gửi (loại có thể phát séc hoặc loại gửi có kỳ hạn) đã chiếm khoảng 50% tổng số phi tổn hoạt động

của các ngân hàng, trong khi đó, chi phí liên quan đến việc phục vụ các tài khoản (lương nhân viên, thuê nhà, v.v...) ở vào khoảng 35% phí tổn hoạt động.

Tiền gửi phi giao dịch. Tiền gửi phi giao dịch là nguồn vốn quan trọng nhất của ngân hàng (51% số tài sản nợ của ngân hàng ở Bảng 9.1). Chúng có đặc tính chung là được hưởng tiền lãi và người sở hữu chúng không được quyền phát séc. Mức lãi suất của chúng thường cao hơn tiền gửi tài khoản séc bởi vì những người gửi tiền đó không được hưởng nhiều dịch vụ như đối với các tài khoản séc. Tiền gửi phi giao dịch gồm 2 loại chính : Tài khoản tiết kiệm và tiền gửi kỳ hạn hay còn gọi là giấy chứng nhận tiền gửi (certificate of deposits - CD).

Những tài khoản tiết kiệm có lúc đã là loại tiền gửi phi giao dịch phổ biến nhất. Với những tài khoản này, vốn có thể được thêm vào hay rút ra bất kỳ lúc nào, những giao dịch và tiền thanh toán lãi được ghi trong một cuốn sổ nhỏ (sổ tiết kiệm do người sở hữu tài khoản giữ) hoặc trong thông báo tình hình hàng tháng. Về mặt kỹ thuật, dạng tiền gửi này không được rút khi yêu cầu (Ngân hàng có thể đợi đến 30 ngày để thanh toán) ; tuy nhiên, do sự cạnh tranh giành các món gửi, các ngân hàng cho phép những người gửi rút tiền khỏi các tài khoản tiết kiệm của họ ngay. Tiền gửi kỳ hạn có thời gian đến ngày mãn hạn cố định trước trong khoảng từ một vài tháng đến hơn 5 năm, và có những khoản phạt đáng kể cho trường hợp rút tiền trước hạn (bị mất tiền lãi của một vài tháng). Tiền gửi kỳ hạn loại nhỏ (dưới 100.000 đôla) là loại kém lòng hơn so với tiền gửi tiết kiệm có sổ tiết kiệm : chúng có lãi suất cao hơn và là một nguồn vốn có chi phí lớn hơn đối với các ngân hàng có hình thức gửi này.

Tiền gửi kỳ hạn loại lớn (CD) có thể có loại 100.000 đôla hoặc hơn và chủ yếu do các công ty hoặc các ngân hàng khác mua. CD loại lớn là loại có thể đem bán, do đó, giống như một trái khoán, chúng có thể được bán lại ở một thị trường cấp hai trước khi mãn hạn. Vì lý do này, loại CD có thể bán được này các công ty, các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ và các tổ chức tài chính khác nắm giữ như là tài sản thay thế cho các tín phiếu kho bạc và những trái khoán ngắn hạn khác. Từ 1961, lúc xuất hiện lần đầu, các CD có thể bán được này đã trở nên một nguồn vốn quan trọng của ngân hàng (15%).

Việc vay tiền. Các ngân hàng thu vốn vào bằng cách vay ở hệ thống Dự trữ Liên bang, ở các ngân hàng khác và ở các công ty. Trường hợp vay từ Fed thì được gọi là **tiền vay chiết khấu**, cũng còn được gọi là "tiền ứng trước". Các ngân hàng cũng vay các khoản dự trữ ngắn hạn của các ngân hàng Mỹ khác và các tổ chức tài chính trong thị trường quỹ Liên bang. Các nguồn vốn vay khác mà các ngân hàng có là : tiền vay từ những công ty mẹ của các ngân hàng (những công ty nắm giữ ngân hàng), những dàn xếp vay tiền các công ty (ví dụ như

những hợp đồng mua lại) vay mượn đôla châu Âu (tức là những tiền gửi bằng đôla thuộc các ngân hàng nước ngoài hoặc những chi nhánh ngoại quốc của các ngân hàng Mỹ). Tiền vay mượn đã trở thành một nguồn vốn quan trọng hơn của ngân hàng trong thời gian qua : năm 1960 chúng chỉ chiếm 2% tài sản nợ của ngân hàng, còn hiện nay chúng vượt quá 20%.

Vốn của ngân hàng. Hạng mục cuối cùng trong phần tài sản nợ của bản quyết toán tài sản ngân hàng là vốn của ngân hàng đó, tức là của cái thực của ngân hàng đó, nó bằng hiệu số giữa tổng tài sản có với tài sản nợ (7% tổng tài sản có của ngân hàng trong Bảng 9.1). Vốn này được tạo ra bằng cách bán cổ phần (cổ phiếu) mới hoặc từ các món lợi tức được giữ lại. Các vốn của ngân hàng là một cái đệm để chống đỡ sự sụt giảm giá trị của những tài sản có của ngân hàng đó, là điều có thể đẩy ngân hàng đến tình trạng không trả được nợ (trong đó, giá trị tài sản có của ngân hàng sụt giảm xuống thấp hơn tài sản nợ của nó, nên ngân hàng này bị phá sản). Một thành phần quan trọng vốn của ngân hàng là các dự trữ phòng mất tiền cho vay được mô tả ở Bài đọc thêm 9.1.

BÀI ĐỌC THÊM 9.1

Tìm hiểu về khoản dự trữ phòng mất tiền cho vay

Có thể bạn đã thấy những hàng tí trên báo nói về việc tăng mạnh những khoản dự trữ phòng mất tiền cho vay (nợ khó đòi). Thường có sự hiểu lầm quan trọng về các khoản dự trữ phòng mất tiền cho vay, có thể là vì chúng có tên gọi tương tự với các khoản tiền dự trữ trong một bản quyết toán tài sản ngân hàng. Thực tế, các khoản dự trữ phòng mất tiền cho vay không có liên quan gì đến khoản tài sản dự trữ trong bản quyết toán tài sản ngân hàng, mà chúng là một thành phần trong vốn đầu tư của ngân hàng.

Để thấy các khoản dự trữ phòng mất tiền cho vay tác dụng như thế nào, hãy giả sử rằng một ngân hàng nghi ngờ là một số khoản tiền cho vay của họ, ví dụ 1 triệu đôla, có thể là nợ khó đòi, và sẽ bị xóa sổ (giá trị bằng zero) trong tương lai. Ngân hàng này có thể để riêng ra 1 triệu đôla trong số tiền thu nhập của họ và đưa nó vào tài khoản dự trữ phòng mất tiền

cho vay. Như vậy, 1 triệu đôla này được coi là một phần vốn của ngân hàng đó. Kết quả của việc cộng thêm vào các dự trữ phòng mất tiền cho vay là ngân hàng đó giảm tiền thu nhập được báo cáo một khoản là 1 triệu đôla thực ra nó đã có tổng thu nhập của mình ngay cả trước khi các món nợ khó đòi được xóa sổ. Khi ngân hàng khẳng định rằng 1 triệu đôla tiền cho vay nói trên sẽ không bao giờ được hoàn trả và chính thức xóa sổ nó thì tài khoản dự trữ phòng mất tiền cho vay nói trên sẽ giảm đi 1 triệu đôla, tức là số tiền của món nợ khó đòi đó. Khi ấy tài sản có của ngân hàng bị giảm đi 1 triệu đôla, vốn của ngân hàng cũng như vậy. Tuy nhiên, vào lúc ấy, tiền thu nhập được báo cáo không bị tác động bởi việc món tiền cho vay đó bị xóa sổ. Việc cộng thêm vào khoản dự trữ phòng mất tiền cho vay vào một thời gian sớm trước tạo ra một cái đệm để thu hút món cho vay bị xóa sổ nói trên khi nó xảy ra.

Tài sản có

Tài sản có của ngân hàng là kết quả của việc sử dụng vốn của ngân hàng đó. Những tài sản có đưa lại thu nhập, tức những tài sản thu được tiền trả lãi, giúp cho ngân hàng tạo ra lợi nhuận.

Tiền dự trữ. Tất cả các ngân hàng giữ lại một phần trong số vốn mà họ thu được để gửi vào một tài khoản ở cơ quan Dự trữ Liên bang (Fed). **Tiền dự trữ** là tiền gửi vừa nói, cộng thêm với tiền mặt mà các ngân hàng cất giữ (được gọi là **tiền két** vì chúng được cất giữ trong các két ngân hàng qua đêm). Tuy tiền dự trữ hiện hành không có lãi, các ngân hàng vẫn giữ chúng vì 2 lý do. Trước hết, một số tiền dự trữ được gọi là **tiền dự trữ bắt buộc**, được giữ bởi vì theo luật định, Fed đòi hỏi cứ mỗi một đôla tiền gửi lại ngân hàng, phải có tỷ lệ nào đó (ví dụ 10%) phải được giữ làm tiền dự trữ. Tỷ lệ này (10% trong ví dụ trên), được gọi là tỷ lệ tiền dự trữ bắt buộc. Các khoản tiền dự trữ phụ, được gọi là **tiền dự trữ vượt quá**, được giữ vì chúng là lỏng nhất trong số mọi tài sản có của ngân hàng mà có thể được ngân hàng sử dụng để thực hiện nghĩa vụ khi tiền gửi được rút ra - hoặc trực tiếp do người gửi tiền đến rút ra hoặc gián tiếp khi có một séc được phát ra theo một tài khoản.

Tiền mặt trong quá trình thu. Giả sử, một séc, được phát theo một tài khoản ở một ngân hàng khác, được gửi vào ngân hàng của bạn và số tiền ở séc này còn chưa đến ngân hàng của bạn. Tờ séc này được coi như là tiền mặt trong quá trình thu, nó là một tài sản có đối với ngân hàng của bạn bởi vì nó có quyền đòi ở ngân hàng kia và số tiền này sẽ được thanh toán sau một ít ngày.

Tiền gửi ở các ngân hàng khác. Nhiều ngân hàng nhỏ gửi tiền trong những ngân hàng lớn để đổi lấy nhiều dịch vụ khác nhau như tập hợp séc, giao dịch ngoại tệ và giúp mua chứng khoán. Đây là một phần của một hệ thống được gọi là "hoạt động ngân hàng vãng lai".

Nói chung, tiền dự trữ, tiền mặt trong quá trình thu và tiền gửi trong các ngân hàng khác được coi như những khoản tiền mặt. Ở Bảng 9.1 chúng chỉ chiếm 7% tổng tài sản có và tầm quan trọng của chúng vẫn đang thu hẹp : ví dụ năm 1960, chúng đã chiếm 20% tổng tài sản có.

Các chứng khoán. Các chứng khoán của một ngân hàng là các tài sản có mang lại thu nhập quan trọng của ngân hàng đó : Các chứng khoán (đối với các

ngân hàng thương mại, chúng chỉ gồm những công cụ vay nợ vì các ngân hàng thương mại không được phép nắm giữ cổ phiếu) chiếm 19% tổng số tài sản có của ngân hàng ở Bảng 9.1 và chúng mang lại cho các ngân hàng thương mại 15% tổng số thu nhập của họ. Các chứng khoán này có thể được chia làm 3 loại : (1) chứng khoán của Chính phủ Mỹ và các cơ quan của Chính phủ ; (2) chứng khoán của chính quyền tiểu bang và chính quyền địa phương ; và (3) các chứng khoán khác. Các chứng khoán của Chính phủ Mỹ và của các cơ quan chính phủ là loại lỏng nhất vì chúng có thể mua bán hoặc trao đổi sang tiền mặt một cách dễ dàng với chi phí giao dịch thấp. Do tính lỏng cao của chúng, những chứng khoán của Chính phủ Mỹ loại ngắn hạn được gọi là **tiền dự trữ hạng 2**.

Các chứng khoán của chính quyền tiểu bang và chính quyền địa phương được các ngân hàng ưa thích nắm giữ không chỉ vì lợi ích về thuế (tiền trả lãi của chúng khấu trừ thuế đối với thuế thu nhập liên bang và đôi khi cả thuế thu nhập tiểu bang), mà còn do các chính quyền tiểu bang và chính quyền địa phương dễ có khả năng thực hiện kinh doanh với các ngân hàng nắm giữ các chứng khoán của họ. Các chứng khoán của chính quyền tiểu bang, chính quyền địa phương và các chứng khoán khác kém khả năng được mua bán hơn (do kém lỏng hơn) và cũng có nhiều rủi ro hơn so với các chứng khoán của chính phủ Mỹ trước hết là vì rủi ro vỡ nợ ; có một số khả năng là người phát hành ra các chứng khoán này không thể thanh toán tiền lãi hoặc hoàn trả mệnh giá của những chứng khoán này khi chúng mãn hạn. Do những chứng khoán này là kém lỏng và rủi ro hơn những chứng khoán của chính phủ Mỹ và của các cơ quan chính phủ Mỹ, lợi tức dự tính của chúng (sau thuế) cao hơn, như lý thuyết về lượng cầu tài sản báo trước.

Tiền cho vay. Các ngân hàng thu lợi nhuận chủ yếu bằng cách cho vay. Trong Bảng 9.1, 67% tài sản có của ngân hàng ở dạng tiền cho vay và trong những năm gần đây tạo ra hơn 60% thu nhập của ngân hàng. Tiền cho vay là một món nợ đối với cá nhân hoặc công ty nhận món đó, nhưng là một tài sản có đối với một ngân hàng vì nó mang lại thu nhập cho ngân hàng này. Nói chung tiền cho vay là kém lỏng so với các tài sản có khác bởi vì chúng không thể chuyển thành tiền mặt trước khi các khoản cho vay đó mãn hạn. Ví dụ nếu một ngân hàng có một khoản cho vay loại một năm, ngân hàng đó không thể thu lại vốn của mình trước khi khoản cho vay này đến hạn trả sau một năm. Các khoản tiền cho vay cũng có xác suất vỡ nợ cao hơn so với những tài sản có khác. Do thiếu tính lỏng và có rủi ro vỡ nợ cao hơn nên ngân hàng thu được lợi tức cao nhất nhờ vào các món cho vay.

Như bạn thấy trên Bảng 9.1, loại cho tiền vay lớn nhất đối với các ngân hàng thương mại là các món tiền cho vay thương mại và công nghiệp giành cho các doanh nghiệp và các món cho vay mua bất động sản. Các ngân hàng thương mại cũng thực hiện các món cho vay người tiêu dùng và cho nhau vay. Khoản tiền cho vay giữa các ngân hàng này là những món tiền cho vay ngắn hạn được thực hiện trong quỹ Liên bang ; Sự khác nhau chủ yếu trong những bản quyết toán tài sản của những tổ chức nhận tiền gửi khác nhau trước hết là ở loại cho vay mà các tổ chức nhận tiền gửi này chuyên môn hóa. Ví dụ, các ngân hàng tiết kiệm và cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương trợ chuyên vay thế chấp nhà ở, trong khi đó các liên hiệp tín dụng có xu thế chuyên cho vay tiêu dùng.

Những tài sản có khác. Các vốn hiện vật như các tòa nhà ngân hàng, các máy vi tính và những trang thiết bị khác do các ngân hàng sở hữu là thuộc loại tài sản này.

HOẠT ĐỘNG CƠ BẢN CỦA MỘT NGÂN HÀNG

Trước khi tiếp tục nghiên cứu sâu hơn về việc một ngân hàng quản lý tài sản có và tài sản nợ của mình như thế nào để tạo ra lợi nhuận cao nhất, bạn cần hiểu hoạt động cơ bản của một ngân hàng.

Nói chung, các ngân hàng thu lợi nhuận bằng cách bán những tài sản nợ có một số đặc tính (một kết hợp riêng về tính lỏng, rủi ro và lợi tức) và dùng tiền thu được để mua những tài sản có một số đặc tính khác. Như thế, các ngân hàng cung cấp một dịch vụ chuyển một loại tài sản thành một loại tài sản khác cho công chúng. Một người cho người hàng xóm của mình vay có thể chấp thay vì có thể gửi một món tiền tiết kiệm, món tiền cho phép ngân hàng đó cung cấp khoản vay đó cho người hàng xóm này. Thực vậy, ngân hàng này đã chuyển món tiền gửi tiết kiệm đó thành một món tiền cho vay thế chấp.

Quá trình chuyển các tài sản và cung cấp một loạt dịch vụ (thanh toán séc, ghi chép sổ sách, phân tích tín dụng v.v...) giống bất cứ quá trình sản xuất khác trong một hãng kinh doanh. Nếu một ngân hàng tạo ra những dịch vụ hữu ích với chi phí thấp và có được doanh thu cao nhờ vào tài sản có của mình, thì ngân hàng đó thu được lợi nhuận, nếu không, thì ngân hàng này chịu tổn thất.

Để cho sự phân tích của chúng ta về hoạt động cơ bản nói trên của một ngân hàng được cụ thể hơn, ta sẽ dùng một công cụ được gọi là một **tài khoản T**. Một tài khoản T là một bản quyết toán tài sản đơn giản hóa (nó trông giống chữ T), nó chi liệt kê những thay đổi xảy ra trong những khoản mục của bản quyết toán tài

sản ngân hàng bắt đầu từ một tư thế nào đó ở bản quyết toán ban đầu. Ví dụ, Jane Brown được tin First National Bank cung cấp dịch vụ tuyệt hảo, do đó cô mở một tài khoản séc với tờ giấy bạc 100 đôla. Nay cô có một khoản tiền gửi có thể phát séc 100 đôla ở ngân hàng này, điều đó xuất hiện dưới hình thức một tài sản nợ 100 đôla trên bản quyết toán tài sản của ngân hàng đó. Mặt khác, ngân hàng này lúc ấy đặt tờ 100 đôla của cô vào kết của mình do đó tài sản có của ngân hàng này tăng lên do tiền mặt trong kết tăng thêm 100 đôla.

Tài khoản T lúc này của ngân hàng đó như sau.

First National Bank

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền mặt trong kết	+ 100 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	+ 100 đôla

Do tiền mặt trong kết cũng là một phần trong các khoản tiền dự trữ của ngân hàng đó, chúng ta có thể viết lại tài khoản T này như sau :

Tài khoản có		Tài khoản nợ	
Tiền dự trữ	+ 100 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	+ 100 đôla

Chú ý rằng việc mở một tài khoản séc của Jane Brown đưa đến một sự tăng tiền dự trữ của ngân hàng bằng với sự tăng món tiền gửi có thể phát séc.

Nếu Jane Brown trước đó đã mở tài khoản của cô với một séc được phát từ một tài khoản ở một ngân hàng khác, ví dụ từ Second National Bank, ta sẽ được cùng một kết quả. Kết quả đầu tiên đối với tài khoản T của First National Bank như sau :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền mặt trong quá trình thu	+ 100 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	+ 100 đôla

Tiền gửi có thể phát séc tăng thêm 100 đôla như trước, nhưng nay First National Bank bị Second National Bank nợ 100 đôla. Tài khoản có này đối với First National Bank được điền vào tài khoản T với tư cách là 100 đôla "tiền mặt trong quá trình thu" do nay First National Bank cố thu món tiền vốn mà nó còn đang bị nợ này. Nó có thể tới thẳng Second National Bank và yêu cầu thanh toán món tiền này, nhưng nếu 2 ngân hàng đó ở 2 tiểu bang cách biệt, việc này sẽ là

một quá trình tổn thì giờ và tiền bạc. Thay vì vậy, First National Bank gửi tờ séc đó vào tài khoản của mình ở Fed, và Fed thu tiền đó từ Second National Bank. Kết quả là Fed chuyển 100 đôla dự trữ từ Second National Bank tới First National Bank và cuối cùng bản quyết toán tài sản của 2 ngân hàng này như sau :

First National Bank		Second National Bank	
Tài sản có	Tài sản nợ	Tài sản có	Tài sản nợ
Tiền dự trữ	Tiền gửi có thể phát	Tiền dự trữ	Tiền gửi có thể
+ 100 đôla	séc + 100 đôla	- 100 đôla	phát séc - 100 đôla

Quá trình được bắt đầu do Jane Brown có thể tóm tắt như sau : Khi một séc được phát ra theo một tài khoản ở một ngân hàng được gửi vào một ngân hàng khác, ngân hàng nhận món gửi này tăng được tiền dự trữ bằng với số tiền séc này, trong khi đó ngân hàng có tấm séc này được phát ra, thấy rõ rằng dự trữ của mình giảm cùng một lượng như thế. *Do đó, khi một ngân hàng nhận thêm tiền gửi, nó tăng thêm một số lượng tiền dự trữ bằng thế ; khi nó mất đi một số tiền gửi, nó bị mất một số lượng tiền dự trữ bằng thế.*

Hướng dẫn nghiên cứu

Tài khoản T được dùng để nghiên cứu nhiều chủ đề khác nhau trong nội dung cuốn sách này. Mỗi khi bạn thấy tài khoản T, hãy cố phân tích điều gì sẽ xảy ra nếu hoạt động gửi tiền đó diễn ra. Ví dụ : điều gì sẽ xảy ra nếu Jane Brown quyết định đóng tài khoản 100 đôla của cô ở First National Bank bằng cách phát một séc 100 đôla và gửi nó vào một tài khoản mới ở Second National Bank ?

Bây giờ thì bạn hiểu các ngân hàng tăng thêm hay mất bớt tiền dự trữ như thế nào, chúng ta có thể nghiên cứu xem một ngân hàng sẽ bố trí lại bản quyết toán tài sản của mình như thế nào để tạo ra lợi nhuận khi ngân hàng đó trải qua một thay đổi về số tiền gửi của nó. Ta hãy trở lại với tình huống trong đó First National Bank vừa nhận được thêm số tiền gửi có thể phát séc 100 đôla. Như bạn thấy, ngân hàng này được yêu cầu giữ một tỉ lệ nhất định tiền gửi có thể phát séc của mình làm tiền dự trữ bắt buộc. Nếu tỉ lệ đó (tỉ lệ dự trữ bắt buộc) là 10%, thì tiền dự trữ bắt buộc của First National Bank đã tăng thêm 10 đôla và ta có thể viết lại tài khoản T của nó như sau :

First National Bank

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ bắt buộc	+ 10 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	+ 100 đôla
Tiền dự trữ quá mức	+ 90 đôla		

Chúng ta hãy xem ngân hàng này sẽ làm lợi như thế nào nhờ có món tiền gửi có thể phát séc nói trên. Do các khoản tiền dự trữ không đem lại tiền lãi, ngân hàng này không có thu nhập từ 100 đôla tài sản có thêm này. Mặt khác, việc phục vụ thêm món 100 đôla tiền gửi có thể phát séc nói trên là tốn kém, vì ngân hàng này phải ghi chép sổ sách, chi tiêu cho thủ quỹ, hoàn trả những séc bị hủy bỏ, chi tiền cho việc thanh toán séc v.v... Ngân hàng này sẽ tổn thất tiền! Tình hình thậm chí còn tồi tệ hơn nếu ngân hàng này lại thanh toán lãi cho các món tiền gửi như với các tài khoản NOW. Nếu muốn tạo ra một lợi nhuận, ngân hàng này phải sử dụng toàn bộ hoặc một phần số 90 đôla tiền dự trữ quá mức này mà ngân hàng đang sẵn có trong tay.

Chúng ta hãy giả sử rằng ngân hàng này chọn giải pháp không giữ một khoản dự trữ quá mức nào, mà thay vào đó, thực hiện các món cho vay. Lúc này tài khoản T có dạng :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ bắt buộc	+ 10 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	+ 100 đôla
Tiền cho vay	+ 90 đôla		

Ngân hàng đó bây giờ thu được một lợi nhuận bởi vì nó giữ những tài sản nợ loại ngắn hạn như những món tiền gửi có thể phát séc và sử dụng tiền thu được để mua những tài sản có loại dài hạn ví dụ như những món cho vay với các lãi suất cao hơn. Quá trình chuyển đổi tài sản này thường được mô tả bằng cách nói rằng các ngân hàng kinh doanh theo kiểu "vay ngắn hạn và cho vay dài hạn". Ví dụ, nếu các món cho vay đó có một lãi suất 10% một năm, thì ngân hàng đó có thu nhập 9 đôla nhờ các món cho vay của mình trong năm đó. Nếu 100 đôla của tiền gửi có thể phát séc là loại tài khoản NOW với 5% lãi suất và nó phải chi 3 đôla khác cho việc phục vụ tài khoản này, thì chi phí một năm cho món tiền gửi này là 8 đôla. Lợi nhuận của ngân hàng này nhờ vào món tiền gửi mới đó lúc ấy sẽ là 1 đôla một năm (1% lợi tức của tài sản có).

NHỮNG NGUYÊN LÝ CHUNG CỦA VIỆC QUẢN LÝ TÀI SẢN CÓ VÀ TÀI SẢN NỢ CỦA NGÂN HÀNG

Nay bạn đã có một số khái niệm về việc một ngân hàng hoạt động như thế nào, chúng ta hãy xem một ngân hàng quản lý tài sản có và tài sản nợ của mình ra sao để thu được lợi nhuận cao nhất có thể có. Người quản lý một ngân hàng đó có 3 điều quan tâm hàng đầu. Thứ nhất là đảm bảo chắc chắn rằng ngân hàng đó sẵn có đủ tiền mặt để thanh toán cho những người gửi tiền của mình khi có **dòng tiền rút ra**, tức là khi các món tiền gửi bị những người gửi tiền rút tiền ra. Để giữ đủ tiền mặt trong tay, ngân hàng này phải thực hiện việc quản lý trạng thái lỏng, tức là việc giành được những tài sản đủ lỏng để đáp ứng được các trách nhiệm của ngân hàng này đối với những người gửi tiền. Thứ hai là giảm đến tối thiểu rủi ro bằng cách giành được những tài sản có với mức rủi ro vỡ nợ thấp và bằng cách đa dạng hóa việc nắm giữ những tài sản có (quản lý tài sản có). Thứ ba là giành được những tiền vốn có chi phí thấp (quản lý tài sản nợ).

Để hiểu một cách đầy đủ việc quản lý ngân hàng, chúng ta cần nghiên cứu những nguyên lý chung của việc quản lý tài sản có và tài sản nợ của ngân hàng được mô tả dưới đây và nghiên cứu một cách chi tiết hơn một ngân hàng quản lý tài sản có của nó như thế nào. Hai phần tiếp sau nữa sẽ thảo luận sâu sắc về việc một ngân hàng quản lý các tài sản có của mình ở dạng tiền cho vay như thế nào và ngân hàng đó làm sao để giảm đến tối thiểu **rủi ro lãi suất**, tức là tính rủi ro về thu nhập và lợi tức của những tài sản có của ngân hàng đó do những thay đổi về lãi suất tạo ra.

Việc quản lý khả năng tiền mặt và vai trò của tiền dự trữ

Chúng ta hãy xem một ngân hàng điển hình, First National Bank, có thể đối phó với dòng tiền rút ra xuất hiện khi những người gửi tiền ở ngân hàng này rút tiền mặt từ những tài khoản séc hoặc tài khoản tiết kiệm hoặc phát séc tới gửi ở các ngân hàng khác như thế nào. Trong ví dụ sau đây, chúng ta giả sử rằng ngân hàng này có tiền dự trữ quá mức dồi dào và rằng tất cả tiền gửi có cùng một tỉ lệ dự trữ bắt buộc như nhau là 10% (ngân hàng này bắt buộc giữ 10% số tiền gửi có thể phát séc và số tiền gửi có kỳ hạn làm khoản tiền dự trữ). Giả sử rằng bản quyết toán tài sản của First National Bank như sau :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	20 triệu đôla	Tiền gửi	100 triệu đôla
Tiền cho vay	80 triệu đôla	Vốn ngân hàng	10 triệu đôla
Chứng khoán	10 triệu đôla		

Các khoản tiền dự trữ bắt buộc của ngân hàng này là 10% của 100 triệu đôla, hoặc 10 triệu đôla. Do ngân hàng này giữ 20 triệu đôla tiền dự trữ, First National Bank có số tiền dự trữ quá mức là 10 triệu đôla. Nếu một dòng tiền rút gồm 10 triệu đôla xảy ra, bản quyết toán của ngân hàng đó trở thành :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	10 triệu đôla	Tiền gửi	90 triệu đôla
Tiền cho vay	80 triệu đôla	Vốn ngân hàng	10 triệu đôla
Chứng khoán	10 triệu đôla		

Ngân hàng mất 10 triệu đôla tiền gửi và 10 triệu đôla tiền dự trữ, nhưng do tiền dự trữ bắt buộc của nó nay là 10% của 90 triệu đôla mà thôi (9 triệu đôla), các khoản tiền dự trữ của nó vẫn vượt quá số tiền dự trữ bắt buộc là 1 triệu đôla. Tóm lại, *nếu một ngân hàng có những khoản tiền dự trữ dồi dào, một dòng tiền rút ra không đòi hỏi phải có những thay đổi ở các phần khác trong bản quyết toán tài sản của nó.*

Tình trạng đó hoàn toàn khác khi một ngân hàng giữ những khoản tiền dự trữ không đầy đủ. Chúng ta giả sử rằng thay vì việc nắm giữ hực đầu 10 triệu đôla tiền dự trữ quá mức, First National Bank thực hiện các món cho vay với 10 triệu đôla, do đó nó không giữ khoản tiền dự trữ quá mức nào. Bản quyết toán tài sản ban đầu của ngân hàng sẽ là :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	10 triệu đôla	Tiền gửi	100 triệu đôla
Tiền cho vay	90 triệu đôla	Vốn ngân hàng	10 triệu đôla
Chứng khoán	10 triệu đôla		

Khi nó phải chịu dòng tiền rút ra 10 triệu đôla, bản quyết toán tài sản của nó trở thành :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	0 triệu đôla	Tiền gửi	90 triệu đôla
Tiền cho vay	90 triệu đôla	Vốn ngân hàng	10 triệu đôla
Chứng khoán	10 triệu đôla		

Sau khi 10 triệu đôla đã được rút ra từ các món tiền gửi và vì thế từ các khoản tiền dự trữ, ngân hàng này có một khó khăn : Nó có một bắt buộc dự trữ tiền là 10% của 90 triệu đôla, tức 9 triệu đôla, nhưng nó không có tiền dự trữ ! Để loại bỏ sự thiếu hụt này, ngân hàng đó có thể thực hiện nhiều việc khác nhau. Ví dụ, nó có thể thu được 9 triệu đôla bằng cách giảm bớt các món tiền cho vay của mình một số lượng bằng món này và bằng cách đem gửi 9 triệu đôla đó vào Fed, làm tăng tiền dự trữ của nó lên 9 triệu đôla. Sự giao dịch này thay đổi bản quyết toán tài sản đó như sau :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	9 triệu đôla	Tiền gửi	90 triệu đôla
Tiền cho vay	81 triệu đôla	Vốn của ngân hàng	10 triệu đôla
Chứng khoán	10 triệu đôla		

First National Bank một lần nữa ở trong tình trạng tốt bởi vì 9 triệu đôla dự trữ của nó thỏa mãn đòi hỏi về khoản tiền dự trữ.

Tuy nhiên, quá trình giảm các món tiền cho vay này có thể rất tốn kém. Nếu First National Bank có nhiều món tiền cho vay ngắn hạn được gia hạn với những khoảng thời gian khá ngắn, nó có thể giảm tổng số dư tiền cho vay một cách khá nhanh bằng cách thu về các món tiền cho vay - tức là, bằng cách không gia hạn một số món cho vay khi các món này đến hạn trả. Không may đối với ngân hàng này, việc làm như vậy dễ có thể làm cho những khách hàng vay tiền của họ không được gia hạn sinh ra phản kháng, bởi vì họ không gây ra chuyện gì để đáng bị đối xử như vậy. Vì thế, họ có thể tiến hành kinh doanh ở nơi khác trong tương lai, một sự cố phải trả giá cho ngân hàng này.

Một phương pháp thứ 2 để ngân hàng giảm các món tiền cho vay của mình là bán tháo chứng cho các ngân hàng khác. Lần này cũng vậy, điều này có thể phải trả giá đắt vì các ngân hàng khác không trực tiếp biết rõ những khách hàng đã vay các món tiền đó và như vậy có thể họ không sẵn lòng mua các món cho vay đó theo đủ giá trị của chúng.

Một phương án chọn lựa khác là ngân hàng này bán một số chứng khoán của mình giúp thỏa mãn được dòng tiền rút ra đó. Ví dụ, ngân hàng có thể bán 9 triệu đôla chứng khoán và gửi tiền thu được vào Fed, đưa đến bản quyết toán tài sản như sau :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	9 triệu đôla	Tiền gửi	90 triệu đôla
Tiền cho vay	90 triệu đôla	Vốn ngân hàng	10 triệu đôla
Chứng khoán	1 triệu đôla		

Tuy không có những khách hàng vay bị méch lòng hoặc một tổn thất do việc bán các món tiền cho vay, ngân hàng này chịu một số chi phí môi giới và giao dịch khác khi nó bán các chứng khoán nói trên. Các chứng khoán của chính phủ Mỹ, được xếp là loại tiền dự trữ cấp hai, là loại tài sản có rất lỏng do đó chi phí giao dịch để bán chúng như vậy rất nhẹ. Tuy nhiên, những chứng khoán khác mà ngân hàng này nắm giữ là kém lỏng và chi phí giao dịch đối với chúng có thể cao hơn. Ngay cả như vậy, số chi phí bán 9 triệu đôla chứng khoán này có thể ít hơn nhiều so với chi phí khi thu về các món cho vay 9 triệu đôla.

Một cách thứ 4 mà ngân hàng này có thể đáp ứng được dòng tiền rút ra là giành được các khoản tiền dự trữ bằng cách vay tiền từ Fed. Trong ví dụ của chúng ta, First National Bank có thể giữ nguyên chứng khoán và các món tiền cho vay và vay 9 triệu đôla theo các món vay chiết khấu từ Fed. Bản quyết toán tài sản của nó sẽ là :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	9 triệu đôla	Tiền gửi	90 triệu đôla
Tiền cho vay	90 triệu đôla	Tiền vay chiết khấu từ Fed	9 triệu đôla
Chứng khoán	10 triệu đôla	Vốn ngân hàng	10 triệu đôla

Có 2 phí tổn kèm theo các món vay chiết khấu. Thứ nhất là lãi suất phải trả cho Fed được gọi là **lãi chiết khấu** (discount rate). Thứ 2 là một chi phí không phải tiền (nonpecuniary cost), chi phí này là hậu quả của việc Fed không khuyến khích vay quá nhiều của Fed. Nếu một ngân hàng vay chiết khấu quá nhiều, Fed có thể từ chối không cho ngân hàng đó vay thêm. Theo cách nói thông thường, Fed có thể khép cửa sổ chiết khấu đối với ngân hàng đó.

Sau cùng, một ngân hàng có thể có được các khoản tiền dự trữ để thỏa mãn dòng tiền rút ra bằng cách vay chúng từ các ngân hàng khác hoặc các công ty. Nếu First National Bank có được 9 triệu đôla thiếu hụt trong số dự trữ bằng cách vay chúng từ các công ty hoặc các ngân hàng khác (điển hình là từ Fed)' thì bản quyết toán tài sản của nó trở thành :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	9 triệu đôla	Tiền gửi	90 triệu đôla
Tiền cho vay	90 triệu đôla	Tiền vay từ các ngân hàng khác và các công ty	9 triệu đôla
Chứng khoán	10 triệu đôla	Vốn ngân hàng	10 triệu đôla

Phí tổn cho hoạt động này là lãi suất của các món vay này.

Việc thảo luận trước đây giải thích vì sao các ngân hàng giữ những khoản tiền dự trữ quá mức dù rằng các món tiền cho vay và các chứng khoán thu được lợi tức cao hơn. Khi một dòng tiền rút ra xảy đến, việc nắm giữ những khoản tiền dự trữ quá mức cho phép ngân hàng này thoát khỏi các phí tổn do: (1) thu về hoặc bán tháo các món tiền cho vay; (2) bán các chứng khoán; (3) vay từ Fed, hoặc (4) vay từ các ngân hàng khác và từ các công ty. **Các khoản tiền dự trữ quá mức là sự bảo hiểm chống đỡ lại các chi phí kèm theo với dòng tiền rút ra. Chi phí kèm theo với dòng tiền rút ra càng lớn các ngân hàng sẽ càng muốn giữ nhiều tiền dự trữ quá mức hơn.**

Đúng như bạn và tôi sẽ sẵn lòng trả tiền cho một công ty bảo hiểm để phòng một tổn thất tai họa như việc mất cắp một chiếc xe hơi, một ngân hàng sẵn lòng thanh toán những chi phí để nắm giữ những khoản tiền dự trữ quá mức (chi phí cơ hội, chi phí này là tiền bị bỏ qua do không nắm giữ những tài sản có đem lại thu nhập như các món tiền cho vay hoặc các chứng khoán) nhằm bảo hiểm để phòng tổn thất do dòng tiền rút ra gây nên. Do các khoản tiền dự trữ quá mức - giống như việc bảo hiểm - cần một chi phí, các ngân hàng cũng thực hiện những bước khác để bảo vệ bản thân; ví dụ, họ có thể chuyển đổi cách nắm giữ tài sản có của họ sang những chứng khoán lỏng hơn (những khoản tiền dự trữ cấp hai).

Hướng dẫn nghiên cứu

Việc quản lý ngân hàng cũng dễ nắm vững nếu bạn đặt mình vào vị trí của người chủ ngân hàng và hình dung bạn sẽ làm gì trong tình trạng được mô tả. Để hiểu những đáp ứng có thể có của một ngân hàng trước những dòng tiền rút ra, hãy tưởng tượng bạn, với tư cách một chủ ngân hàng, có thể đáp ứng như thế nào đối với 2 dòng tiền rút ra liên tiếp với tổng số 10 triệu đôla.

(1) Một cách mà First National Bank có thể vay từ các ngân hàng khác hoặc các công ty là nó bán những giấy chứng nhận tiền gửi có thể bán lại được. Phương pháp này để thu vốn được thảo luận sau đây trong phần về quản lý tài sản nợ.

Ngân giữa vỡ nợ ngân hàng. Các ngân hàng cũng nắm giữ những dự trữ quá mức và dự trữ cấp hai để ngân giữa **vỡ nợ ngân hàng**, một tình trạng trong đó một ngân hàng không thể đáp ứng được trách nhiệm thanh toán cho những người gửi và không có đủ khoản tiền dự trữ theo như đòi hỏi phải có. Để thấy một sự vỡ nợ ngân hàng có thể xảy ra như thế nào, chúng ta hãy giả sử rằng thể ban đầu của bản quyết toán tài sản của một ngân hàng như sau :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	10 triệu đôla	Tiền gửi	100 triệu đôla
Tiền cho vay	90 triệu đôla	Vốn ngân hàng	10 triệu đôla
Chứng khoán	10 triệu đôla		

Giả sử một tin đồn lan truyền rằng vị chủ tịch của ngân hàng này vừa bỏ trốn tới vùng Bahamas với một món tiền vốn lớn của ngân hàng, kết quả là ngân hàng này phải đối phó với một dòng tiền rút vội vàng ra 20 triệu đôla của những người gửi. Nếu ngân hàng này bán đi 10 triệu đôla chứng khoán để có được 10 triệu đôla tiền dự trữ, bản quyết toán tài sản là

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	0 triệu đôla	Tiền gửi	80 triệu đôla
Tiền cho vay	90 triệu đôla	Vốn ngân hàng	10 triệu đôla

Bây giờ ngân hàng này thiếu 8 triệu đôla dự trữ (dự trữ bắt buộc là 8 triệu đôla, 10% của 80 triệu đôla). Ngân hàng này nếu không có một món tiền cho vay nào để thu về, thì có thể phải cố gắng bán tháo các món cho vay của mình cho các ngân hàng khác để có được 8 triệu đôla dự trữ mà nó cần. Số tiền thu được nhờ bán một cách miễn cưỡng các món cho vay này, tuy nhiên, sẽ thấp hơn giá trị cả những món cho vay đó. Kết cục là ngân hàng đó chịu một tổn thất có thể lớn hơn số vốn ngân hàng ban đầu. Trong tình trạng này, giá trị tài sản của ngân hàng có thể sụt giảm xuống dưới các tài sản nợ của nó khiến cho ngân hàng này trở thành **không trả được nợ** tức là phá sản. Các ngân hàng khác sẽ không muốn cho ngân hàng này vay tiền vì họ không tin chắc thu hồi được nợ.

Nếu Fed không sẵn lòng cho ngân hàng này những món tiền cho vay không, hạn chế, bởi vì Fed thấy bản quyết toán tài sản của ngân hàng này là tồi tệ, thì Công ty bảo hiểm tiền gửi Liên bang (FDIC) xếp ngân hàng này vào loại "bị vỡ nợ". Lúc ấy, FDIC hợp pháp nắm quyền kiểm soát ngân hàng này, giải thể ban quản trị và bán tháo các tài sản của nó ⁽²⁾

Do sự việc này những người chủ sở hữu ngân hàng này sẽ hầu như bị trắng tay, họ rất muốn ngăn ngừa nó. Tình trạng khẩn cấp này đáng ra có thể ngăn chặn được nếu First National Bank có thêm 8 triệu đôla trong khoản dự trữ quá mức hoặc dự trữ cấp hai hoặc nó có một cái đệm lớn hơn trong vốn ngân hàng để bù đắp những tổn thất do dòng tiền rút ra gay nên. *Một ngân hàng cần duy trì các khoản dự trữ quá mức, dự trữ cấp hai và vốn ngân hàng bởi vì những thứ đó bảo hiểm phòng cho ngân hàng tránh được những chi phí đắt nhất : một dòng tiền rút ra - vỡ nợ ngân hàng.*

Quản lý tài sản có

Nay chúng ta đã hiểu vì sao một ngân hàng cần thiết một trạng thái lỏng, chúng ta có thể xem xét chiến lược cơ bản mà một ngân hàng theo đuổi trong việc quản lý những tài sản có của nó. Nhằm để làm cực đại lợi nhuận của mình, một ngân hàng phải tìm kiếm những lợi tức cao nhất có thể có của những vốn cho vay và của các chứng khoán, và đồng thời cố gắng giảm đến tối thiểu rủi ro và chuẩn bị đầy đủ cho trạng thái lỏng bằng cách nắm giữ những tài sản lỏng.

Trước hết, các ngân hàng cố gắng tìm những người vay trả lãi suất cao và không dễ vỡ nợ đối với những món họ vay. Họ tìm những khách hàng cần vay bằng cách quảng cáo các lãi suất và bằng cách tiếp cận với các công ty để trực tiếp chào mời các món cho vay. Cuối cùng là người phụ trách cho vay của ngân hàng quyết định ai là những người có thể vay tiền, có phải là những người mạo hiểm tin dụng có triển vọng tốt tức là họ có sẽ thanh toán tiền lãi và tiền gốc đúng hạn hay không. Nói chung, các ngân hàng rất thận trọng trong đường lối cho vay tiền của họ ; mức bị vỡ nợ thường ít hơn 1%. Tuy nhiên điều quan trọng là các ngân hàng không nên quá thận trọng khiến họ bị mất đi những cơ hội cho vay hấp dẫn có thể mang lại lãi suất cao.

(2) Fed có thể cho ngân hàng này vay tiền trong khi FDIC nắm quyền kiểm soát ngân hàng này. Trong trường hợp, ngân hàng này vẫn đang vỡ nợ và Fed cho vay tiền để giữ cho ngân hàng hoạt động trong khi FDIC dần xếp với những cơ quan có thẩm quyền về điều hành ngân hàng khác để đóng cửa ngân hàng này hoặc sát nhập nó vào một ngân hàng khác. Vai trò của FDIC đối với một ngân hàng vỡ nợ được trình bày ở Chương 13.

Thứ 2, các ngân hàng cố gắng mua những chứng khoán với lợi tức cao và rủi ro thấp. Thứ 3, trong việc quản lý những tài sản có của họ, các ngân hàng phải có nỗ lực giảm đến tối thiểu rủi ro bằng cách đa dạng hóa. Họ thực hiện việc này bằng cách mua nhiều dạng tài sản có khác nhau (các trái khoán kho bạc Mỹ loại dài hạn và ngắn hạn, các trái khoán địa phương) và chấp thuận nhiều loại cho vay cho số đông những khách hàng. Nếu các ngân hàng đã không tìm được đủ lợi nhuận về đa dạng hóa thường sau đó ân hận về việc này. Ví dụ, các ngân hàng từ lâu đã chuyên môn hóa trong việc cho những công ty năng lượng, những người đầu tư bất động sản, hoặc những nông gia vay tiền đã chịu tổn thất khổng lồ trong những năm 1980 do sự sụt nhanh về giá năng lượng, bất động sản và nông trại. Thực vậy, nhiều trong số những ngân hàng này đã đi đến vỡ nợ vì họ đã "đạt quá nhiều trứng trong một cái rổ".

Cuối cùng, một ngân hàng phải quản lý trạng thái lỏng của những tài sản của mình sao cho trạng thái lỏng có thể thỏa mãn những đòi hỏi về dự trữ của nó mà không phải chịu một phí tổn lớn : Điều này nghĩa là nó phải nắm giữ những chứng khoán lỏng ngay cả nếu chúng mang lại lợi tức hơi thấp hơn so với những tài sản có khác. Ví dụ ngân hàng phải quyết định giữ bao nhiêu tiền dự trữ quá mức để tránh phí tổn do một dòng tiền rút ra gây nên. Ngoài ra, nó sẽ muốn giữ các chứng khoán của Chính phủ Mỹ làm khoản tiền dự trữ cấp hai, do đó ngay cả nếu một dòng tiền mặt rút ra áp đặt một số tổn phí cho ngân hàng này, thì những tổn phí này sẽ không cao một cách đáng sợ. Một lần nữa, một ngân hàng quá thận trọng lại là thiếu khôn ngoan. Nếu nó tránh được mọi chi phí gắn liền với dòng tiền rút ra chỉ bằng cách duy trì những khoản tiền dự trữ quá mức, thì nó phải chịu tổn thất bởi vì các khoản tiền dự trữ không đem lại tiền lãi trong khi những tài sản nợ của ngân hàng phải chịu phí tổn để duy trì. Ngân hàng đó phải cân đối ý muốn của mình về trạng thái lỏng đối lại với lợi nhuận tang lên mà nó có thể thu được nhờ những tài sản kém lỏng ví dụ như các món cho vay.

Quản lý tài sản nợ

Trước những năm 1960, việc quản lý tài sản nợ là một công việc bình thường : Phần nhiều, các ngân hàng đã coi những tài sản nợ của họ là cố định và giành thì giờ của họ để cố đạt được một hỗn hợp tối ưu các tài sản có. Có 2 lý do chính cho sự nhấn mạnh này về quản lý tài sản nợ. Trước hết, trên 60% các nguồn tiền vốn ngân hàng được thu nhận qua các món tiền gửi (không kỳ hạn) có thể phát séc và theo luật định, những món tiền gửi này không mang lại tiền lãi. Như vậy, các

ngân hàng không thể cạnh tranh ráo riết với nhau về những món tiền gửi này và do đó số lượng mỗi món thực tế đã là một món quà cho một ngân hàng riêng rẽ. Thứ 2, do các thị trường để thực hiện các món cho vay ngắn hạn (qua đêm) giữa các ngân hàng đã không phát triển tốt, các ngân hàng đã hiếm khi vay từ các ngân hàng khác để đáp ứng nhu cầu tiền dự trữ của họ.

Tuy nhiên, bắt đầu từ những năm 1960, các ngân hàng lớn (được gọi là **những ngân hàng trung tâm tiền tệ**) trong các trung tâm tiền tệ then chốt đã bắt đầu nghiên cứu kỹ những phương pháp trong đó các tài sản nợ trên bản quyết toán tài sản của họ có thể đem lại cho họ những khoản tiền dự trữ và trạng thái lỏng. Điều này dẫn đến một sự mở mang của các thị trường cho vay ngắn hạn, ví dụ như thị trường quỹ liên bang, và sự ra đời của những công cụ tài chính mới như các CD có thể bán lại được (được phát triển lần đầu vào năm 1961), chúng giúp các ngân hàng trung tâm tiền tệ có thể nhanh chóng có được tiền vốn⁽³⁾.

Tính chất mềm dẻo mới này trong việc quản lý tài sản nợ có nghĩa là các ngân hàng đã có thể sử dụng một phương pháp khác cho việc quản lý ngân hàng. Họ không còn lệ thuộc vào những món tiền gửi có thể phát séc với tư cách là nguồn vốn ngân hàng hàng đầu và do đó không còn xử sự với các nguồn vốn (tài sản nợ) của họ như trước. Thay vào đó, họ đã sốt sắng đề ra những mục tiêu cho sự tăng trưởng tài sản có của họ và đã cố gắng để có được vốn (bằng cách phát hành tài sản nợ) như họ cần.

Ví dụ, hôm nay khi một ngân hàng trung tâm tìm thấy một cơ hội cho vay tiền hấp dẫn, nó có thể có được vốn bằng cách bán một CD có thể bán lại được. Hoặc nếu có bị một sự thiếu hụt tiền dự trữ, nó có thể vay vốn từ những ngân hàng khác trong thị trường quỹ liên bang với một chi phí giao dịch cao. Thị trường quỹ liên bang cũng có thể được dùng để tài trợ các món cho vay.

Sự nhấn mạnh đến việc quản lý tài sản nợ giải thích một số trong những thay đổi quan trọng trong 30 năm qua trong cơ cấu của các bản quyết toán tài sản của các ngân hàng. Trong khi các CD bán lại được và những sự vay mượn tiền ngân hàng đã tăng tầm quan trọng một cách mạnh mẽ với tư cách một nguồn vốn ngân hàng trong những năm gần đây (tăng từ 2% tài sản nợ của ngân hàng năm

(3) Do các ngân hàng nhỏ không được mọi người biết rõ như những ngân hàng trung tâm tiền tệ và vì vậy có thể là một mạo hiểm un dùng lớn hơn, cho nên các ngân hàng này thấy khó tăng được vốn trong thị trường CD có thể bán lại được. Như vậy họ không thực hiện việc quản lý tài sản nợ một cách có thể gọi là tích cực.

1960 tới 39% vào cuối năm 1990), các món tiền gửi có thể phát séc đã giảm bớt tầm quan trọng (từ 61% tài sản nợ của ngân hàng năm 1960 tới 18% cuối năm 1990). Tính mềm dẻo về quản lý tài sản nợ mới tìm ra và việc nghiên cứu để có các lợi nhuận cao hơn cũng đã kích thích các ngân hàng tăng tỉ lệ các tài sản có của họ được duy trì ở các món tiền cho vay là những tài sản có mang lại thu nhập cao hơn (từ 46% tài sản có của ngân hàng năm 1960 đến 67% vào cuối năm 1990).

NHỮNG NGUYÊN TẮC QUẢN LÝ TIỀN CHO VAY

Rõ ràng từ sự thảo luận của chúng ta về những nguyên tắc chung của việc quản lý tài sản có, để thu được lợi nhuận cao, các ngân hàng cần thực hiện các món cho vay có kết quả, chúng được hoàn trả đầy đủ. Khái niệm kinh tế về lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức đã được giới thiệu ở chương trước, mang lại một khuôn mẫu cho việc tìm hiểu những nguyên lý mà các ngân hàng cần tuân theo để thực hiện các món cho vay có kết quả⁽⁴⁾.

Sự lựa chọn đối nghịch trong thị trường cho vay nảy sinh bởi vì những người rất kém tin nhiệm (những người có thể rất dễ không trả món vay của mình) lại là những người thường sắp hàng để vay tiền; nói một cách khác đi, những người dễ có thể tạo ra một kết cục đối nghịch nhất lại dễ có thể được lựa chọn nhất. Những người vay tiền với những dự án đầu tư rất rủi ro có nhiều cái để được lợi nếu các dự án của họ thành công và như vậy họ là những người khao khát nhận được món vay nhất. Tuy thế, rõ ràng họ là những người vay tiền ít được ưa chuộng nhất bởi vì có nhiều khả năng hơn rằng họ sẽ không thể hoàn trả được các món nợ của họ.

Rủi ro đạo đức nảy sinh trong các thị trường vay nợ bởi vì những người vay tiền có ý muốn thực hiện những hoạt động không đáng mong muốn (không có đạo đức) theo quan điểm của người cho vay. Trong những tình trạng như vậy, dễ có thể là người cho vay này sẽ bị đặt vào sự rủi ro về vỡ nợ. Một khi những người vay đã có món tiền vay, họ dễ có thể đầu tư vào những dự án có rủi ro cao - những dự án đem lại lợi tức cao cho những người vay tiền nếu thành công. Tuy nhiên, sự rủi ro cao này khiến họ khó có khả năng hoàn trả lại món tiền vay.

(4) Những trung gian tài chính khác như những công ty bảo hiểm các quỹ tương trợ, và các công ty tài chính cũng thực hiện các món cho vay riêng, và những nguyên lý quản lý mà chúng ta thảo ở đây cũng áp dụng cho họ.

Để có lợi nhuận, các ngân hàng phải vượt qua những vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức này, những vấn đề khiến cho sự vỡ nợ dễ có thể xảy ra. Sự cố gắng của các ngân hàng để giải quyết các vấn đề này giúp giải thích những nguyên lý quản lý các món tiền cho vay sau đây : sàng lọc, giám sát, thiết lập những mối quan hệ khách hàng lâu dài và các mức tín dụng, yêu cầu thế chấp và những yêu cầu về số dư đền bù, và sự hạn chế tín dụng.

Sàng lọc và giám sát

Thông tin không cân xứng có mặt trong các thị trường cho vay bởi vì những người cho vay có ít thông tin về những cơ hội đầu tư và về những hoạt động của những người vay tiền làm. Tình trạng này đưa đến 2 hoạt động sản xuất thông tin do các ngân hàng thực hiện : sàng lọc và giám sát. Thực vậy, Walter Wriston, nguyên là người đứng đầu của Citicorp, công ty ngân hàng lớn nhất ở Mỹ thường nói rằng việc kinh doanh ngân hàng là việc sản xuất ra thông tin.

Sàng lọc. Lựa chọn đối nghịch trong các thị trường cho vay đòi hỏi rằng các ngân hàng phải lọc những người mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng tốt ra khỏi những người mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng xấu, nhờ vậy các món tiền cho vay sẽ có lợi nhuận cho các ngân hàng đó. Nhằm thực hiện việc sàng lọc một cách có hiệu quả, các ngân hàng phải tập hợp thông tin tin cậy về những người vay tiền có triển vọng. Sàng lọc một cách có hiệu quả và tập hợp thông tin, tạo ra một nguyên tắc quan trọng của việc quản lý món tiền cho vay.

Khi bạn vào một ngân hàng để đề nghị một món vay tiêu dùng (tức là một món vay để mua ô tô hay một món vay thế chấp để mua một ngôi nhà) điều đầu tiên là bạn điền vào các mẫu đơn, những mẫu đơn này nhằm vào việc tìm hiểu những thông tin về tình hình tài chính cá nhân của bạn. Bạn được hỏi về lương, về các tài khoản ngân hàng, về những tài sản khác của bạn (ví dụ những xe hơi, những hợp đồng bảo hiểm, những đồ đạc), về những món tiền vay còn tồn đọng, về ghi chép tiền vay của bạn, về thế tín dụng và số mua chịu hàng, về số năm bạn đã làm việc, và những ai đã là chủ thuê bạn làm việc. Bạn cũng được hỏi những câu về cá nhân như tuổi tác, tình trạng hôn nhân và số con của bạn. Ngân hàng đó dùng những thông tin này để đánh giá xem bạn là một người mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng tốt đến mức nào bằng cách tính toán "điểm tín dụng" của bạn, một phép đo thống kê được dẫn xuất từ những câu trả lời của bạn, nó dự báo liệu bạn có thể có khó khăn khi thanh toán món tiền vay hay không. Sự quyết

định về việc bạn là một người mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng tốt như thế nào không thể là hoàn toàn chính xác, vì thế ngân hàng này cũng phải dùng cách phán đoán. Người phụ trách cho vay, công việc của người này là quyết định liệu bạn sẽ có được vay hay không, có thể gọi điện cho người chủ của bạn hoặc nói chuyện với một số trong những cá nhân có liên quan mà bạn đã cung cấp. Cô ta có thể thậm chí thực hiện phán quyết dựa trên cách xử sự hay vẻ ngoài của bạn (đây là điều vì sao bạn phải ăn mặc trang nhã và cẩn thận khi bạn đến ngân hàng để đề nghị vay tiền).

Quá trình sàng lọc và tập hợp thông tin là tương tự khi một ngân hàng thực hiện một món cho vay kinh doanh. Nó tập hợp thông tin về lợi nhuận và tổn thất (thu nhập) của công ty, về tài sản có và tài sản nợ của nó. Ngân hàng cũng cần đánh giá kết quả có thể của vụ kinh doanh này trong tương lai. Do vậy ngoài việc thu được thông tin về những mục như doanh số bán, một người phụ trách cho vay có thể đề ra những câu hỏi về các kế hoạch tương lai của công ty này, cách thức sử dụng món tiền vay này, và sự cạnh tranh trong ngành công nghiệp này. Thậm chí cô ta có thể đến thăm công ty để có được cái nhìn sơ bộ về những hoạt động của công ty này. Điều cuối cùng là, dù đối với các món cho vay cho cá nhân hay cho kinh doanh, các ngân hàng cần phải tinh tường.

Vai trò chuyên môn hóa trong việc cho vay. Một đặc điểm khó xử về việc cho vay của ngân hàng là ở chỗ một ngân hàng thường chuyên môn hóa cho những hãng địa phương vay hoặc chủ yếu cho những hãng thuộc một ngành công nghiệp riêng biệt nào đó vay tiền, ví dụ ngành năng lượng. Cách cư xử này một mặt tỏ ra có vẻ đáng ngạc nhiên bởi vì ngân hàng đó đang không đa dạng hóa danh mục các món cho vay của nó, và như thế đang đặt bản thân nó trước nhiều rủi ro hơn. Nhưng mặt khác, việc chuyên môn hóa như vậy tạo ra một ý nghĩa hoàn hảo. Bạn hãy nhớ lại, vấn đề chọn lựa đối nghịch đòi hỏi ngân hàng này sàng lọc những người mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng tốt khỏi những người mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng xấu. Ngân hàng đó dễ tập hợp thông tin về các công ty địa phương và xác định mức độ tín nhiệm của họ so với việc tập hợp các thông tin tương tự về các công ty ở xa. Tương tự, bằng cách chuyên môn hóa cho những công ty trong những ngành công nghiệp đặc biệt vay tiền, ngân hàng đó trở nên dễ nắm vững hơn những ngành công nghiệp này và do đó có khả năng dự báo tốt hơn xem liệu các công ty mà ngân hàng đó cho vay tiền sẽ có khả

năng thanh toán đúng hạn các món nợ của họ hay không.

Việc giám sát và cưỡng chế thi hành những qui định hạn chế. Một khi một món tiền cho vay được thực hiện, người vay có ý muốn tiến hành những hoạt động rủi ro để món tiền vay này có thể ít có khả năng được thanh toán. Để giảm bớt tính chất có thể như vậy của rủi ro đạo đức, các ngân hàng phải theo nguyên lý quản lý tiền vay, ngân hàng phải viết ra những điều khoản hợp đồng (được gọi là những quy định hạn chế) vào trong các hợp đồng vay tiền, đó là những điều khoản nhằm hạn chế những người vay tiền không được thực hiện những hoạt động rủi ro. Bằng cách giám sát những hoạt động của người vay để xem liệu họ có tuân theo những quy định hạn chế đó hay không, và bằng cách cưỡng chế thi hành những quy định hạn chế nếu họ không tuân theo. Các ngân hàng có thể đảm bảo chắc chắn rằng những người vay đang không làm những việc rủi ro bằng các món tiền của ngân hàng cho vay. Sự cần thiết thực hiện việc sàng lọc và giám sát của ngân hàng giải thích vì sao các ngân hàng có những thành công lại phải chi nhiều tiền đến như vậy, cho các hoạt động nghe và tập hợp thông tin.

Quan hệ khách hàng lâu dài và qui tắc tín dụng

Một cách nữa để các ngân hàng thu được thông tin về những người vay tiền của họ là nhờ quan hệ khách hàng lâu dài - một nguyên lý quan trọng khác của việc quản lý ngân hàng.

Nếu một người có triển vọng vay tiền đã có một tài khoản séc hoặc tài khoản tiết kiệm hoặc các món cho vay khác với một ngân hàng qua một thời gian dài, người phụ trách việc cho vay có thể nhìn vào hoạt động quá khứ đối với các tài khoản đó và biết được kha khá về người vay tiền này. Những số dư trong các tài khoản séc và tài khoản tiết kiệm cho ngân hàng này biết người vay tiền tiềm tàng này không vững chắc như thế nào và vào lúc nào trong năm người đó rất cần tiền mặt. Việc xem lại những tấm séc mà người vay tiền này viết cho biết những người nào đã cung cấp cho người vay này. Nếu người vay này trước đây đã vay từ ngân hàng này, thì ngân hàng có một ghi chép về những việc thanh toán tiền vay. Như thế những quan hệ khách hàng lâu dài giúp được chỉ rủi ro tín dụng tốt và xấu.

Sự cần thiết giám sát của ngân hàng cũng góp thêm vào tầm quan trọng của quan hệ khách hàng lâu dài. Nếu người vay này trước đây đã vay tiền ở ngân hàng này, thì ngân hàng này đã có sẵn những phương thức giám sát người

khách hàng đó. Do vậy, các chi phí về việc giám sát những khách hàng lâu dài sẽ thấp hơn so với những chi phí với những khách hàng mới.

Quan hệ khách hàng lâu dài làm lợi cho các khách hàng cũng như cho ngân hàng đó. Một khách hàng đã có một mối quan hệ cũ sẽ dễ được vay ở một lãi suất thấp, bởi vì ngân hàng này tốn ít thời gian hơn để xác định xem liệu người vay tiền này có phải là một người mạo hiểm có triển vọng tốt hay không nên tốn ít tiền hơn cho việc giám sát.

Mối quan hệ khách hàng lâu dài có một lợi ích khác cho ngân hàng đó. Không một ngân hàng nào có thể nghi được hết mọi sự bất ngờ khi nó viết ra những qui định hạn chế vào một hợp đồng cho vay; sẽ luôn luôn có những hoạt động rủi ro của người vay tiền, chưa có một quy định hạn chế nào loại bỏ được chúng cả. Tuy nhiên, nếu những người vay tiền muốn gìn giữ quan hệ lâu dài với một ngân hàng vì như vậy họ sẽ dễ có được các món cho vay tương lai với lãi suất thấp thì sao? Người vay tiền lúc ấy có ý muốn tránh những hoạt động có rủi ro để không làm phật lòng ngân hàng cho anh ta vay, ngay cả nếu những hạn chế về các hoạt động này không được nêu rõ trong hợp đồng đó. Thực vậy, nếu một ngân hàng không thích cái mà một người vay tiền đang làm ngay cả khi người vay tiền đó đang không vi phạm bất cứ điều quy định hạn chế nào, ngân hàng vẫn có một số sức mạnh để làm nản lòng người vay tiền này không thực hiện hoạt động như thế: Ngân hàng này có thể đe dọa không cho người vay này những món vay mới trong tương lai. Do vậy, quan hệ khách hàng lâu dài giúp các ngân hàng có thể đối phó với những sự bất ngờ rủi ro đạo đức mà ngay cả ngân hàng cũng không lường trước được ở lúc ban đầu.

Những lợi ích của việc thiết lập quan hệ khách hàng lâu dài gợi ra rằng sự gắn bó chặt chẽ hơn và có lợi cho cả công ty và ngân hàng. Một cách để tạo ra những gắn bó chặt chẽ này đối với các ngân hàng là nắm giữ những cổ phần trong các công ty mà họ cho vay tiền và có những thành viên trong ban giám đốc quản lý các công ty này. Hiện nay, những dàn xếp tài chính như thế không tồn tại ở Mỹ. Chúng bị đặt ra ngoài vòng pháp luật bằng đạo luật đã được thông qua trong những năm 1930. Tuy nhiên, chúng là một đặc điểm quan trọng của hệ thống tài chính Nhật Bản và Đức. Bài đọc thêm 9.2 thảo luận các sự gắn bó tài chính đã diễn ra như thế nào ở các nước này để giúp các ngân hàng đối phó với thông tin không cân xứng.

Các ngân hàng cũng xây dựng mối quan hệ lâu dài và tập hợp thông tin bằng

cách đưa ra một **mức tín dụng** cho khách hàng thương mại. Một qui tắc tín dụng là một cam kết của ngân hàng (cho một khoảng thời gian trong tương lai đã chỉ định rõ) cung cấp cho một hãng các món vay lên tới một lượng đã định với một lãi suất gắn với một lãi suất thị trường nào đó. Phần lớn các món cho vay thương mại và công nghiệp được thực hiện theo thỏa ước mức tín dụng. Cái lợi của việc này đối với hãng đó là ở chỗ nó có một nguồn tín dụng khi cần đến. Lợi

BÀI ĐỌC THÊM 9.2

Toàn cảnh

Thỏa ước ngân hàng Nhật Bản và Đức : một cách tốt hơn để đối phó với thông tin không cân xứng

Một đặc điểm quan trọng của hệ thống kinh tế Nhật Bản là có các nhóm công nghiệp (Keiretsu). Mỗi keiretsu được thành lập từ một nhóm các ngân hàng nông cốt và những người trung gian tài chính khác liên kết với một nhóm các hãng công nghiệp, nhiều trong số này buôn bán với nhau. Sự liên kết giữa các hãng và các ngân hàng được thắt chặt bởi mỗi một thành viên của nhóm nắm giữ những cổ phần trong những thành viên khác. Do việc nắm giữ cổ phần của họ, các ngân hàng có các thành viên trong các ban giám sát của các hãng Keiretsu (các ban giám đốc), và những cựu ủy viên ban quản trị ngân hàng thường được bố trí vào những vị trí quản lý cao nhất tại các hãng này. Không có gì đáng ngạc nhiên, các ngân hàng ủng hộ các hãng của Keiretsu của họ khi thực hiện các món cho vay và nắm giữ một tỉ lệ lớn tiền nợ của các hãng này.

Tuy không có gì giống về hình thức hoặc về sự mở rộng như Keiretsu tồn tại ở Đức, các ngân hàng Đức cũng nắm giữ những cổ phần trong các hãng công nghiệp và tham dự ban giám đốc của các hãng đó.

Những thỏa ước ngân hàng Nhật Bản và Đức đem lại cho các ngân hàng những lợi ích lớn trong việc tập hợp thông tin, và

trong các hoạt động giám sát. Những mối quan hệ lâu dài được tăng cường bởi vì các ngân hàng có quyền sở hữu trong các hãng mà họ cho vay tiền. Vì những lý do mà chúng ta đã thảo luận trong nội dung cuốn sách này, các mối quan hệ lâu dài và mạnh mẽ hơn giúp cho các ngân hàng dễ tập hợp thông tin hơn và dễ giám sát các hãng hơn, như thế giúp các ngân hàng có thể giảm nhiều hơn các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức. Ngoài ra, do các ngân hàng này có một vai trò trong việc quản lý các hãng, họ có thể có thông tin kịp thời và có khả năng tác động việc quản lý để hoạt động theo lợi ích của các ngân hàng đó bằng cách không đầu tư vào những dự án bị coi là quá rủi ro.

Bạn có thể thấy rằng những thỏa ước ngân hàng Nhật Bản và Đức đem lại cho các ngân hàng của các nước này một lợi ích to lớn mà các ngân hàng Mỹ không có. Các hệ thống tài chính của họ có thể có khả năng tốt hơn trong việc khơi vốn tới các hãng có những cơ hội đầu tư sinh lợi. Liệu những thỏa ước ngân hàng tương tự sẽ có được cho phép ở Mỹ hay không? Chúng ta sẽ trở lại câu hỏi này khi thảo luận việc điều hành hệ thống tài chính ở Chương 11.

ích của việc này đối với ngân hàng là ở chỗ mức tín dụng này xúc tiến một mối quan hệ lâu dài, mối quan hệ này tạo dễ dàng cho việc tập hợp thông tin. Ngoài ra, các điều khoản trong thỏa ước về mức tín dụng này đòi hỏi hàng đó cung cấp thường xuyên cho ngân hàng này những thông tin về tình hình thu nhập, tài sản có và tài sản nợ, về các hoạt động kinh doanh v.v. Một thỏa ước về mức tín dụng là một phương pháp rất hữu hiệu để giảm chi phí cho việc sàng lọc và tập hợp thông tin của ngân hàng.

Vật thế chấp và số dư bù

Những bắt buộc về vật thế chấp đối với tiền cho vay là những công cụ quan trọng để quản lý ngân hàng. Vật thế chấp là vật sở hữu được hứa cho người cho vay nếu người vay vỡ nợ, làm giảm bớt hậu quả của chọn lựa đối nghịch bởi vì nó giảm các tổn thất của người cho vay trong trường hợp xảy ra một vụ vỡ nợ. Nếu người vay vỡ nợ đối với món tiền vay, ngân hàng đó có thể bán vật thế chấp và dùng tiền thu được để bù lại các tổn thất của mình do món cho vay đó gây ra. Một dạng riêng của vật thế chấp bắt buộc khi một ngân hàng cho vay thương mại gọi là **số dư bù**. Một hãng khi nhận được tiền vay phải giữ một số vốn tối thiểu bắt buộc trong một tài khoản séc ở ngân hàng cho nó vay. Ví dụ, một doanh nghiệp nhận được một món vay 10 triệu đôla có thể bắt buộc phải giữ các số dư bù ít nhất 1 triệu đôla trong tài khoản séc của nó tại ngân hàng cho vay. Một triệu đôla số dư bù này có thể bị ngân hàng đó lấy nếu doanh nghiệp đó vỡ nợ để bù đắp lại một phần tổn thất của món vay đó.

Ngoài việc có tác dụng như vật thế chấp, các số dư bù giúp tăng được khả năng món tiền cho vay sẽ được hoàn trả. Số dư bù đóng vai trò này giúp ngân hàng giám sát người vay đó và ngăn ngừa được rủi ro đạo đức. Đặc biệt, phải bắt buộc người vay có một tài khoản séc ở ngân hàng này, để ngân hàng có thể giám sát việc thanh toán bằng séc của người vay đó - việc này có thể mang lại rất nhiều thông tin về điều kiện tài chính của người vay tiền nói trên. Ví dụ, một sự sụt giảm kéo dài về số dư ở tài khoản séc của người vay đó cho biết rằng người này đang có khó khăn tài chính. Hoặc, hoạt động kế toán có thể cho biết người vay đó đang thực hiện những hoạt động rủi ro; có thể một sự thay đổi về những người cung cấp có nghĩa là người vay này đang theo đuổi một lĩnh vực kinh doanh mới. Bất kỳ thay đổi quan trọng nào trong các thủ tục thanh toán của

người vay này đều là một tín hiệu báo cho ngân hàng rằng phải tiến hành điều tra. Những số dư bù đó giúp cho ngân hàng dễ giám sát những người vay tiền một cách hiệu quả hơn và là một công cụ quản lý quan trọng.

Hạn chế tín dụng

Một phương pháp khác để giúp những ngân hàng thành đạt đối phó với chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức là việc **hạn chế tín dụng**. Những ngân hàng từ chối cho vay mặc dù những người vay sẵn lòng thanh toán lãi suất đã được công bố thậm chí một lãi suất cao hơn. Việc hạn chế tín dụng có 2 dạng : Dạng thứ nhất diễn ra khi một ngân hàng từ chối một món cho vay với số lượng bất kỳ nào đối với người vay, ngay cả khi người vay này sẵn lòng thanh toán một lãi suất cao hơn. Dạng thứ 2 diễn ra khi một ngân hàng sẵn lòng cho vay nhưng hạn chế mức vay đó dưới mức mà người vay này muốn.

Trước tiên đáng lẽ bạn có thể bối rối đối với dạng thứ nhất của việc hạn chế tín dụng. Sau hết, ngay cả nếu người muốn vay tiền này là một người mạo hiểm vay tín dụng thì tại sao ngân hàng đó không cho vay với lãi suất cao hơn? Câu trả lời là sự lựa chọn đối nghịch ngân hàng giải pháp này. Những cá nhân và những hãng với những dự án đầu tư rủi ro nhất chắc chắn là những người sẵn lòng thanh toán các lãi suất cao nhất. Nếu một người vay tiền thực hiện một cuộc đầu tư rủi ro cao và thành công, cô ta sẽ trở thành một phụ nữ đặc biệt giàu. Nhưng, một ngân hàng sẽ không muốn thực hiện một món cho vay như vậy, bởi vì cuộc đầu tư có rủi ro cao và kết quả dễ xảy ra là người vay này sẽ không thành công và ngân hàng này sẽ không được thanh toán. Đặt một lãi suất cao hơn chỉ khiến cho sự chọn lựa đối nghịch xấu thêm đối với ngân hàng này ; tức nó làm tăng khả năng là ngân hàng này đang cho một người mạo hiểm tín dụng có triển vọng xấu vay tiền. Do đó ngân hàng này thà rằng không thực hiện bất kỳ món cho vay nào dù với một lãi suất cao hơn ; nó sẽ thực hiện dạng hạn chế tín dụng thứ nhất và sẽ bác bỏ các món cho vay.

Để đề phòng rủi ro đạo đức, các ngân hàng thực hiện dạng hạn chế tín dụng thứ 2 : Các ngân hàng trao tiền cho người vay nhưng không phải những món cho vay lớn như họ muốn. Sự hạn chế tín dụng như thế là cần thiết bởi vì vấn đề rủi ro đạo đức trở nên nghiêm trọng hơn đối với lợi ích những món tiền cho vay lớn hơn. Ví dụ, nếu một ngân hàng cho bạn vay 1000 đôla, bạn dễ có thể hành động

sao để bạn có đủ khả năng thanh toán bởi vì bạn không muốn gây tác hại đến mức tín dụng của bạn trong tương lai. Mặt khác, nếu ngân hàng đó cho bạn vay 10 triệu đôla, bạn dễ có thể bay tới Rio để làm lễ ăn mừng. Món tiền bạn vay được càng lớn, bạn càng có nhiều ý muốn thực hiện những hoạt động khiến ít có thể thanh toán được món vay đó. Nhiều người vay tiền trả được các món vay của họ, nếu số tiền mỗi món vay nhỏ, vì vậy các ngân hàng hạn chế tín dụng bằng cách cho những người vay các món tiền ít hơn là họ muốn vay lúc đầu.

· Vốn ngân hàng và tính tương hợp ý muốn

Việc thảo luận của chúng ta cho tới nay đã chỉ ra rằng các ngân hàng khi cho vay có thể giảm các vấn đề do thông tin không cân xứng tạo ra bằng cách thực hiện các hoạt động sản xuất thông tin như việc sàng lọc và giám sát. Tuy nhiên, có một sự cản trở liên quan đến rủi ro đạo đức : Do tất cả những hoạt động này đều tốn kém, các ngân hàng bỏ qua các hoạt động này và có thể thậm chí bỏ trốn với tiền bạc của những người gửi. Làm sao những người gửi tiền có thể tin rằng ngân hàng nơi họ gửi tiền sẽ thực hiện các hoạt động sản xuất thông tin để giúp họ nhận được các tiền thanh toán lãi hoặc các dịch vụ mà ngân hàng này đã hứa ?

Câu trả lời được đưa ra bằng cách thừa nhận 2 yếu tố :

(1) Các món tiền gửi chỉ là một dạng khác của món nợ ; và (2) giá trị ròng (vốn đầu tư cổ phần) là một giải pháp cho vấn đề rủi ro đạo đức trong các hợp đồng nợ. Nếu một ngân hàng không thực hiện các hoạt động sản xuất thông tin, thì nó sẽ thực hiện các món cho vay tồi tệ và sẽ đi đến khánh kiệt. Với một số lượng vốn đầu tư cổ phần đủ lớn, ngân hàng này có nhiều để mất nếu xảy ra phá sản. Như thế ngân hàng này có ý muốn thực hiện những hoạt động thích hợp để bảo đảm rằng nó làm ăn có lợi nhuận và thanh toán đủ cho những ai đã cung cấp vốn cho nó. Vốn đầu tư cổ phần của ngân hàng này khiến cho quan hệ của ngân hàng này với những người gửi tiền ở đó trở thành tương hợp ý muốn ; tức là, những người gửi tiền này và ngân hàng đó có ý muốn cư xử theo một cách đáng mong muốn cho cả hai bên. Ngân hàng này thực hiện những hoạt động sản xuất thông tin như những người gửi tiền trông đợi và muốn ; kết cục, những người có tiền để gửi sẵn lòng cung cấp vốn cho ngân hàng này như ngân hàng này muốn.

Đa dạng hóa. Những người gửi tiền, giống bất kỳ những người cho vay nào, chỉ nhận được những khoản tiền thanh toán cố định mà họ đáng được hưởng từ ngân hàng mà họ gửi ; ngân hàng này hưởng bất kỳ lợi nhuận dư ra nào. Do đó, những người gửi tiền phải đối mặt với vấn đề rủi ro đạo đức do các ngân hàng có thể làm những việc quá nhiều rủi ro. Có một cách giúp một ngân hàng đảm bảo với những người gửi tiền rằng nó không đang làm những việc quá nhiều rủi ro và vì vậy tiếp tục nhận được các món tiền gửi của họ. Ngân hàng này có thể đa dạng hóa danh mục cho vay của nó, nhờ đó rõ ràng là nó đang giảm các rủi ro của mình. Việc đa dạng hóa là một nguyên lý quan trọng của việc quản lý ngân hàng bởi vì nó làm cho quan hệ giữa ngân hàng với những người gửi tiền là tương hợp ý muốn. Tuy vậy, như chúng ta đã thấy trước đây, cũng có những lợi ích trong việc chuyên môn hóa cho vay. Các ngân hàng phải cân đối các lợi ích và chi phí giữa việc đa dạng hóa hoặc chuyên môn hóa.

Việc điều hành của chính phủ để làm tăng tính tương hợp ý muốn.

Việc gì sẽ xảy ra nếu những người gửi tiền không đủ tinh tế để nhận biết liệu một ngân hàng có đủ vốn cổ phần và được đa dạng hóa đầy đủ hay không ? Những người gửi tiền có muốn chính phủ bảo đảm rằng một ngân hàng tiến hành đa dạng hóa một cách đầy đủ và có đủ vốn cổ phần hay không ? Việc điều hành của Chính phủ là một phương cách khiến cho mối quan hệ của một ngân hàng với những người gửi tiền trở thành tương hợp ý muốn. Thật vậy, như chúng ta sẽ thấy trong chương sau, những đòi hỏi về vốn cổ phần ngân hàng và những hạn chế để khuyến khích đa dạng hóa là những đặc điểm của sự điều hành của chính phủ đối với hệ thống hoạt động ngân hàng.

QUẢN LÝ RỦI RO LÃI SUẤT

Với sự không ổn định ngày càng tăng của lãi suất vào những năm 1980, đã làm cho các ngân hàng trở nên quan tâm hơn đến việc phải đối phó mặt với rủi ro về lãi suất, là rủi ro về thu nhập và lợi tức, tính chất rủi ro này gắn liền với những thay đổi trong các lãi suất. Để hiểu rủi ro lãi suất là gì, một lần nữa chúng ta hãy nghiên cứu First National Bank, ngân hàng này có bản quyết toán tài sản sau đây :

First National Bank

Tài sản có	Tài sản nợ
Những tài sản có loại nhạy cảm với lãi suất 20 triệu đôla	Những tài sản nợ loại nhạy cảm với lãi suất 50 triệu đôla
- Cho vay có lãi suất thay đổi	- CD có lãi suất thay đổi
- Chứng khoán ngắn hạn	- Những tài khoản ký thác trên thị trường tiền tệ
Những tài sản có loại cố lãi suất cố định 80 triệu đôla	- Các quỹ Liên bang.
- Tiền dự trữ	Những tài sản nợ loại lãi suất cố định 50 triệu đôla
- Tiền cho vay dài hạn	- Tiền gửi có thể phát séc.
- Chứng khoán dài hạn	Tiền gửi tiết kiệm
	- CD dài hạn
	- Vốn cổ phần

Nhìn bản quyết toán tài sản của ngân hàng này ta thấy một tổng số 20 triệu đôla tài sản có của nó là loại nhạy cảm với lãi suất, chúng thay đổi nhiều lần (ít nhất một lần mỗi năm), và 80 triệu đôla tài sản có của nó, loại có lãi suất cố định, chúng giữ nguyên không thay đổi trong thời gian dài (trên 1 năm). Ở bên tài sản nợ, First National Bank có 50 triệu đô la tài sản nợ loại nhạy cảm với lãi suất và 50 triệu đôla tài sản nợ loại có lãi suất cố định. Giả sử các lãi suất tăng 5 phần trăm, ví dụ, tính trung bình từ 10% đến 15%. Thu nhập đối với các tài sản có này tăng thêm 1 triệu đôla (= 5% x 20 triệu đôla tài sản có, loại nhạy cảm với lãi suất) trong khi đó, tiền thanh toán cho những tài sản nợ của nó tăng thêm 2,5 triệu đôla (= 5% x 50 triệu đôla tài sản nợ, loại nhạy cảm với lãi suất), như thế lợi nhuận của First National Bank giảm mất, 1,5 triệu đôla (= 1 triệu đôla - 2,5 triệu đôla). Mặt khác, nếu các lãi suất giảm bớt 5 phần trăm, sự suy luận tương tự cho chúng ta biết rằng lợi nhuận của First National Bank tăng thêm 1,5 triệu đôla. Ví dụ này chứng minh vấn đề sau : *Nếu một ngân hàng có nhiều tài sản nợ loại nhạy cảm với lãi suất hơn là tài sản có, một sự tăng lãi suất sẽ giảm lợi nhuận của ngân hàng, trong khi đó một sự sụt giảm lãi suất sẽ làm tăng lợi nhuận của ngân hàng.*

Phân tích khoảng cách và khoảng thời gian tồn tại

Tính chất nhạy cảm lợi nhuận của ngân hàng nói trên đối với những thay đổi

lãi suất có thể được lượng định một cách trực tiếp hơn bằng cách sử dụng **phân tích khoảng cách**, trong đó tổng số tài sản nợ loại nhạy cảm với lãi suất được trừ vào những tài sản có loại nhạy cảm với lãi suất. Trong ví dụ của chúng ta, sự tính toán này được gọi là "khoảng trống" là - 30 triệu đôla (= 20 triệu đôla - 50 triệu đôla). Bằng cách nhân số khoảng cách với thay đổi về lãi suất, chúng ta có ngay kết quả đối với lợi nhuận của ngân hàng. Ví dụ, khi lãi suất tăng thêm 5 phần trăm thì thay đổi về lợi nhuận là : $5\% \times 30$ triệu đôla, thay đổi này bằng - 1,5 triệu đôla, như chúng ta đã thấy.

Sự phân tích khoảng cách được thực hiện ở trên được gọi là "sự phân tích khoảng cách cơ bản" và nó có thể được làm tinh tế thêm bằng 2 cách. Rõ ràng, không phải tất cả tài sản có và tài sản nợ loại có lãi suất cố định là có cùng một hạn kỳ thanh toán. Cách làm tinh tế thứ nhất là "tiếp cận mùng mẫn hạn" ("maturity bucket approach") là để đo khoảng cách đối với một vài phân khoảng mẫn hạn, được gọi là "những mùng mẫn hạn" ("maturity buckets"), để những hiệu quả của những thay đổi về lãi suất trong nhiều năm có thể tính được. Cách làm tinh tế thứ hai được gọi là "sự phân tích khoảng cách được tiêu chuẩn hóa" giải thích các mức độ khác nhau của tính nhạy cảm lãi suất đối với những tài sản có và tài sản nợ nhạy cảm có lãi suất khác nhau.

Một phương pháp thay thế để lượng định rủi ro lãi suất, được gọi là **phân tích khoảng thời gian tồn tại**, nghiên cứu tính nhạy cảm của giá trị thị trường của tất cả các tài sản có và tài sản nợ của một ngân hàng đối với những thay đổi về lãi suất. Phân tích khoảng thời gian tồn tại được dựa trên khái niệm về khoảng thời gian tồn tại của Macaulay, nó lượng định thời gian sống trung bình của dòng tiền thanh toán của một chứng khoán ⁵. Khoảng thời gian tồn tại là một

(5) Về mặt đại số học, khoảng thời gian tồn tại của Macaulay, D , được định nghĩa là

$$D = \frac{\sum_{\tau=1}^N \tau \times CP_{\tau} / (1+i)^{\tau}}{\sum_{\tau=1}^N CP_{\tau} / (1+i)^{\tau}}$$

trong đó : τ = Thời gian tính đến lúc việc thanh toán tiền mặt được thực hiện

CP_{τ} = thanh toán tiền mặt (lãi + gốc) tại thời điểm T

i = lãi suất

N = thời gian đến khi mãn hạn của chứng khoán này.

khái niệm rất hữu ích vì nó mang lại một xấp xỉ tốt tính nhạy cảm của giá trị thị trường của một chứng khoán đối với một thay đổi về lãi suất của nó.

Thay đổi tính bằng phần trăm về giá trị thị trường của chứng khoán \approx - (thay đổi phần trăm về lãi suất) \times (khoảng thời gian tồn tại trong các năm).

ở đây \sim nghĩa là "gần bằng"

Sự phân tích khoảng thời gian tồn tại liên quan đến việc so sánh khoảng thời gian tồn tại trung bình của những tài sản có của một ngân hàng với khoảng thời gian tồn tại trung bình của những tài sản nợ của ngân hàng đó. Quay trở lại với ví dụ của chúng ta về First National Bank, giả sử rằng với bản quyết toán tài sản được thảo ra ở trên, khoảng thời gian tồn tại trung bình của những tài sản có của nó là 5 năm (tức là, thời gian sống trung bình của dòng thanh toán là 5 năm), trong khi đó, khoảng thời gian tồn tại trung bình của những tài sản nợ của nó là 3 năm. Với sự tăng thêm 5 phần trăm lãi suất, giá trị thị trường của những tài sản có của ngân hàng này giảm đi 25% ($= -5\% \times 5$ năm) và giá trị thị trường của những tài sản nợ này giảm sút 15% ($= -5\% \times 3$ năm). Kết quả thực là giá trị ròng (giá trị thị trường của những tài sản có trừ đi các tài sản nợ) đã giảm 10% của tổng giá trị tài sản có ban đầu. (Kết quả này cũng có thể được tính trực tiếp hơn như là - [thay đổi phần trăm về lãi suất] \times [khoảng thời gian tồn tại của các tài sản có] trừ đi [khoảng thời gian tồn tại của các tài sản nợ] tức là, $-10\% = -5\% \times [5-3]$). Một cách tương tự, sự sụt giảm 5 phần trăm về lãi suất làm tăng giá trị ròng của First National Bank 10% của tổng giá trị tài sản có.

Như ví dụ của chúng ta làm sáng tỏ cả hai phân tích khoảng thời gian tồn tại và phân tích khoảng trống cho thấy rằng First National Bank sẽ gặp khó khăn do một sự tăng về lãi suất nhưng sẽ được lợi do một sự giảm sút về lãi suất. Phân tích khoảng thời gian tồn tại và phân tích khoảng trống như vậy là những công cụ để báo cho một ngân hàng biết mức độ đối mặt của ngân hàng đó trước rủi ro lãi suất.

Những chiến lược cho việc quản lý rủi ro lãi suất

Một khi Brenda, người giám đốc ngân hàng đã thực hiện sự phân tích khoảng thời gian tồn tại và sự phân tích khoảng trống của cô cho First National Bank, nay cô cần quyết định những chiến lược thay thế nào phải theo đuổi. Nếu có tin

chắc rằng các lãi suất sẽ giảm trong tương lai, cô có thể sẵn lòng không làm gì cả vì rằng ngân hàng này có nhiều tài sản nợ, loại nhạy cảm về lãi suất hơn so với những tài sản có, loại nhạy cảm về lãi suất, do đó sẽ có lợi nhờ sự sụt giảm lãi suất dự tính. Tuy vậy, Brenda cũng nhận thấy rằng First National Bank bị đặt trước rủi ro lãi suất quan trọng bởi vì luôn luôn có một khả năng là lãi suất sẽ tăng hơn là sẽ giảm - Brenda có thể cố gắng thu ngắn khoảng thời gian tồn tại của những tài sản có của ngân hàng này để làm tăng tính nhạy cảm về lãi suất của chúng, hoặc khác đi, kéo dài khoảng thời gian tồn tại của các tài sản nợ. Do sự điều chỉnh lại những tài sản có và tài sản nợ của ngân hàng này như vậy, ngân hàng này sẽ bớt bị tác động những chao đảo của các lãi suất.

Một vấn đề khi loại bỏ rủi ro lãi suất của First National Bank bằng cách thay

BÀI ĐỌC THÊM 9.3

Sử dụng đối chọi lãi suất để loại bỏ rủi ro lãi suất

Nhằm loại bỏ rủi ro lãi suất và làm tương xứng tính nhạy cảm về lãi suất của những tài sản có và những tài sản nợ của mình, First National Bank thực tế muốn chuyển đổi 30 triệu đôla tài sản có, loại có lãi suất cố định thành 30 triệu đôla tài sản có loại nhạy cảm với lãi suất. Giả sử rằng một trung gian tài chính khác, ví dụ, Friendly Finance Company có 30 triệu tài sản nợ, loại có lãi suất cố định và 30 triệu tài sản có loại nhạy cảm với lãi suất, do đó nó muốn loại bỏ rủi ro lãi suất của mình bằng cách chuyển đổi 30 triệu đôla tài sản có, loại nhạy cảm với lãi suất thành 30 triệu đôla tài sản có, loại có lãi suất cố định. Một người trung gian ví dụ, một ngân hàng đầu tư, sẽ làm cho hai bên cộng tác với nhau với một món lệ phí và đưa ra một hợp đồng trong đó First National Bank sẽ thanh toán cho Friendly Finance Com-

pany tiền lãi thu được của 30 triệu đôla tài sản có, loại có lãi suất cố định, trong khi đó, ngược lại, Friendly Finance Company sẽ thanh toán cho First National Bank tiền lãi thu được của 30 triệu đôla tài sản có, loại nhạy cảm với lãi suất. Cuộc đối chọi lãi suất này nay sẽ dẫn đến việc loại bỏ hoàn toàn rủi ro lãi suất cho cả hai phía: First National Bank nay sẽ có thu nhập loại nhạy cảm với lãi suất của 30 triệu đôla tài sản có, món này sẽ cân xứng một cách chính xác với tiền thanh toán loại nhạy cảm với lãi suất của 30 triệu đôla tài sản nợ của nó, và Friendly Finance Company sẽ có thu nhập loại theo lãi suất cố định của 30 triệu đôla tài sản có, món này sẽ cân xứng một cách chính xác với tiền thanh toán loại theo lãi suất cố định của 30 triệu đôla tài sản nợ.

đổi bản quyết toán tài sản đó là ở chỗ có thể rất tốn kém đối với những hoạt động ngắn hạn. Ngân hàng này có thể bị ràng buộc vào những tài sản cố và tài sản nợ những khoảng thời gian tồn tại riêng biệt bởi vì đây là phạm vi mà ngân hàng đó thông thạo. Các công cụ tài chính đã được phát triển giúp các ngân hàng quản lý rủi ro lãi suất của họ một cách dễ dàng hơn. Phương pháp "đổi chéo lãi suất", xuất hiện lần đầu ở thị trường trái khoán châu Âu vào năm 1981, là một ví dụ về một công cụ tài chính như vậy. Những sự "đổi chéo lãi suất" giúp một tổ chức tài chính có nhiều tài sản cố, loại nhạy cảm về lãi suất hơn so với những tài sản nợ, loại nhạy cảm về lãi suất có thể trao đổi các dòng tiền thanh toán với một tổ chức tài chính có nhiều tài sản nợ, loại nhạy cảm về lãi suất hơn so với những tài sản cố, loại nhạy cảm về lãi suất nhờ vậy giảm được rủi ro lãi suất nhờ vậy giảm được rủi ro lãi suất cho cả hai phía. (xem Bài đọc thêm 9.3). Cái hay của sự dàn xếp này là ở chỗ nó không đòi hỏi một phía nào phải sắp xếp lại bản quyết toán tài sản của mình : như vậy, các trao đổi lãi suất là phương pháp tương đối ít tốn kém để giảm rủi ro lãi suất.

Các ngân hàng cũng có thể dùng thị trường tài chính kỳ hạn và thị trường chọn lựa cho các công cụ vay nợ để giảm rủi ro lãi suất bằng cách tự bảo vệ. Những công việc của các thị trường này được thảo luận sâu hơn ở Chương 13. Tuy các thị trường tài chính kỳ hạn và thị trường chọn lựa cho các công cụ vay nợ có lợi là chúng có chi phí giao dịch thấp hơn so với thị trường trao đổi lãi suất, chúng có một nhược điểm quan trọng : Các hợp đồng trong các thị trường này được tiêu chuẩn hóa và không thể được sửa cho khớp với những sự cần thiết chính xác của một ngân hàng. Như vậy, những trao đổi lãi suất, thị trường tài chính kỳ hạn và thị trường chọn lựa cho những công cụ vay nợ đều được các ngân hàng sử dụng để quản lý rủi ro lãi suất của họ.

NHỮNG HOẠT ĐỘNG NGOÀI BẢN QUYẾT TOÁN TÀI SẢN

Tuy việc quản lý tài sản cố và tài sản nợ lâu nay đã là mối quan tâm lớn của các ngân hàng, nhưng trong môi trường cạnh tranh hơn của những năm gần đây các ngân hàng đang ráo riết tìm ra lợi nhuận bằng cách thực hiện những hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản, **những hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản** liên quan đến việc mua bán những công cụ tài chính và tạo ra thu nhập

nờ các khoản lệ phí và bán những món cho vay, tất cả chúng tác động đến lợi nhuận của ngân hàng nhưng không thấy trên các bản quyết toán tài sản ngân hàng. Chúng ta đã từng thấy rằng những cố gắng của các ngân hàng để quản lý rủi ro lãi suất đã dẫn tới việc mua bán trong thị trường tài chính kỳ hạn và các thị trường chọn lựa giành cho những công cụ vay nợ, và những hoạt động trao đổi lãi suất. Các ngân hàng có thực hiện những hoạt động ngân hàng quốc tế cũng tiến hành các giao dịch trong thị trường ngoại hối. Tất cả các giao dịch trong những thị trường này là những hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản của một ngân hàng vì chúng không có một tác dụng trực tiếp đến bản quyết toán tài sản của ngân hàng đó. Tuy rằng việc mua bán của ngân hàng trong các thị trường này thường được nhằm vào việc giảm rủi ro hoặc tạo dễ dàng cho hoạt động kinh doanh ngân hàng khác, các ngân hàng đôi khi cố gắng "thắng" các thị trường này và tiến hành đấu cơ. Hoạt động đấu cơ này có thể là một kinh doanh rất rủi ro và thực vậy đã dẫn đến nhiều vụ ngân hàng không trả được nợ - vụ gây ấn tượng mạnh mẽ nhất là sự vỡ nợ của Franklin National Bank năm 1947, ngân hàng này đã sụp đổ do các tổn thất trong thị trường hối đoái. Một dạng thứ hai của hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản ngân hàng, và trong những năm gần đây đã tăng tầm quan trọng, liên quan đến thu nhập có được nhờ bán các món cho vay. Một vụ **bán món cho vay**, còn được gọi là một vụ tham gia cấp hai vào món cho vay, gồm một hợp đồng bán toàn bộ hoặc một phần dòng tiền mặt từ một món cho vay đặc biệt và do vậy loại bỏ món cho vay này khỏi bản quyết toán tài sản của ngân hàng đó. Các ngân hàng thu lợi nhuận bằng cách bán các món cho vay với số tiền hơi lớn hơn so với số tiền của món cho vay ban đầu. Những người mua món cho vay này do vậy thu được lãi suất hơi thấp hơn so với lãi suất ban đầu của món vay đó, thường vào khoảng 0,15 phần trăm.

Một dạng thứ ba của những hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản ngân hàng gồm việc tạo ra thu nhập nhờ những lệ phí mà các ngân hàng nhận được khi cung cấp những dịch vụ chuyên môn hóa cho các khách hàng của họ, ví dụ như : (1) thực hiện kinh doanh hối đoái nhân danh một khách hàng ; (2) phục vụ một chứng khoán hỗ trợ vay thế chấp bằng cách thu tiền gốc và tiền lãi rồi đem thanh toán hết ; (3) bảo đảm các chứng khoán vay nợ ví dụ các hối phiếu được ngân hàng chấp nhận (nghĩa là ngân hàng này hứa thực hiện thanh toán tiền gốc và lãi nếu bên phát hành chứng khoán này không thể thực hiện) ; và (4) cung cấp những mức tín dụng hỗ trợ. Có một vài dạng của mức tín dụng hỗ trợ.

Công cụ truyền thống nhất là một thư tín dụng dự phòng. Ở đây, với một lệ phí, ngân hàng chấp thuận rằng trong một khoảng thời gian đã chỉ định, nó sẽ cung cấp một món cho vay đã định theo yêu cầu của khách hàng. Các mức tín dụng nay cũng có hiệu lực đối với những người gửi tiền ngân hàng, họ có thể phát séc vượt quá số dư tiền gửi của mình và thực ra là tự cho mình món vay. Những mức tín dụng khác nhờ đó các ngân hàng thu được lệ phí gồm các thư tín dụng hỗ trợ cho những phát hành thương phiếu và các chứng khoán khác và những mức tín dụng để bảo đảm trái phiếu châu Âu (Euronotes).

Các hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản ngân hàng như việc bảo đảm các chứng khoán và các mức tín dụng làm tăng rủi ro mà một ngân hàng phải đối phó. Tuy một chứng khoán được bảo đảm không xuất hiện trên một bản quyết toán tài sản ngân hàng, nó vẫn đặt ngân hàng này trước rủi ro vỡ nợ : nếu người phát hành chứng khoán này vỡ nợ thì ngân hàng này phải thanh toán hết cho người sở hữu chứng khoán đó. Các mức tín dụng hỗ trợ cũng đặt một ngân hàng trước rủi ro bởi vì ngân hàng này có thể bị buộc cung cấp các món cho vay khi nó không có đủ khả năng tiền mặt hoặc khi một người vay tiền là một người mạo hiểm tín dụng hết sức tồi tệ.

Do rủi ro tăng lên mà các ngân hàng đang đối mặt vì những hoạt động không thể hiện trên bản quyết toán tài sản, nhiều ngân hàng đang thận trọng xem xét kỹ lưỡng những thủ tục đánh giá rủi ro của họ và đang sử dụng kỹ thuật computer hiện đại nhất để kiểm tra lại chúng. Như chúng ta sẽ thấy ở chương sau đây, những người điều hành ngân hàng cũng quan tâm đến những rủi ro đang tăng lên do các hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản của các ngân hàng. Hoạt động ngân hàng không còn là một nghề nghiệp thăm lạng như có lúc đã là như vậy, khiến cho một chủ ngân hàng tuyên bố : "Bất chấp cả những bộ complet màu đen mà các người cầm đầu ngân hàng mặc, hoạt động ngân hàng là một công nghiệp rất nung động."

TÓM TẮT

1. Bản quyết toán tài sản của các ngân hàng thương mại có thể được xem như một bản kê các nguồn vốn và những việc sử dụng

vốn ngân hàng. Các tài sản nợ của một ngân hàng là những nguồn vốn của nó, gồm tiền gửi có thể phát séc, tiền gửi có kỳ hạn, tiền

vay chiết khấu từ Fed, tiền vay từ các ngân hàng và các công ty khác cùng với vốn ngân hàng. Tài sản có của một ngân hàng là các việc sử dụng vốn của nó, bao gồm tiền dự trữ, tiền mặt trong quá trình thu gửi tại các ngân hàng khác, chứng khoán, tiền cho vay, và những tài sản khác (chủ yếu là vốn hiện vật).

2. Các ngân hàng tạo ra thuận lợi qua quá trình chuyển đổi tài sản: Họ vay ngắn hạn (phát hành các món gửi) và cho vay dài hạn (thực hiện các món cho vay). Khi một ngân hàng nhận được thêm một khoản tiền gửi, nó được lợi thêm một khoản tiền dự trữ bằng như thế; khi nó mất một khoản tiền gửi nó mất khoản tiền dự trữ bằng như thế.

3. Tuy các tài sản lỏng hơn có xu thế thu được lợi tức thấp hơn, các ngân hàng vẫn muốn nắm giữ chúng. Đặc biệt, các ngân hàng nắm giữ tiền dự trữ quá mức và tiền dự trữ hạng hai bởi vì chúng mang lại sự bảo hiểm để phòng thiệt hại của một dòng tiền gửi rút ra. Các ngân hàng quản lý tài sản có của họ để làm cực đại lợi nhuận qua việc tìm kiếm những lợi tức cao nhất có thể có ở các món cho vay và chứng khoán, đồng thời, cố gắng giảm thiểu rủi ro và tạo ra những dự trữ khả năng tiền mặt. Tuy quản lý tài sản nợ đã có thời là một công việc tĩnh tại, các ngân hàng lớn (các trung tâm tiền tệ) nay ráo riết tìm kiếm những nguồn vốn bằng cách phát hành những tài sản nợ ví dụ như giấy chứng nhận tiền gửi chuyển nhượng được hoặc bằng các nỗ lực vay từ các ngân hàng và các công ty khác.

4. Việc ứng dụng khái niệm lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức giúp giải thích nhiều nguyên tắc quản lý ngân hàng liên quan đến các hoạt động cho vay: sàng lọc và giám sát thiết lập mối quan hệ khách hàng lâu dài, các mức tín dụng, vật thế chấp, số dư hù, và hạn chế tín dụng.

5. Với sự tăng thêm tính chất bất định của lãi suất xuất hiện trong những năm 1980, các ngân hàng ngày càng quan tâm hơn đến việc họ đối mặt với rủi ro lãi suất; Việc phân tích khoảng cách và phân tích khoảng thời gian tồn tại làm cho một ngân hàng biết được liệu nó có nhiều tài sản nợ loại nhạy cảm với lãi suất hơn tài sản có hay không (trong trường hợp có một sự tăng lãi suất sẽ làm giảm lợi nhuận ngân hàng, ngược lại một sự giảm lãi suất sẽ làm tăng lợi nhuận ngân hàng). Các ngân hàng quản lý rủi ro lãi suất của họ không chỉ bằng cách biến đổi bản quyết toán tài sản của họ mà còn bằng cách kinh doanh những vụ đổi chéo lãi suất các hợp đồng tài chính kỳ hạn, các hợp đồng chọn lựa cho các công cụ tài chính.

6. Những hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản bao gồm việc mua bán những công cụ tài chính và việc tạo ra thu nhập bằng lệ phí và bán các món cho vay, tất cả các việc trên tác động đến lợi nhuận ngân hàng nhưng không thấy được trên bản quyết toán tài sản ngân hàng. Do các hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản ngân hàng đặt các ngân hàng trước nhiều rủi ro hơn, chu nên nhiều ngân hàng đang sử dụng kỹ thuật computer hiện đại nhất để hiện đại hóa quá trình đánh giá rủi ro của họ.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Vì sao một ngân hàng có thể sẵn lòng vay vốn từ các ngân hàng khác với một lãi suất cao hơn là nó có thể vay từ Fed ?

* 2. Hãy sắp xếp những tài sản có của ngân hàng sau đây theo thứ tự từ lỏng nhất đến ít lỏng nhất : a) Các món cho vay thương mại ; b) chứng khoán ; c) tiền dự trữ ; d) vốn hiện vật.

3. Sử dụng các tài khoản T của First National Bank và Second National Bank, hãy mô tả điều gì xảy ra khi Jane Brown phát một séc 50 đôla theo tài khoản của cô tại First National Bank để trả cho hạn cổ Joe Green, cô này gửi tám séc đó vào tài khoản của mình ở Second National Bank.

*4. Cái gì sẽ xảy ra đối với dự trữ của First National Bank nếu một người rút tiền mặt ra 1000 đôla và một người khác gửi vào 500 đôla tiền mặt ? Dùng tài khoản T để giải thích câu trả lời của bạn.

5. Ngân hàng mà bạn làm chủ có bản quyết toán tài sản sau :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	75 triệu đôla	Tiền gửi	500 triệu đôla
Tiền cho vay	525 triệu đôla	Vốn ngân hàng	100 triệu đôla

Nếu ngân hàng này chịu một dòng tiền rút ra là 50 triệu đôla với tỷ lệ tiền dự trữ bắt buộc là 10%. Bạn phải làm gì để giữ cho ngân hàng của bạn không vỡ nợ ?

*6. Nếu một dòng tiền rút ra là 50 triệu đôla xảy ra, một ngân hàng sẽ có bản quyết toán tài sản nào trước hết : bản nêu trong bài tập bên trên hay bản dưới đây ? Vì sao ?

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	100 triệu đôla	Tiền gửi	500 triệu đôla
Chứng khoán	500 triệu đôla	Vốn ngân hàng	100 triệu đôla

7. Vì sao việc phát triển thị trường vay qua đêm đã khiến cho dễ có thể là các ngân hàng sẽ nắm giữ tiền dự trữ quá mức ít hơn ?

*8. Nếu ngân hàng bạn sở hữu không có tiền dự trữ quá mức và một khách hàng mạnh đến hỏi vay tiền, liệu bạn có đương nhiên bác bỏ đề nghị của ông ta bằng cách giải thích rằng bạn không có chút tiền dự trữ nào để cho vay hay không ? Vì sao như vậy và vì sao không như vậy ? Những phương án nào sẵn có để hạn chọn cung cấp cho khách hàng của bạn số vốn mà ông ta cần ?

9. Một ngân hàng sẽ thay đổi bản quyết toán tài sản của nó như thế nào nếu những người quản lý của nó dự tính ngân hàng đó có một dòng tiền gửi rút ra trong tương lai gần ?

*10. Các ngân hàng hầu như luôn không kháng đòi hỏi các hãng mà nó cho vay tiền phải giữ các số dư bù ở ngân hàng cho vay. Vì sao như vậy ?

11. Vì sao tờ mà là một đặc tính tốt đối với một ngân hàng ?

*12. Câu sau là đúng, sai hoặc không rõ

ràng : "Do việc đa dạng hóa là một chiến lược nên theo đuổi để tránh rủi ro, một ngân hàng không nên chuyên môn hóa trong việc thực hiện những món cho vay đặc thù ?

13. Giả sử bạn là người quản lý một ngân hàng, ngân hàng này có 15 triệu đôla tài sản có thuộc loại lãi suất cố định, 30 triệu đôla tài sản có loại nhạy cảm với lãi suất, 25 triệu đôla tài sản nợ loại lãi suất cố định và 20 triệu đôla tài sản nợ loại nhạy cảm với lãi suất. Hãy tiến hành một phân tích khoảng cách cho ngân hàng này và cho biết điều gì sẽ xảy ra cho lợi nhuận của ngân hàng nếu lãi suất tăng 5 phần trăm. Bạn có thể làm gì để giảm rủi ro lãi suất cho ngân hàng này ?

*14. Giả sử bạn là người quản lý một

ngân hàng, 75 triệu đôla tài sản có của nó có khoảng thời gian tồn tại trung bình 4 năm, trong khi đó 75 triệu đôla tài sản nợ của nó có khoảng thời gian tồn tại trung bình 6 năm. Hãy tiến hành một phân tích khoảng thời gian tồn tại cho ngân hàng này và cho biết điều gì sẽ xảy ra cho giá trị ròng của ngân hàng này nếu lãi suất tăng 2 phần trăm ? Bạn có thể làm gì để giảm rủi ro lãi suất của ngân hàng này ?

15. Liệu phân tích khoảng trống và phân tích khoảng thời gian tồn tại có luôn luôn khác biệt đối với việc liệu một ngân hàng sẽ có phải kén dài hạn kỳ các tài sản nợ so với tài sản có của nó để giảm rủi ro lãi suất hay không ?

CHƯƠNG 10

Công nghiệp ngân hàng

LỜI DẪN

Những hoạt động của những ngân hàng riêng rẽ (họ thu, sử dụng và quản lý tiền vốn như thế nào để tạo được một lợi nhuận) đại thể là tương tự nhau trên toàn thế giới. Ở tất cả các nước, các ngân hàng là những trung gian tài chính trong kinh doanh thu lợi nhuận. Khi bạn xem xét cấu trúc và hoạt động của công nghiệp ngân hàng nói chung, thì nước Mỹ rõ ràng tự bản thân nó là một loại. Ở hầu hết các nước, 4 hoặc 5 ngân hàng lớn ngự trị một cách đặc trưng công nghiệp ngân hàng, nhưng ở Mỹ, hiện có khoảng 12.000 ngân hàng thương mại, 2500 công ty cho vay và tiết kiệm, 500 ngân hàng tiết kiệm tương trợ, và hơn 15000 liên hiệp tín dụng đang hoạt động.

Còn gì tốt hơn? Phải chăng tính chất đa dạng này nghĩa là hệ thống ngân hàng Mỹ có tính cạnh tranh hơn và do đó có hiệu quả kinh tế hơn, cũng như lành mạnh hơn so với các hệ thống ngân hàng ở các nước khác? Điều gì trong hệ thống kinh tế và chính trị Mỹ giải thích con số to lớn các tổ chức hoạt động ngân hàng này? Trong chương này chúng ta cố gắng trả lời các câu hỏi này bằng cách xem xét sự tiến triển lịch sử, hệ thống điều hành, và cấu trúc tổng thể của công nghiệp ngân hàng. Ngoài các loại ngân hàng khác nhau, còn có 5 cơ quan liên bang cùng với nhiều ủy ban về ngân hàng tiểu bang đảm nhiệm điều hành các tổ chức ngân hàng. Ở bất cứ lúc nào, một vài trong số những cơ quan này, mỗi cơ

quan với những qui tắc và điều lệ được định ra của mình, có thể lãnh đạo một ngân hàng đã định. Do đó, hệ thống ngân hàng của chúng ta có thể được đặc trưng như là có nhiều người hoạt động - bản thân các tổ chức ngân hàng và nhiều cơ quan điều hành của chúng. Do những người hoạt động này thường có những lợi ích cạnh tranh với nhau, cho nên sự xung đột, những nhân tố hình thành ra cấu trúc của ngành công nghiệp năng động này, tăng lên thường xuyên và kích thích sự thay đổi.

Chúng ta bắt đầu chương này bằng cách xem xét công nghiệp ngân hàng thương mại một cách chi tiết và tiếp sau đó xem xét công nghiệp ngân hàng tiết kiệm, bao gồm những ngân hàng tiết kiệm cho vay, tiết kiệm tương trợ và các liên hiệp tín dụng. Chúng ta giành nhiều thời gian hơn cho những ngân hàng thương mại vì chúng là những tổ chức gửi tiền lớn nhất coi như chiếm hơn 2/3 số tiền gửi trong hệ thống ngân hàng. Ngoài việc xem xét hệ thống ngân hàng trong nước, chúng ta cũng xem xét những động lực đằng sau sự tăng trưởng của ngân hàng quốc tế để thấy nó đã tác động đến chúng ta ở nước Mỹ như thế nào.

SỰ PHÁT TRIỂN CỦA HỆ THỐNG NGÂN HÀNG KÉP

Như đã thảo luận ở Chương 3, các lực lượng chính trị đã gây áp lực khiến chính phủ trở nên bị thu hút vào công việc điều hành hệ thống ngân hàng như sau : Chính phủ cố gắng : (1) bảo đảm sự an toàn của tiền gửi và tính chất lành mạnh của các ngân hàng, (2) cải thiện việc kiểm soát chính sách tiền tệ, và (3) khuyến khích sở hữu nhà ở. Lý do hàng đầu cho việc điều hành ngân hàng là sự mong muốn một hệ thống ngân hàng lành mạnh, do đó chính phủ cố gắng bảo vệ những người gửi tiền, những người có thể không biết liệu các món tiền gửi của họ có an toàn tại một tổ chức ngân hàng riêng biệt hay không. Qua nhiều năm, lý do này đã là sức mạnh quyết định đằng sau sự phát triển của hệ thống điều hành ngân hàng hiện hành.

Trước năm 1863, tất cả các ngân hàng thương mại ở Mỹ được các ủy ban ngân hàng tiểu bang nơi mà các ngân hàng này hoạt động trao đặc quyền. Không tồn tại đồng tiền quốc gia nào, và các ngân hàng thu được vốn trước hết bằng cách phát hành những giấy bạc ngân hàng (đồng tiền do các ngân hàng phát hành, nó có thể được mua lại bằng vàng). Do những điều lệ về ngân hàng đã rất không chặt chẽ ở nhiều tiểu bang, các ngân hàng lần lượt vỡ nợ do gian lận hoặc do không có vốn ngân hàng đầy đủ, các giấy bạc ngân hàng của họ đã trở nên kém giá trị.

Để loại bỏ những lạm dụng của các ngân hàng được tiểu bang đặc quyền

(được gọi là **các ngân hàng tiểu bang**). Đạo luật ngân hàng Quốc gia năm 1863 (và những điều sửa đổi bổ sung sau đó) đã tạo ra một hệ thống ngân hàng mới gồm những ngân hàng được liên bang trao đặc quyền (được gọi là những **ngân hàng quốc gia**), được giám sát bởi Cơ quan kiểm tra tiền, Cục kho bạc Mỹ. Luật này ban đầu nhằm làm cạn những nguồn vốn của các ngân hàng tiểu bang bằng cách áp đặt một loại thuế rất nặng lên các giấy bạc ngân hàng của họ, trong khi để cho những giấy bạc của những ngân hàng được liên bang trao đặc quyền được miễn thuế. Những ngân hàng tiểu bang thoát khỏi sự tan vỡ này một cách khôn khéo nhờ thu vốn bằng việc phát hành tiền gửi. Kết cục, ngày nay nước Mỹ có một **hệ thống ngân hàng kép**, trong đó các ngân hàng được chính phủ liên bang và tiểu bang giám sát hoạt động song song.

Hệ thống Dự trữ Liên bang (Fed) được thành lập năm 1913 để xúc tiến một hệ thống ngân hàng an toàn hơn nữa. Tất cả các ngân hàng quốc gia đòi hỏi trở thành thành viên của hệ thống Dự trữ Liên bang và đã trở thành đối tượng cho một điều lệ mới do Fed ban hành. Các ngân hàng tiểu bang có thể chọn (nhưng không bắt buộc) để trở thành thành viên của hệ thống này và hầu hết đã không trở thành vì chi phí thành viên cao theo các điều lệ của Fed.

Trong những năm Đại suy thoái từ 1930 đến 1933, những vụ vỡ nợ ngân hàng hàng loạt (lên đến con số 9000) đã làm mất trắng các món tiền tiết kiệm của nhiều người gửi tại các ngân hàng thương mại. Để ngăn ngừa những tổn thất trong tương lai của những người gửi do những vụ vỡ nợ như vậy, năm 1934 Công ty Bảo hiểm tiền gửi liên bang (FDIC), công ty cung cấp bảo hiểm tiền gửi liên bang đã được thiết lập. Các ngân hàng thành viên của Fed được yêu cầu mua bảo hiểm FDIC cho những người gửi tiền của họ, trong khi đó những ngân hàng thương mại không thuộc Fed có thể mua hay không mua bảo hiểm này (hầu hết họ đã mua). Việc mua bảo hiểm FDIC đã khiến các ngân hàng là đối tượng cho một loạt các điều lệ khác do FDIC áp đặt.

Nhiều cơ quan điều hành

Sự điều hành ngân hàng thương mại ở Mỹ đã phát triển thành một hệ thống bao trùm nhưng xộc xệch của nhiều cơ quan điều hành với những thể chế chồng chéo.

Từ năm 1991, Cơ quan kiểm tra tiền có trách nhiệm giám sát hàng đầu đối với 4000 ngân hàng quốc gia, số ngân hàng này sở hữu hơn một nửa tài sản có trong hệ thống ngân hàng thương mại. Dự trữ Liên bang và những cơ quan tiểu bang có thẩm quyền về ngân hàng cũng có trách nhiệm chủ yếu đối với 1000 ngân

hàng tiểu bang, những ngân hàng này là thành viên của hệ thống Dự trữ Liên bang. Fed cũng có trách nhiệm điều hành duy nhất đối với những công ty sở hữu một hay nhiều ngân hàng (gọi là **những công ty nắm giữ ngân hàng**) và có trách nhiệm vào hàng thứ hai đối với các ngân hàng quốc gia. FDIC và những cơ quan tiểu bang có thẩm quyền về ngân hàng cùng giám sát 7000 ngân hàng tiểu bang, số ngân hàng này có bảo hiểm FDIC nhưng không là thành viên của Fed. Những cơ quan tiểu bang có thẩm quyền ngân hàng có quyền lực pháp lý duy nhất đối với gần 500 ngân hàng tiểu bang không có bảo hiểm FDIC (những ngân hàng như vậy nắm giữ dưới 0,2% tiền gửi trong hệ thống ngân hàng thương mại).

Nếu bạn thấy hệ thống điều hành ngân hàng Mỹ rối rắm, bạn hãy hình dung sự rối rắm là như thế nào đối với những ngân hàng phải giao thiệp với một vài cơ quan điều hành. Vào tháng 2/1991, cơ quan Kho bạc Mỹ kêu gọi cải tổ để hợp lý hóa hệ thống này bằng cách loại bỏ những trách nhiệm giám sát chồng chéo của những cơ quan khác nhau. Mỗi ngân hàng sẽ chỉ chịu sự điều hành của một cơ quan điều hành và số lượng cơ quan điều hành ngân hàng sẽ được giảm xuống còn hai: Một cơ quan điều hành mới, cơ quan Ngân hàng Liên bang sẽ điều hành các ngân hàng quốc gia, và Dự trữ Liên bang sẽ điều hành các ngân hàng tiểu bang. Có nhiều khả năng là hệ thống điều hành ngân hàng sẽ được đơn giản hóa trong một tương lai gần, tuy rằng chưa rõ là hệ thống điều hành này sẽ được cấu trúc lại theo phương thức mà Kho bạc vạch ra hay không.

ĐẶC QUYỀN VÀ KIỂM TRA

Sự tiếp xúc đầu tiên mà một ngân hàng thương mại có đối với những cơ quan điều hành xảy ra khi nó nhận được một đặc quyền hoặc từ cơ quan kiểm tra tiền (trường hợp một ngân hàng quốc gia) hoặc từ một cơ quan tiểu bang có thẩm quyền về hoạt động ngân hàng (trường hợp một ngân hàng tiểu bang). Để nhận được một đặc quyền, nhóm chủ tịch tổ chức ra ngân hàng đó phải đệ trình một đơn xin nói rõ họ dự tính cho ngân hàng này hoạt động như thế nào. Khi đánh giá đơn xin này, cơ quan điều hành đó xem liệu ngân hàng này có thể là một ngân hàng lành mạnh hay không bằng cách xem xét phẩm chất ban quản trị, thu nhập có thể có, và số lượng vốn ban đầu của ngân hàng này. Trước năm 1980, cơ quan trao đặc quyền nghiên cứu kỹ lưỡng theo một quy trình đã định (điển hình) vấn đề liệu cộng đồng ở đây có cần một ngân hàng mới hay không. Thường một đặc quyền ngân hàng mới sẽ không được trao nếu những ngân hàng

hiện có trong một cộng đồng sẽ bị tổn hại nghiêm trọng do sự có mặt của ngân hàng mới đó. Ngày nay, lập trường chống cạnh tranh này (được biện hộ với lý do mong muốn ngăn ngừa những vụ vỡ nợ ngân hàng của những ngân hàng hiện có) không còn mạnh mẽ như vậy trong các cơ quan trao đặc quyền ngân hàng.

Khi một ngân hàng đã được trao đặc quyền, nó bắt buộc phải gửi báo cáo đều đặn (thường hàng quý) trình bày những tài sản có và tài sản nợ, thu nhập và lãi cổ phần, tình hình sở hữu, các hoạt động hối đoái v.v.. của mình. Ngân hàng này cũng chính là đối tượng cho việc kiểm tra định kỳ của những cơ quan điều hành ngân hàng để nắm chắc điều kiện tài chính của nó. Ví dụ, khi sự an toàn của hệ thống ngân hàng bị đe dọa (như đã xảy ra trong những năm gần đây). Cơ quan kiểm tra tiền kiểm tra những ngân hàng lớn vài lần một năm. FDIC có khoảng thời gian cực đại giữa những kỳ kiểm tra ngân hàng là 36 tháng nhưng thường thực hiện các cuộc kiểm tra thường xuyên hơn. Cơ quan Dự trữ Liên bang tiến hành cuộc kiểm tra cách nhau 18 tháng. Để tránh trùng lặp các nỗ lực, 3 cơ quan liên bang này phối hợp làm việc với nhau và thường chấp nhận các cuộc kiểm tra của nhau. Điều này nghĩa là, nói chung, các ngân hàng quốc gia được cơ quan kiểm tra tiền kiểm tra, các ngân hàng tiểu bang là thành viên của hệ thống Dự trữ Liên bang được Fed kiểm tra và những ngân hàng tiểu bang không là thành viên được FDIC kiểm tra.

Các cuộc kiểm tra ngân hàng do những nhân viên kiểm tra ngân hàng thực hiện, họ tiến hành các cuộc viếng thăm không báo trước tới các ngân hàng (do đó không điều gì có thể bị "tấu tán" do biết trước các cuộc kiểm tra của họ). Những nhân viên kiểm tra ngân hàng nghiên cứu các sổ sách của một ngân hàng để biết nó có tuân theo những quy tắc và điều lệ áp dụng cho việc nắm giữ các tài sản có của họ hay không.

Giả sử một ngân hàng đang nắm giữ những chứng khoán hoặc các món cho vay mà chúng là quá rủi ro ; nhân viên kiểm tra ngân hàng này có thể buộc ngân hàng này đẩy chúng đi. Nếu nhân viên kiểm tra một ngân hàng quyết định rằng một món vay là không có khả năng được hoàn trả, cô ta có thể buộc ngân hàng này tuyên bố món cho vay đó vô giá trị (được gọi là xóa sổ một món cho vay). Nếu sau việc kiểm tra ngân hàng này nhân viên kiểm tra đó cảm thấy rằng ngân hàng này không có đủ vốn hoặc đã tiến hành những hành vi không trong sạch, ngân hàng này có thể bị tuyên bố là một "ngân hàng có vấn đề" và sẽ bị là đối tượng cho những cuộc kiểm tra ngân hàng thường xuyên hơn.

BẢO HIỂM TIỀN GỬI LIÊN BANG VÀ FDIC

Đôi khi một ngân hàng không thể đáp ứng được các trách nhiệm đối với những người gửi tiền và vỡ nợ. Trước khi FDIC được thiết lập vào tháng 2/1934, việc vỡ nợ một ngân hàng nghĩa là những người gửi tiền sẽ phải đợi lấy lại tiền vốn gửi của họ cho đến khi ngân hàng đó được thanh lý (nghĩa là, những tài sản có của nó được chuyển thành tiền mặt). Lúc ấy, những người gửi tiền sẽ chỉ được thanh toán một phần của giá trị món gửi. Các vụ vỡ nợ ngân hàng đã là một vấn đề nghiêm trọng ngay cả suốt những năm nổi tiếng của thập kỷ 20. Khi số lượng các vụ vỡ nợ ngân hàng tính trung bình khoảng 600 vụ một năm. Trong những năm Đại suy thoái từ 1930 đến 1933, số lượng các vụ vỡ nợ ngân hàng tính trung bình là trên 2000 vụ một năm, với hơn 1/3 số ngân hàng vỡ nợ trong 4 năm đó. Để đặt những con số này vào khung cảnh chung, số ngân hàng vỡ nợ từ 1934 đến 1981 tính trung bình là 10 vụ mỗi năm.

Lý do làm cho số vụ vỡ nợ ngân hàng giảm mạnh là việc thành lập FDIC, cơ quan này ban đầu đã bảo hiểm các món tiền gửi tới 2500 đôla, nhưng nay bảo hiểm cho các món tiền gửi tới 100.000 đôla. Do FDIC bảo vệ các món gửi dưới 100.000 đôla không phải chịu bất kỳ tổn thất nào do vỡ nợ ngân hàng, do đó những người gửi tiền ít có ý muốn rút tiền của họ ra khiến ngân hàng vỡ nợ.

Tuy số vụ vỡ nợ ngân hàng đã được giảm nhiều, nhưng không phải là chuyện đã qua. Trên 1/4 số người gửi tiền trong các ngân hàng thương mại không có bảo hiểm FDIC bởi vì chúng vượt quá 100.000 đôla. Trong khi 100.000 đôla đầu tiên của một CD 1.000.000 đôla bán lại được bảo hiểm, phần còn lại 900.000 đôla không được bảo hiểm. Do những người gửi không được bảo hiểm sẽ chịu tổn thất lớn lao nếu một ngân hàng vỡ nợ, họ sẽ rút vốn của họ khỏi một ngân hàng dù chỉ với một rắc rối rất nhỏ. Sự tổn thất các món tiền gửi kết cục như thế có thể khiến ngân hàng này vỡ nợ.

Gần đây, vấn đề các vụ vỡ nợ ngân hàng đã trở nên nổi bật hơn trên các báo chí: Từ năm 1981, số vụ vỡ nợ ngân hàng đã tăng lên một cách đáng quan tâm (tới 40 vụ một năm trong năm 1982 và 1983 và trên 70 vụ năm 1984), lên đến cực điểm trong cuộc sụp đổ lớn nhất cho tới nay, đó là sự sụp đổ của Continental Illinois National Bank năm 1984, lúc đó là một trong số 10 ngân hàng lớn nhất nước Mỹ. Không may, vấn đề các vụ vỡ nợ ngân hàng này đã không mất đi. Từ năm 1985, các vụ vỡ nợ ngân hàng đang diễn ra với mức trên 100 vụ mỗi năm, với mức đỉnh là 206 vụ năm 1984, số lượng lớn nhất trong nửa thế kỷ qua.

Có hai phương pháp chủ yếu mà FDIC dùng để xử lý một ngân hàng vỡ nợ.

Phương pháp thứ nhất, được gọi là "phương pháp thanh toán hết" FDIC cho phép ngân hàng đổ vỡ nợ và thanh toán hết cho các món tiền gửi tối đa tới 100.000 đôla (bằng tiền vốn thu từ phí bảo hiểm do những ngân hàng đã mua bảo hiểm FDIC trả). Rồi sau khi ngân hàng này được thanh lý, FDIC ngồi lại với những chủ nợ khác của ngân hàng này và nhận phần thanh toán của mình trong số tiền thanh lý các tài sản có của ngân hàng vỡ nợ đó. Nói chung, khi áp dụng, "phương pháp thanh toán hết" những người có các món gửi vượt quá giới hạn 100.000 đôla, nhận lại trên 90 xu cho mỗi một đôla tiền gửi, tuy rằng quá trình này có thể mất một vài năm mới hoàn thành. Phương pháp thanh toán hết là phương pháp ít được dùng nhất cho những món tiền gửi có bảo đảm của một ngân hàng vỡ nợ. Tuy nhiên, nó được dùng khi Penn Square Bank of Oklahoma, một ngân hàng cỡ trung bình vỡ nợ vào tháng 7 năm 1982 lúc ấy nhiều trong số những món cho vay của ngân hàng này đã trở nên tồi tệ.

Theo phương pháp thứ hai, được gọi là "phương pháp mua và nắm quyền kiểm soát", FDIC tổ chức lại ngân hàng này, nói chung bằng cách tìm một người chung phần sẵn lòng hợp nhất, người này nhận gánh lấy tất cả những món tiền gửi của ngân hàng không trả được nợ này do đó không ai trong số những người gửi tiền này bị mất một xu. FDIC có thể giúp người chung phần hợp nhất này bằng cách cung cấp cho người đó những món cho vay trợ cấp hoặc bằng cách mua một số trong những món cho vay yếu kém hơn của ngân hàng vỡ nợ đó. Kết quả thực của phương pháp mua và nắm quyền kiểm soát là ở chỗ FDIC đã bảo đảm tất cả các món tiền gửi, chứ không chỉ những món dưới 100.000 đôla. Phương pháp mua và nắm quyền kiểm soát là phương thức phổ biến nhất của FDIC để giải quyết một ngân hàng bị vỡ nợ, đặc biệt khi ngân hàng này là loại lớn và FDIC sợ rằng những tổn thất của người gửi tiền có thể khuyến khích những vụ phá sản kinh doanh và các vụ vỡ nợ ngân hàng khác.

Quỹ bảo hiểm ngân hàng của FDIC có đủ lớn không ?

Quỹ bảo hiểm ngân hàng dưới 10 tỷ đôla này (số liệu 1990) được tạo ra nhờ thu phí bảo hiểm 23 xu cho mỗi trăm đôla tiền gửi mỗi năm. (Hiện Quốc hội đang xem xét đề nghị tăng mạnh số vốn có thể có được cho FDIC). Khi so sánh với tổng số các món tiền gửi có đóng bảo hiểm 2 ngàn tỷ đôla, thì số tiền quỹ dưới 10 tỷ đôla sẵn có cho FDIC là quá nhỏ. Rõ ràng nếu một số lớn các ngân hàng vỡ nợ cùng một lúc, FDIC sẽ không thể thanh toán hết cho tất cả những người gửi tiền có bảo hiểm. Liệu tất cả chúng ta có phải rút tiền của chúng ta khỏi các ngân hàng và giấu chúng vào tủ của chúng ta ? Nếu số tiền gửi có bảo hiểm lớn hơn

200 lần so với quỹ bảo hiểm của FDIC, thì vì sao công chúng tin tưởng rằng các món tiền gửi lên đến 100.000 đôla là an toàn. Câu trả lời là ở chỗ công chúng hiểu rằng FDIC được hỗ trợ ngầm của Fed và của Kho bạc Mỹ, cả hai tổ chức này có những nguồn tiền để đối phó với những vụ vỡ nợ ngân hàng lan rộng. Trong trường hợp Continental Illinois, Dự trữ Liên bang cho ngân hàng gặp khó khăn này vay 5 tỷ đôla (đây không phải lần đầu mà Fed đã thực hiện các món cho vay như vậy xem Chương 19). Như thế, không phải là quỹ của FDIC mà chính là sự cam kết ngầm giữa các tổn thất của những người gửi tiền do chính phủ đưa ra mới là quan trọng đối với công chúng.

NHỮNG HẠN CHẾ ĐỐI VỚI CÁC TÀI SẢN CÓ VÀ NHỮNG ĐÒI HỎI VỀ VỐN NGÂN HÀNG

Có hai chi phí mà một ngân hàng không phải chịu khi nó vỡ nợ và thôi kinh doanh. Thứ nhất, FDIC (hiểu ngầm, là những người đóng thuế) chịu chi phí thanh toán hết cho những người gửi tiền có bảo hiểm. Thứ hai, các chi phí phải chịu cho những ngân hàng khác bởi vì công chúng có thể mất lòng tin vào toàn bộ hệ thống ngân hàng. Do ngân hàng không tính đến hai chi phí này, các chi phí xã hội khi vỡ nợ ngân hàng còn lớn hơn những chi phí (riêng) của ngân hàng đó. Kết cục là, các ngân hàng có thể nắm giữ các tài sản có có nhiều rủi ro hơn so với mức rủi ro tối ưu xét về phương diện xã hội. Các tài sản rủi ro có thể mang lại cho ngân hàng thu nhập cao hơn khi chúng cho kết quả; và nếu chúng không có kết quả và ngân hàng này vỡ nợ, thì ngân hàng này không phải chịu hết mọi chi phí của vụ vỡ nợ đó (các chi phí được FDIC và các ngân hàng khác chia sẻ). Để ngăn ngừa các ngân hàng nắm giữ những tài sản có có quá nhiều rủi ro, các cơ quan điều hành hạn chế những tài sản có có rủi ro của họ, ví dụ, các ngân hàng thương mại không được phép giữ cổ phiếu. Ngoài ra (như chúng ta đã từng thấy) nếu một nhân viên kiểm tra ngân hàng tin rằng những tài sản có của một ngân hàng là quá rủi ro, thì nhân viên đó có thể đòi hỏi ngân hàng này bán chúng đi.

Do các chi phí của việc vỡ nợ ngân hàng không phải hoàn toàn do các ngân hàng gánh vác, các ngân hàng cũng có thể không sẵn lòng duy trì vốn ngân hàng đầy đủ. Để hiểu vì sao, trước hết chúng ta phải hiểu vì sao vốn ngân hàng là quan trọng. Như bạn có thể nhớ lại, vốn ngân hàng là số tiền nhờ đó những tài sản có của một ngân hàng vượt quá những tài sản nợ của nó. Vốn ngân hàng được ngân hàng giữ như một cái đệm phòng ngừa sự sụt mạnh tạm thời giá trị

của những tài sản có, nếu không có cái đệm ấy thì có thể khiến ngân hàng này vỡ nợ và không kinh doanh được nữa. Ví dụ, nếu vốn của một ngân hàng là 10% tài sản có của nó, thì ngay nếu ngân hàng trải qua các vụ vỡ nợ đối với những món tiền cho vay của nó, làm cho giá trị tài sản có của nó bị giảm mất 5%, ngân hàng này vẫn có khả năng duy trì kinh doanh. Một ngân hàng cũng duy trì vốn ngân hàng để làm yên lòng những khách hàng vay tiền và những người gửi tiền rằng nó khó có thể vỡ nợ. Ngân hàng này như vậy có thể thu được nhiều vốn hơn từ những người gửi tiền và thực hiện được nhiều món cho vay hơn¹.

Tuy nhiên, một ngân hàng không muốn duy trì quá nhiều vốn : ví dụ, nếu một ngân hàng thu được một lợi nhuận ròng một triệu đôla đối với tổng tài sản có của nó 100 triệu đôla và có vốn ngân hàng bằng 10% tài sản có của nó (10 triệu đôla), khi đó các cổ đông của nó sẽ thu được lợi tức 10% đối với vốn cổ phần ($1 \text{ triệu đôla} / 10 \text{ triệu đôla} = 0,10 = 10\%$). Mặt khác, cũng với thu nhập này, nếu vốn ngân hàng là 5% tổng tài sản có của nó (5 triệu đôla), thì lợi tức trên cổ phần sẽ là 20% ($1 \text{ triệu đôla} / 5 \text{ triệu đôla} = 0,20 = 20\%$). Những người quản lý ngân hàng phải cân nhắc giữa phí tổn của việc có một cái đệm nhỏ hơn về vốn ngân hàng này đối lại các lợi tức cao hơn của vốn cổ phần mà ngân hàng nhận được khi vốn ngân hàng nhỏ hơn.

Mặc dầu một ngân hàng muốn duy trì số vốn ngân hàng nào đó, nó sẽ không muốn duy trì nhiều đến mức nó phải duy trì bởi vì, như chúng ta đã thấy, nó không phải gánh chịu toàn bộ phí tổn khi nó vỡ nợ. Sự mong muốn của các cơ quan điều hành ngăn ngừa các vụ vỡ nợ ngân hàng như vậy đã dẫn đến việc các cơ quan này định rõ các đòi hỏi tối thiểu đối với vốn ngân hàng. Số vốn ngân hàng tối thiểu hiện nay được quy định là 3% tổng tài sản có của ngân hàng đối với những ngân hàng mạnh nhất, nhưng nó tăng cao tới 6% đối với những ngân hàng khác. Cho tới gần đây, vốn ngân hàng tối thiểu ở Mỹ đã được định rõ bằng một tỷ lệ phần trăm cố định của tổng tài sản có của ngân hàng. Nhưng với sự thức tỉnh của Continental Illinois, của những bảo lãnh cho vay và tiết kiệm, những người điều hành ở Mỹ và ở phần còn lại của thế giới, đã trở nên lo ngại thêm về việc nắm giữ tài sản có rủi ro của các ngân hàng và về việc tăng các hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản ngân hàng, những hoạt động này cũng đặt các ngân hàng trước rủi ro. Theo một hiệp định giữa các quan chức ngân hàng của 12 quốc gia công nghiệp họp dưới sự bảo trợ của Ngân hàng Thanh toán Quốc tế

1. Trong Chương 8 chúng ta đã mô tả lý do cho sự sẵn lòng duy trì vốn của một ngân hàng bằng cách nói rằng nó khiến cho ngân hàng này tương hợp ý muốn.

(the Bank for International Settlement) tại Basle, Thụy Sĩ, Dự trữ Liên bang, FDIC và Cơ quan kiểm tra tiền đã đưa thêm một đòi hỏi bổ sung về vốn trên cơ sở rủi ro. Trong đòi hỏi bổ sung về vốn trên cơ sở rủi ro mà các ngân hàng phải đáp ứng cũng như đòi hỏi về vốn với số phần trăm cố định, các tiêu chuẩn vốn tối thiểu được gắn với những hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản ngân hàng, ví

BÀI ĐỌC THÊM 10.1

Toàn cảnh

Kế hoạch BASLE cho những đòi hỏi vốn trên cơ sở rủi ro

Sự liên kết tăng lên của các thị trường tài chính qua các quốc gia và sự cần thiết làm cho lĩnh vực đầy tác động này cân bằng đối với các ngân hàng ở các nước khác nhau đã dẫn đến Hiệp ước Basle tháng 6/1988 để tiêu chuẩn hóa những đòi hỏi về vốn ngân hàng trên phạm vi quốc tế. Mục đích đã được nêu rõ của Hiệp ước là : (1) phối hợp các định nghĩa có ý nghĩa giám sát về vốn, về đánh giá rủi ro, và về các tiêu chuẩn cho sự tương xứng về vốn qua các quốc gia để xúc tiến sự ổn định thế giới ; và (2) để liên hệ những đòi hỏi về vốn của một ngân hàng một cách có hệ thống với tính chất rủi ro của các hoạt động của nó, bao gồm nhiều hình thức đối mặt rủi ro ngoài bản quyết toán tài sản ngân hàng. Kế hoạch Basle được xúc tiến như sau : Các tài sản có và những hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản ngân hàng được định rõ làm 4 loại, mỗi loại có một tỷ trọng khác nhau để phản ánh mức độ rủi ro tín dụng của loại ấy. Loại có rủi ro thấp nhất mang tỷ trọng zern và bao gồm những khoản mục không có rủi ro vỡ nợ, ví dụ như tiền mặt và các chứng khoán chính phủ. Loại có mức rủi ro rất thấp tiếp sau có tỷ trọng 20% và bao gồm những tài sản có với rủi ro bị vỡ nợ thấp như tiền gửi giữa các ngân hàng, những trái khoán địa phương hoàn toàn được hỗ trợ và các chứng khoán do các cơ quan thuộc chính phủ phát hành. Loại thứ 3 có tỷ trọng 50%, bao gồm các trái khoán có nhiều rủi ro hơn và các

món vay thế chấp mua nhà ở. Loại rủi ro cuối cùng có tỷ trọng tối đa 100%, bao gồm các chứng khoán và các món cho vay còn lại. Các hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản ngân hàng được xử lý theo một cách tương tự bằng cách trước hết ấn định cho mỗi hoạt động một "loại tín dụng tương đương" phản ánh rủi ro tín dụng của hoạt động ấy. Ví dụ, một thư tín dụng dự phòng hỗ trợ một thương phiếu của khách hàng được ấn định là loại rủi ro cao nhất và có tỷ trọng 100% vì nó đặt ngân hàng đó trước cùng một rủi ro như một món cho vay trực tiếp cho khách hàng này.

Một khi tất cả các tài sản có là các hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản của một ngân hàng đã được ấn định thuộc mỗi loại rủi ro, các tài sản có và các khoản mục ngoài bản quyết toán tài sản này, mỗi thứ được xác định bởi một tỷ trọng rủi ro thích hợp (0,20,50 hoặc 100%) được phụ thêm vào để tính toán tổng tài sản có được hiệu chỉnh đúng theo rủi ro. Ngân hàng đó phải thừa mẫn 2 đòi hỏi về vốn : Nó phải có vốn nòng cốt (vốn này tương ứng với vốn cổ phần của cổ đông) ít nhất là bằng 4% tổng tài sản có được hiệu chỉnh đúng theo rủi ro và có tổng vốn (vốn này gồm vốn cổ phần cộng các khoản tiền dự trữ phòng mất tiền cho vay và các công cụ vay nợ khác) là 8% tổng tài sản có được hiệu chỉnh đúng theo rủi ro.

dụ như đối chéo lãi suất, tình trạng mua bán trong thị trường tài chính kỳ hạn và thị trường chọn lựa. Bài đọc thêm 10.1 phác ra cấu trúc của những đòi hỏi về nguồn vốn này một cách chi tiết hơn.

CẤU TRÚC CỦA CÔNG NGHIỆP NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI

Có khoảng 12.000 ngân hàng thương mại ở Mỹ, nhiều hơn rất nhiều so với ở bất kỳ nước nào khác trên thế giới (xem Bài đọc thêm 10.2). Như Bảng 10.1 cho thấy, chúng ta có một con số rất lớn ngân hàng nhỏ. Khoảng 30% số các ngân hàng có dưới 25 triệu đôla tài sản có. Sự phân bố tầm cỡ ngân hàng ở Canada và ở Liên hiệp Vương Quốc Anh tiêu biểu hơn nhiều, tại các nơi đó 5 hoặc một vài ngân hàng ngự trị ngành công nghiệp này. Ngược lại, 10 ngân hàng thương mại lớn nhất nước Mỹ (liệt kê ở Bảng 10.2) nắm giữ dưới 30% tài sản có trong công nghiệp của họ.

Bảng 10.1. Sự phân bố về tầm cỡ của các ngân hàng thương mại có bảo hiểm, cuối năm 1989

Cỡ tài sản có	Số ngân hàng	% số ngân hàng	% tài sản có
Dưới 25 triệu đôla	3747	29,5	1,7
25 - 50 triệu đôla	3236	25,4	3,6
50 - 100 triệu đôla	2745	21,6	5,8
100 - 500 triệu đôla	2371	18,7	14,0
500 - 1 tỉ đôla	236	1,9	4,9
1 tỉ - 10 tỉ đôla	334	2,6	32,0
hơn 10 tỉ đôla	44	3	38,0

Phần lớn những ngành công nghiệp ở Mỹ có số hãng ít hơn nhiều so với ngành công nghiệp ngân hàng thương mại, một cách điển hình, các hãng lớn có xu hướng ngự trị các ngành công nghiệp đó ở một phạm vi lớn hơn so với trong công nghiệp ngân hàng. (Ví dụ, công nghiệp computer, do IBM ngự trị, hoặc công nghiệp ô tô do General Motor ngự trị). Phải chăng con số lớn các ngân hàng trong công nghiệp ngân hàng thương mại, và sự vắng bóng, ngay cả số ít ỏi các hãng ngự trị, gợi ra rằng công nghiệp ngân hàng thương mại có tính cạnh tranh hơn so với các ngành công nghiệp khác ?

BÀI ĐỌC THÊM 10.2

Toàn cảnh

So sánh về cấu trúc ngân hàng Mỹ và nước ngoài

Cấu trúc của công nghiệp ngân hàng thương mại ở Mỹ khác tận gốc với cấu trúc của công nghiệp ngân hàng các nước công nghiệp hóa khác. Mỹ là nước duy nhất không có một hệ thống ngân hàng quốc gia đích thực, trong đó các ngân hàng có các chi nhánh khắp nơi. Ngược lại, với các nước khác, nước Mỹ đã kết thúc với một mô hình bao trùm xộc xệch các điều lệ tiểu bang và liên bang chỉ đạo ngân hàng liên tiểu bang, mô hình này đã ngăn chặn một hệ thống ngân hàng quốc gia. Một kết quả là có thêm nhiều ngân hàng ở Mỹ hơn ở các nước công nghiệp khác. Khác với Mỹ, nước có khoảng 12.000 ngân hàng thương mại, mỗi nước công nghiệp khác có số lượng dưới một nghìn khá xa. Ví dụ, Nhật có khoảng 150 ngân hàng thương mại - đúng 1% số lượng ở Mỹ tuy rằng nền kinh tế và dân số bằng một nửa của nước Mỹ.

Một kết quả khác của các điều khoản hạn chế đối với việc mở chi nhánh ngân hàng ở Mỹ là ở chỗ các ngân hàng của Mỹ nhỏ hơn ngân hàng ở các nước khác. Chỉ có một ngân hàng Mỹ, Citicorp, là xếp vào hàng 10 ngân hàng lớn nhất thế giới, và ngân hàng lớn thứ 2 ở Mỹ, Bank America, chưa được xếp vào danh sách 25 ngân hàng lớn của thế giới.

Tính chất độc đáo của cấu trúc hoạt động ngân hàng ở Mỹ sẽ nổi lên khác biệt còn sắc nét hơn so với phần còn lại của thế giới khi châu Âu đẩy mạnh sự hợp nhất kinh tế năm 1992. Bắt đầu từ ngày 1 tháng giêng năm 1993, tất cả các ngân hàng có giấy phép trong các nước thuộc Cộng đồng kinh tế châu Âu (EEC) sẽ có thể tự do cung cấp các dịch vụ toàn diện về hoạt động ngân hàng ở bất kỳ một nước khác thuộc EEC. Kết quả sẽ là một hệ thống ngân hàng châu Âu rộng lớn - với những ngân hàng châu Âu thậm chí còn lớn hơn.

Bảng 10.2 . Ngân hàng Mỹ lớn nhất, cuối năm 1990

Ngân hàng	Tài sản có (tỉ đôla)	% của tổng tài sản có của ngân hàng thương mại
1. Citicorp, New York	217	6,4
2. Bank America Corp., San Francisco	111	3,3
3. Chase Manhattan Corp., New York	98	2,9
4. J.P Morgan & Co., New York	93	2,7
5. Security Pacific Corp., Los Angeles	85	2,5
6. Chemical Bank Corp., New York	73	2,2
7. NCBN Corp., Charlotte, N.C.	65	1,9
8. Bankers Trust Corp., New York	64	1,9
9. Manufacturers Hanover, New York	62	1,8
10. Wells Fargo & Co., San Francisco	56	1,7
TỔNG CỘNG	924	27,3

Quy định về mở chi nhánh và Đạo luật McFadden

Sự hiện diện của rất nhiều các ngân hàng thương mại ở Mỹ phản ánh các quy định hạn chế khả năng của các tổ chức tài chính này mở các **chi nhánh** (các văn phòng phụ thực hiện các hoạt động ngân hàng). Mỗi tiểu bang có các quy định riêng của mình về kiểu loại và số lượng các chi nhánh mà một ngân hàng có thể mở. Ví dụ các quy định ở ven bờ phía đông và phía tây có xu hướng cho phép các ngân hàng mở các chi nhánh khắp nơi trên tiểu bang của họ, trong khi đó ở phần giữa đất nước, các quy định về việc lập chi nhánh có tính chất hạn chế hơn tuy rằng các cơ sở ngân hàng có giới hạn thường được phép mở. Đạo luật McFadden năm 1927, đã được nhắm để đặt các ngân hàng quốc gia và các ngân hàng tiểu bang vào một chỗ đứng ngang bằng, thực tế đã cấm các ngân hàng không được mở các chi nhánh ngang qua các biên giới tiểu bang và đã buộc các ngân hàng quốc gia tuân theo các quy định về việc mở chi nhánh trong những tiểu bang mà nó đóng trụ sở.

Kết quả của Đạo luật McFadden và các quy định tiểu bang về việc mở chi nhánh là ở chỗ nhiều ngân hàng nhỏ giữ vững sự tồn tại của mình, do việc một ngân hàng lớn có khả năng loại bỏ các ngân hàng đó ra khỏi hoạt động kinh doanh thường bị hạn chế không được mở một chi nhánh ở gần đó. Các người ủng hộ những quy định tiểu bang hạn chế việc mở chi nhánh ngân hàng nói rằng các quy định này nuôi dưỡng sự cạnh tranh bằng cách giữ cho có nhiều ngân hàng đến như thế trong kinh doanh. Nhưng sự tồn tại một số lớn các ngân hàng ở Mỹ phải được coi như sự chỉ báo về thiếu cạnh tranh - chứ không phải sự có mặt của một sự cạnh tranh mạnh mẽ. Các ngân hàng kém hiệu năng có thể duy trì được kinh doanh bởi vì các khách hàng của họ không tìm được một chi nhánh thuận tiện tại địa phương của một ngân hàng khác ở đây họ có thể thực hiện công việc kinh doanh của họ.

Đạo luật McFadden và các quy định tiểu bang về việc mở chi nhánh ngân hàng phải được coi là một trong những sức mạnh chống cạnh tranh mạnh nhất trong công nghiệp ngân hàng thương mại. Vì cạnh tranh là có lợi cho xã hội, vậy tại sao lại có các quy định hạn chế việc mở chi nhánh ngân hàng ở Mỹ? Cách giải thích đơn giản nhất là ở chỗ công chúng Mỹ trong quá trình lịch sử đã không ưa các ngân hàng lớn. Các tiểu bang với những quy định hạn chế nhất đối với việc mở chi nhánh là những tiểu bang mà ở đó cảm nghĩ chống ngân hàng kiểu dân túy là mạnh nhất trong thế kỷ 19 (Trong các tiểu bang này thường có số đông dân chúng làm nghề nông, mà các quan hệ của họ với các ngân hàng cứ định kỳ lại trở nên gay go dữ dội mỗi khi các ngân hàng tuyên bố tịch thu tài sản để thế

nợ đối với những nông gia không thể thanh toán nợ của họ). Hậu quả của những sự kiện chính trị thế kỷ 19 đưa đến những điều hạn chế mở các chi nhánh ngân hàng, do đó đã tạo cho một hệ thống ngân hàng có một số lượng các ngân hàng nhỏ không bình thường.

Sự suy giảm các điều qui định hạn chế mở chi nhánh ngân hàng

Một đặc điểm quan trọng của công nghiệp ngân hàng này là ở chỗ sự cạnh tranh có thể bị kiểm chế bằng quy định nhưng không hoàn toàn bị bóp chết. Trong Chương 13 chúng ta sẽ thảo luận việc tìm kiếm lợi nhuận của các ngân hàng đã dẫn đến sự đổi mới tài chính đi men theo các quy định hạn chế như thế nào. Trong chương này, chúng ta sẽ bàn về 2 ví dụ mới đây về sức mạnh cạnh tranh đã làm suy yếu tác động của những quy định hạn chế mở chi nhánh ngân hàng : sự nổi lên của các công ty nắm giữ ngân hàng và sự phát triển của các cơ sở ngân hàng điện tử.

Các công ty nắm giữ ngân hàng. Một công ty nắm giữ là một công ty sở hữu một vài công ty khác nhau. Hình thức sở hữu công ty này có những thuận lợi quan trọng cho các ngân hàng trong đó : (1) cho phép các ngân hàng phá vỡ các quy định hạn chế mở chi nhánh, bởi vì công ty nắm giữ này có thể sở hữu quyền kiểm soát một vài ngân hàng dù là việc mở chi nhánh không được phép ; (2) một công ty nắm giữ ngân hàng có thể thực hiện những hoạt động khác so với hoạt động ngân hàng, ví dụ như cung cấp tư vấn đầu tư, các dịch vụ truyền và xử lý số liệu, dịch vụ cho thuê và thế tín dụng, phục vụ cho vay ở các tiểu bang khác v.v. ; và (3) công ty nắm giữ có thể phát hành thương phiếu cho phép ngân hàng đó với tới các nguồn vốn không phải là tiền gửi.

Các công ty nắm giữ ngân hàng bị hạn chế sở hữu các doanh nghiệp có "liên hệ chặt chẽ đến ngân hàng". Các hoạt động được phép, được quy định bởi Quy định Dự trữ Liên bang, bao gồm những hoạt động được nói ở đây cũng như các hoạt động khác - từ việc cung cấp các dịch vụ qua thư tới việc đánh giá bất động sản. Trong quá khứ, Fed và điều luật do Quốc hội thông qua đã cấm các công ty nắm giữ ngân hàng không được thực hiện các hoạt động như môi giới bất động sản, bảo hiểm, điều hành một cơ quan du lịch, tư vấn quản lý chung. Tuy nhiên, trong việc tìm kiếm liên tục lợi nhuận, các công ty nắm giữ ngân hàng lâu nay đang tìm cách đi vòng quanh các quy định này và đang bước vào những kinh doanh trước đây bị cấm. Thực vậy, kho bạc Mỹ đã đề nghị trên thực tế các ngân hàng được phép đi vào kinh doanh bảo hiểm, quỹ tương trợ, chứng khoán bằng

cách liên kết với các hãng thực hiện các hoạt động này theo một cấu trúc công ty nắm giữ (xem Chương 11).

Đáng chú ý là, nhiều tiểu bang nay đang cho phép các công ty nắm giữ ngân hàng đặt trụ sở chính ở các tiểu bang khác được mua các ngân hàng trong tiểu bang của họ. Ngoài ra, từ năm 1982, các ngân hàng được phép mua các ngân hàng ở ngoài tiểu bang đang vỡ nợ, như Citicorp và Chase Manhattan đã làm. Kết quả là những hạn chế của Điều luật McFadden về mở chi nhánh không còn ngăn chặn các công ty này trong việc cung cấp các dịch vụ ngân hàng những tiểu bang khác. Ngoài ra các công ty nắm giữ ngân hàng đã mở những ngân hàng có dịch vụ hạn chế, chúng không thực hiện cho vay thương mại hoặc nếu cho vay như vậy thì không nhận tiền gửi. Các ngân hàng loại này được gọi là các **ngân hàng phi ngân hàng**, chúng thường không là đối tượng của các quy định về việc mở chi nhánh, do vậy cho phép các công ty nắm giữ ngân hàng mở chi nhánh qua biên giới các tiểu bang một cách có kết quả. Tuy nhiên, luật về hoạt động ngân hàng được thông qua năm 1987 đã tạm đình chỉ hoạt động đối với các ngân hàng phi ngân hàng mới. Để đáp ứng sự suy yếu nói trên của những điều hạn chế về việc mở chi nhánh qua biên giới tiểu bang, nay hầu hết các tiểu bang đều cho phép được mở chi nhánh giữa các tiểu bang.

Trong 25 năm qua, sự tăng trưởng của các công ty nắm giữ ngân hàng là mạnh mẽ. Hiện nay đa số các ngân hàng lớn là do các công ty nắm giữ ngân hàng sở hữu (ví dụ như Citibank, Chase Manhattan, Bank of America, First National Bank of Chicago, và Mellon Bank), và trên 90% tiền gửi ngân hàng thương mại được giữ trong các ngân hàng do các công ty nắm giữ ngân hàng sở hữu.

Các cơ sở ngân hàng điện tử. Nhờ sự kỳ diệu của kỹ thuật computer hiện đại, khách hàng của ngân hàng nay có thể nhận được các dịch vụ ngân hàng qua những thiết bị ngoại vi computer không phải đặt trong một ngân hàng hoặc ở một trong các chi nhánh của nó. Các cơ quan điều hành và các tòa án trong hầu hết các tiểu bang đã xác định rằng nếu một cơ sở ngân hàng điện tử được một ngân hàng sở hữu, thì nó được coi là một chi nhánh của ngân hàng đó và là đối tượng của các quy định về việc mở chi nhánh của một tiểu bang. Tuy nhiên, các tiểu bang nói chung có những điều khoản đặc biệt cho phép thiết lập rộng rãi hơn các cơ sở ngân hàng điện tử so với sự cho phép thiết lập cái được gọi là những chi nhánh "gạch và vữa" (những chi nhánh truyền thống).

Một phát triển ở trình độ cao là việc sử dụng các cơ sở ngân hàng điện tử cộng tác thậm chí vượt qua các biên giới tiểu bang. Chẳng nào một cơ sở còn chưa

thuộc sở hữu của một ngân hàng hoặc là một cơ sở được ngân hàng thuê, mà nó được thanh toán tiền với tư cách tiền lệ phí giao dịch, thì nó không bị coi là một chi nhánh ngân hàng và vì thế không bị các quy định về mở chi nhánh chi phối. Vì các cơ sở này giúp các ngân hàng có thể mở rộng thị trường của họ, nhiều cơ sở hợp tác như thế đã được thiết lập, một số có tầm hoạt động quốc gia. Do hoạt động ngân hàng điện tử trở nên thịnh hành trong tương lai, Đạo luật McFadden và các quy định về mở chi nhánh của các tiểu bang sẽ giảm hiệu lực trong việc cản trở sự cạnh tranh trong công nghiệp ngân hàng. Thực vậy, Đạo luật McFadden không bao lâu nữa sẽ là một văn bản vô tác dụng. Kho bạc Mỹ đã đề nghị rằng Quốc hội nên hủy bỏ hoàn toàn các hạn chế mở chi nhánh qua biên giới tiểu bang.

CÔNG NGHIỆP TIẾT KIỆM : SỰ ĐIỀU HÀNH VÀ CẤU TRÚC

Không có gì đáng ngạc nhiên trong việc điều hành và cấu trúc của công nghiệp tiết kiệm (các công ty tiết kiệm và cho vay, các ngân hàng tiết kiệm tương trợ, các liên hiệp tín dụng) đi song song gắn gũi với việc điều hành và cấu trúc của công nghiệp ngân hàng thương mại.

Các công ty tiết kiệm và cho vay

Giống như hệ thống hoạt động ngân hàng kép cho các ngân hàng thương mại, các Hiệp hội tiết kiệm và cho vay (S & L) có thể là loại do chính phủ liên bang trao đặc quyền hoặc do tiểu bang trao đặc quyền. Dù được trao đặc quyền, liên bang hay tiểu bang hầu hết các S & L là thành viên của Hội đồng ngân hàng cho vay mua nhà của liên bang (FHLBS) FHLBS được thành lập năm 1932, hoạt động theo kiểu như hệ thống Dự trữ Liên bang. Nó có 12 ngân hàng cho vay mua nhà liên bang khu vực, các ngân hàng khu vực này do Cơ quan Giám sát tiết kiệm giám sát.

Việc bảo hiểm tiền gửi liên bang (tối đa tới 100.000 đôla tiền gửi) cho các S & L do Quỹ bảo hiểm công ty tiết kiệm đảm nhiệm, quỹ này là một cơ quan thuộc FDIC. Cơ quan giám sát tiết kiệm điều hành các S & L - được bảo hiểm liên bang bằng cách quy định các đòi hỏi về vốn đầu tư tối thiểu, và đòi hỏi các báo cáo định kỳ và bằng cách kiểm tra các S & L. Nó là cơ quan trao đặc quyền cho các S & L, nó cũng có quyền phê duyệt việc hợp nhất và đặt ra các quy tắc mở chi nhánh cho các S & L này.

Các quy định về việc mở chi nhánh áp dụng cho các S & L có tính chất tự do hơn so với việc áp dụng cho các ngân hàng thương mại : Hầu hết các tiểu bang cho phép mở chi nhánh và từ năm 1980 các S & L được đặc quyền liên bang cho phép mở chi nhánh trên phạm vi tiểu bang tại tất cả các tiểu bang. Từ năm 1981, việc hợp nhất các S & L đang gặp khó khăn tài chính cũng đã được phép tiến hành qua các biên giới tiểu bang, và việc mở chi nhánh S & L trên phạm vi quốc gia có thể sớm trở thành phổ biến. Một kết quả do các quy định ít chặt chẽ đối với việc mở chi nhánh S & L mang lại là ở chỗ tỉ lệ phần trăm các S & L với tài sản có ở mức dưới 25 triệu đôla (10%) nhỏ hơn tỉ lệ phần trăm các ngân hàng thương mại với tài sản có ở mức dưới 25 triệu đôla (30%).

Hội đồng ngân hàng cho vay mua nhà của liên bang, giống như Fed, cho các thành viên của hệ thống đó vay tiền (FHLBS phát hành trái khoán để thu vốn dùng vào mục đích này). Tuy nhiên, khác với các món cho vay chiết khấu của Fed - phải hoàn trả một cách nhanh chóng - còn các món tiền vay của FHLBS được hoàn trả qua những khoảng thời gian dài. Ngoài ra, lãi suất của các món cho vay này thu từ các S & L thường thấp hơn các lãi suất mà các S & L phải thanh toán khi họ vay trên thị trường tự do. Nhờ vậy, chương trình cho vay của FHLBS mang lại một khoản tiền trợ cấp cho công nghiệp tiết kiệm và cho vay (cũng có thể hiểu là cho công nghiệp nhà ở, bởi vì hầu hết các món cho vay của các S & L là các món vay thế chấp mua nhà ở).

Các ngân hàng tiết kiệm tương trợ

Trong số trên dưới 500 ngân hàng tiết kiệm tương trợ, khoảng một nửa là loại được các tiểu bang trao đặc quyền. Tuy các ngân hàng tiết kiệm tương trợ chủ yếu do các tiểu bang nơi họ đặt trụ sở điều hành, một phần lớn trong số này được FDIC bảo hiểm tiền gửi, tối đa lên đến giới hạn 100.000 đôla, các ngân hàng này cũng chịu sự chi phối của nhiều quy định của FDIC áp dụng cho các ngân hàng được tiểu bang trao đặc quyền. Theo thông lệ tiền gửi ở các ngân hàng tiết kiệm tương trợ nếu không được FDIC bảo hiểm, thì tiền gửi ấy do các quỹ bảo hiểm tiểu bang bảo hiểm.

Các quy định về việc mở chi nhánh đối với các ngân hàng tiết kiệm tương trợ do các tiểu bang nơi họ hoạt động xác định. Vì các quy định này không quá chặt chẽ, có rất ít ngân hàng tiết kiệm tương trợ với tài sản có ít hơn 25 triệu đôla.

Các liên hiệp tín dụng

Các liên hiệp tín dụng là các tổ chức hợp tác cho vay nhỏ được tổ chức xung

quanh một nhóm đặc biệt (các thành viên của liên hiệp hoặc các người làm thuê của một hãng riêng biệt). Họ được chính phủ liên bang hoặc các tiểu bang trao đặc quyền, nhưng quá nửa trong số họ được liên bang trao đặc quyền. Cơ quan quản trị các liên hiệp tín dụng quốc gia (NCUA) trao đặc quyền liên bang và điều hành các liên hiệp tín dụng được liên bang trao đặc quyền bằng cách quy định các bắt buộc vốn tối thiểu, bắt buộc các báo cáo định kỳ và kiểm tra các liên hiệp tín dụng. Bảo hiểm tiền gửi liên bang (lên tới giới hạn 100.000 đôla) cho các liên hiệp tín dụng dù do liên bang hoặc do tiểu bang trao đặc quyền đều do quỹ bảo hiểm cổ phần liên hiệp tín dụng quốc gia (NCUSIF) thực hiện. Vì phần lớn tiền cho vay của liên hiệp tín dụng là các món vay tiêu dùng với các hạn kỳ thanh toán khá ngắn, chúng không phải chịu những khó khăn tài chính gần đây của các S & L và các ngân hàng tiết kiệm tương tự.

Do các thành viên của họ chia phần một trái khoán chung, các liên hiệp tín dụng nói chung khá nhỏ hầu hết năm giữ không tới 10 triệu đôla tài sản cơ⁽²⁾. Thường các cổ đông của một liên hiệp tín dụng phân tán trên nhiều tiểu bang, một số thậm chí còn ở các nơi khác trên thế giới, do đó các liên hiệp tín dụng do liên bang trao đặc quyền được phép mở chi nhánh cho các biên giới tiểu bang và tới các nước khác. Ví dụ : Liên hiệp tín dụng liên bang của Hải quân (The Navy Federal Credit Union) mà các cổ đông của nó là thành viên của lực lượng hải quân Mỹ, có các chi nhánh trên khắp thế giới.

NGÂN HÀNG QUỐC TẾ

Năm 1960 chỉ có 8 ngân hàng Mỹ cho các chi nhánh của họ hoạt động ở nước ngoài và tổng tài sản có của chúng ít hơn 4 tỷ đôla. Hiện nay trên 100 ngân hàng Mỹ có chi nhánh ở nước ngoài, với tài sản có tổng cộng vượt quá 500 tỷ đôla. Sự tăng trưởng kỳ diệu trong hoạt động ngân hàng quốc tế này có thể được giải thích bằng hai yếu tố :

Thứ nhất là sự tăng trưởng mau chóng về mậu dịch quốc tế và về các công ty liên quốc gia (phạm vi thế giới) xảy ra từ năm 1960. Khi các hãng kinh doanh Mỹ hoạt động ở nước ngoài, họ cần đến các dịch vụ hoạt động ngân hàng ở các nước.

(2) Do các liên hiệp tín dụng được gắn với một ngành công nghiệp hoặc một công ty riêng biệt, chúng dễ có thể vỡ nợ, ví dụ khi một số lớn người làm thuê trong ngành công nghiệp hay công ty đó bị gián việc và có khó khăn trong việc đòi hỏi lại các món tiền cho vay của họ. Các thay đổi về điều hành gần đây cho phép các liên hiệp tín dụng riêng biệt được phục vụ một nhóm dân chúng khác nhau nhiều hơn, và điều này có thể giảm các vụ vỡ nợ của các liên hiệp tín dụng trong tương lai.

Tuy các hãng này có thể sử dụng các ngân hàng nước ngoài, nhiều trong số họ ưu tiên hoạt động kinh doanh với các ngân hàng Mỹ với họ, các hãng này thiết lập mối quan hệ lâu dài và họ hiểu các khách hàng doanh nghiệp Mỹ và các phương cách làm ăn của các khách hàng này. Do mật dịch quốc tế đã tăng lên, hoạt động ngân hàng quốc tế cũng đã tăng lên với nó.

Thứ hai, các ngân hàng Mỹ muốn bòn rút cái kho lớn các món tiền gửi dưới danh nghĩa đồng đôla rất lớn ở các nước ngoài như Eurodollars. Để hiểu cấu trúc của hoạt động ngân hàng Mỹ ở nước ngoài, trước hết chúng ta hãy xem xét thị trường Eurodollars, một nguồn thúc đẩy sự tăng trưởng quan trọng đối với hoạt động ngân hàng quốc tế.

Thị trường Eurodollars

Eurodollars được tạo ra khi tiền gửi trong các tài khoản ở Mỹ được chuyển tới một ngân hàng ở bên ngoài nước Mỹ và được giữ ở dạng các đồng đôla. Ví dụ, nếu Rolls Royce Corporation gửi một séc một triệu đôla, được phát theo một tài khoản ở một ngân hàng Mỹ vào trong ngân hàng của nó ở London - chỉ rõ rằng món tiền gửi được thanh toán bằng đồng đôla - một triệu đôla của Eurodollars được thiết lập. Trên 90% tiền gửi Eurodollars là tiền gửi có kỳ hạn, với hơn một nửa là các giấy chứng nhận tiền gửi với kỳ hạn thanh toán 30 ngày hoặc hơn thế. Tổng số tiền Eurodollars đang lưu thông vượt quá 2 ngàn tỷ đôla, khiến cho thị trường Eurodollars là một trong những thị trường tài chính quan trọng nhất

BÀI ĐỌC THÊM 10.3

Toàn cảnh

Sự ra đời của thị trường Eurodollars

Một trong những điều hết sức mỉa mai đối với chủ nghĩa tư bản là thị trường Eurodollars một trong những thị trường tài chính quan trọng nhất được các nhà tư bản sử dụng đã do Liên Xô tạo ra. Đầu những năm 1950, giai đoạn cao độ của cuộc chiến tranh lạnh, Liên Xô đã tích lũy được một số lượng lớn số dư đôla giữ tại các ngân hàng ở Mỹ. Do người Nga sợ rằng chính phủ Mỹ có thể phong bế (làm tê liệt) những tài sản này ở Mỹ, họ muốn chuyển các khoản tiền gửi này sang Âu châu, là nơi

chúng sẽ tránh được sự tước đoạt. (Sự lo sợ này không phải là không có cơ sở khi xem xét cuộc phong tỏa các tài sản của Iraq do Mỹ thực hiện năm 1979). Tuy nhiên, họ vẫn muốn giữ các món tiền gửi này theo dollar dùng trong các giao dịch quốc tế của họ. Cách giải quyết vấn đề này là chuyển các món tiền gửi này tới các ngân hàng châu Âu nhưng vẫn giữ tên gọi cho chúng là tiền gửi đôla. Khi Liên Xô thực hiện việc này thì Eurodollars ra đời.

trong nền kinh tế thế giới (xem Bài đọc thêm 10.3).

Vì sao những công ty như Rolls Royce muốn giữ tiền gửi đôla bên ngoài nước Mỹ? Trước hết, đồng đôla là đồng tiền được dùng rộng rãi nhất trong mậu dịch quốc tế, do đó Rolls Royce có thể muốn có dollar để thực hiện các giao dịch quốc tế của mình. Thứ hai Eurodollars là món tiền gửi "ngoài khơi", tức là chúng được giữ ở các nước không đặt chúng làm đối tượng của những quy định ví dụ như những đòi hỏi về dự trữ hoặc các hạn chế (được gọi là những kiểm soát vốn) đối với những tiền gửi này từ ngoài nước họ⁽³⁾

Trung tâm chủ yếu của thị trường Eurodollars là ở London, một trung tâm tài chính quốc tế từ hàng trăm năm nay, Eurodollars cũng được giữ bên ngoài châu Âu tại những nơi dành cho tiền gửi này tư thế "ngoài khơi" ví dụ Hồng Kông, Singapore, và Caribbean (quần đảo Bahamas và Cayman).

Cỡ giao dịch tối thiểu trong thị trường Eurodollars nói chung là một triệu đôla, và khoảng 75% tiền gửi này do các ngân hàng nắm giữ. Rõ ràng, bạn và tôi không thể trực tiếp tiếp xúc với Eurodollars. Tuy nhiên, thị trường Eurodollars là một nguồn vốn quan trọng cho các ngân hàng Mỹ, sự vay mượn những món tiền này của họ vượt quá 90 tỷ đôla. Các ngân hàng Mỹ đã quyết định rằng họ có thể thu được lợi nhuận cao hơn bằng cách mở các chi nhánh do họ sở hữu ở nước ngoài để thu hút tiền gửi này hơn là sử dụng một trung gian và vay tất cả tiền gửi từ các ngân hàng nước ngoài.

Cấu trúc của ngân hàng Mỹ ở nước ngoài

Các ngân hàng Mỹ có phần lớn các chi nhánh ở châu Mỹ La tinh, ở Viễn Đông, ở Caribbean và London. Khối lượng tài sản có lớn nhất được giữ ở các chi nhánh London vì nó là trung tâm tài chính quốc tế chủ yếu là địa điểm trung tâm của thị trường Eurodollars. Châu Mỹ La tinh và Viễn Đông có nhiều chi nhánh bởi vì sự quan trọng của mậu dịch Mỹ với các vùng này. Vùng Caribbean đã trở thành một địa điểm quan trọng cho ngân hàng quốc tế bởi vì nó là một nơi ẩn náu thuế má, hầu như không có việc đánh thuế hay những quy định hạn chế nào. Hiện nay, các chi nhánh ở quần đảo Bahamas và Cayman hoạt động theo "kiểu trong vỏ" bởi vì họ tiến hành chủ yếu các hoạt động sổ sách kế toán và không cung cấp các dịch vụ ngân hàng bình thường.

(3) Tuy hầu hết tiền gửi "ngoài khơi" được gọi tên theo đôla, một số cũng được gọi tên theo các đồng tiền khác. Nói chung, tiền gửi "ngoài khơi" này được gọi là Eurocurrencies. Ví dụ tiền gửi được gọi tên theo đồng mark Đức được giữ ở London, được gọi là Euromark, trong khi đó tiền gửi được gọi tên theo đồng franc Pháp được giữ ở London được gọi là một Eurofranc.

BÀI ĐỌC THÊM 10.4

Toàn cảnh

Cuộc khủng hoảng nợ trong thế giới thứ ba

Một khía cạnh quan trọng của ngân hàng quốc tế là các món tiền cho vay được thực hiện cho các nước thuộc thế giới thứ ba, đặc biệt là Aghentina, Brazil, và Mêhico. Do hậu quả của sự tăng vọt giá dầu trong các năm 1973-1974, các nước đang phát triển đã thấy các món tiền nhập khẩu của họ tăng mạnh do giá năng lượng tăng lên, trong khi đó các nước OPEC đã thấy chính họ có những số vốn nhàn rỗi khổng lồ do thu nhập về dầu mỏ tăng. Các ngân hàng Mỹ đã đứng đầu trong việc "quay vòng" các vốn này ở các nước OPEC bằng cách nhận các tiền gửi của các nước OPEC và lần lượt đem cho các nước đang phát triển vay những tiền thu được này. Khác với những món tiền cho các nước đang phát triển vay trước đây, lúc ấy chúng được dùng cho các dự án phát triển đặc biệt (ví dụ, các hệ thống đường cao tốc và đập nước), các món tiền mới này thường cho các chính phủ vay để thanh toán cho mức nhập khẩu cao hơn nói trên.

Việc "quay vòng" vốn này diễn ra một cách trôi chảy cho tới cuộc suy thoái thế giới 1981-1982, dẫn đến việc sụt giảm mạnh về xuất khẩu của các nước thế giới thứ ba, họ đã có khó khăn trong việc đáp ứng đủ các tiền thanh toán nợ của họ (gốc và lãi). Khi Mêhico gặp phải những khó khăn với các món tiền thanh toán nợ của mình vào cuối năm 1982, các ngân hàng nói trên và các tổ chức tài chính quốc tế (ví dụ như Quỹ tiền tệ quốc tế) đã đứng ra giúp cấu trúc lại các món nợ đó, tức là, thay đổi các thời hạn hoàn trả và lãi suất của nó. Sau đó quá trình mới lại diễn ra với hơn 40 nước thuộc thế giới thứ ba đã thành công đến một mức độ nhất định trong việc ngăn ngừa các vụ vỡ nợ trong thế giới thứ ba.

Tâm vóc của cuộc khủng hoảng nợ này rất lớn, trong 10 năm qua, khoảng 40 nước đang phát triển với 300 tỷ đôla nợ của các ngân hàng thương mại đã liên quan đến việc cấu trúc lại món nợ của họ.

Các ngân hàng Mỹ nắm giữ hơn 100 tỷ đôla nợ của các nước thế giới thứ ba, phần lớn là các nước châu Mỹ La tinh, đặc biệt là Brazil và Mêhico (mỗi nước hơn 20 tỷ đôla). Nhưng người cho các nước thế giới thứ ba vay tiền nhiều nhất bao gồm những ngân hàng trung tâm tiền tệ sau đây: Citicorp, Manufacturers Hanover, Bank America, Chase Manhattan, Chemical, J.P.Morgan, Bankers Trust và First Chicago. Năm 1982, khi sự lo sợ dầu tiền về cuộc vỡ nợ của thế giới thứ ba diễn ra, có nhiều bản khoản ràng hệ thống ngân hàng Mỹ có thể bị đe dọa sụp đổ bởi vì nhiều ngân hàng trung tâm tiền tệ đã nắm giữ những món nợ của thế giới thứ ba vượt xa vốn của họ. Tuy vậy, sau đó, hệ thống ngân hàng này đã vượt qua cơn sóng gió ấy. Được những người điều hành khuyến khích, các ngân hàng trung tâm tiền tệ đã tăng vốn ban đầu của họ từ 4,2% tài sản có trong năm 1981 tới hơn 7% ngày nay. Ngoài ra, các ngân hàng này cho tới nay vẫn liên tục giành thu nhập để tăng các khoản dự trữ phòng mất tiền cho vay, các khoản tiền này hiện tại đã vượt quá 50% số nợ của thế giới thứ ba nợ họ.

Tuy cuộc khủng hoảng nợ của thế giới thứ ba nói trên vẫn còn đối với Mỹ, các mối lo sợ về một sự sụp đổ tài chính đã lắng đi. Nhưng, ngân hàng nào đã hy vọng tạo ra lợi nhuận lớn bằng các kinh doanh ngân hàng quốc tế thì phải hối tiếc vì đã xâm nhập vào công việc cho vay quốc tế này.

Một cấu trúc công ty thay thế cho các ngân hàng Mỹ hoạt động nước ngoài là **Edge Act corporation**, đó là một công ty con đặc biệt chủ yếu thực hiện các hoạt động ngân hàng quốc tế. Cấu trúc công ty này được thiết lập theo đạo luật Edge năm 1919 cho phép các ngân hàng Mỹ cạnh tranh có hiệu quả hơn chống lại các ngân hàng nước ngoài bằng cách miễn cho Edge Act Corporation không chịu sự chi phối của một số những điều lệ hoạt động ngân hàng Mỹ. Ví dụ các công ty Edge Act được miễn không bị cấm mở chi nhánh qua các ranh giới tiểu bang ; chúng có thể có các chi nhánh trong các tiểu bang khác nhau để tạo dễ dàng cho việc tài trợ cho hoạt động mậu dịch với các nơi khác nhau trên thế giới - một văn phòng ở ven bờ phía tây để xử lý việc tài trợ mậu dịch với Nhật Bản, và một văn phòng ở Miami để xử lý việc tài trợ mậu dịch với châu Mỹ la tinh, v.v..

Các ngân hàng Mỹ (qua những công ty nắm giữ của họ) cũng có thể sở hữu một quyền kiểm soát trong các ngân hàng nước ngoài và trong các công ty nước ngoài cung cấp các dịch vụ tài chính, ví dụ như các công ty tài chính. Các hoạt động quốc tế của những ngân hàng thành viên thuộc Fed, của các công ty nắm giữ ngân hàng và của các công ty Edge Act (chúng gồm hầu hết mọi hoạt động ngân hàng quốc tế mà các ngân hàng Mỹ thực hiện) được điều hành bởi Quy định K của các Dự trữ Liên bang. Trong trường hợp các công ty nắm giữ ngân hàng, các hoạt động quốc tế này phải được liên hệ đến hoạt động ngân hàng một cách gắn gũi.

Cuối năm 1981, cơ quan Dự trữ Liên bang đã chấp thuận việc thành lập các **cơ sở ngân hàng quốc tế** (International Banking Facilities (IBF) bên trong nước Mỹ, chúng có thể nhận tiền gửi có kỳ hạn từ những người nước ngoài, nhưng không bị đòi hỏi về tiền dự trữ hoặc bất cứ hạn chế nào về tiền thanh toán lại. IBF cũng được phép thực hiện cho vay người nước ngoài, nhưng không được phép cho những người cư trú trong nước vay. Các tiểu bang đã khuyến khích việc thiết lập các IBF bằng cách miễn thuế tiểu bang và thuế địa phương cho những cơ sở này. Thực chất các IBF được đối xử như các chi nhánh ở nước ngoài của các ngân hàng Mỹ và không phải chịu thuế cũng như sự chi phối của các quy định trong nước. Mục đích của việc thiết lập IBF là để khuyến khích các ngân hàng Mỹ và các ngân hàng nước ngoài tiến hành nhiều hơn nữa các kinh doanh hoạt động ngân hàng ở Mỹ so với ở nước ngoài. Theo quan điểm này, IBF đã là một thành công : Trong phạm vi hai năm, tài sản có của chúng đã tăng dần lên tới 200 tỷ đôla và gần đây đã vượt quá con số này.

Các ngân hàng nước ngoài ở Mỹ

Việc tăng trưởng mậu dịch quốc tế không những đã khuyến khích các ngân hàng Mỹ mở các văn phòng ở nước ngoài, mà còn đã khuyến khích các ngân hàng nước ngoài thiết lập văn phòng ở Mỹ. Hiện nay có khoảng 500 văn phòng của các ngân hàng nước ngoài hoạt động ở Mỹ, và họ nắm giữ hơn 20% tổng số tài sản có của ngân hàng ở Mỹ.

Các ngân hàng nước ngoài thực hiện các hoạt động ngân hàng ở Mỹ bằng cách cho hoạt động : (1) một văn phòng đại lý ngân hàng nước ngoài ; (2) một ngân hàng Mỹ với tư cách là một ngân hàng con ; hoặc (3) một chi nhánh của một ngân hàng nước ngoài. Một văn phòng đại lý có thể cho vay và chuyển vốn trong nước Mỹ, nhưng nó không thể nhận tiền gửi từ những người cư trú trong nước. Các văn phòng đại lý có lợi là không phải chịu sự chi phối của các quy định áp dụng cho các văn phòng ngân hàng có đầy đủ dịch vụ (ví dụ như các đòi hỏi về bảo hiểm FDIC và các hạn chế đối với việc mở chi nhánh). Một ngân hàng Mỹ con hoàn toàn giống bất kỳ một ngân hàng Mỹ khác (ngay cả có thể có một tên gọi đích thực Mỹ) và bị chi phối cũng bởi những quy định áp dụng cho các ngân hàng Mỹ, nhưng nó do một ngân hàng nước ngoài sở hữu. Một chi nhánh của một ngân hàng nước ngoài mang tên của ngân hàng nước ngoài đó thường là một văn phòng có đủ dịch vụ. Các ngân hàng nước ngoài cũng có thể lập ra các công ty Edge Act và IBF.

Trước năm 1978, các ngân hàng nước ngoài không là đối tượng của nhiều quy định áp dụng cho các ngân hàng trong nước : ví dụ họ có thể mở các chi nhánh qua các biên giới tiểu bang và không phải theo những đòi hỏi về tiền dự trữ. Tuy nhiên việc thông qua Đạo luật ngân hàng quốc tế năm 1978, đã đặt các ngân hàng nước ngoài và các ngân hàng trong nước vào một tư thế ngang bằng hơn. Nay các ngân hàng nước ngoài có thể mở các chi nhánh có đủ dịch vụ chỉ ở tiểu bang mà họ được ấn định là tiểu bang nhà của họ hoặc trong các tiểu bang cho phép các ngân hàng ngoài tiểu bang thâm nhập. Được phép có các chi nhánh với các dịch vụ hạn chế và các văn phòng đại lý trong bất kỳ tiểu bang khác, tuy nhiên các ngân hàng nước ngoài được phép có bất kỳ chi nhánh có đủ dịch vụ nào nếu chi nhánh ấy được mở trước khi ban hành Đạo luật ngân hàng quốc tế 1978.

Việc quốc tế hóa hoạt động ngân hàng dù do các ngân hàng Mỹ đi ra nước ngoài hay do các ngân hàng nước ngoài đi vào nước Mỹ, đã có nghĩa rằng các thị trường tài chính ở mọi nơi trên thế giới đã trở thành một hệ thống thống nhất hơn. Kết quả là có một xu hướng ngày một tăng lên nhằm vào việc phối hợp quốc

tế trong việc điều hành ngân hàng, một ví dụ về điều đó là Hiệp định Basle năm 1988 để tiêu chuẩn hóa những đòi hỏi về vốn ngân hàng tối thiểu trong các nước công nghiệp hóa, đã được nói đến trước đây trong chương này. Một xu hướng khác là sự ngự trị ngày càng tăng lên của các ngân hàng Nhật Bản trong hoạt động ngân hàng quốc tế và sự sụt giảm về tỷ lệ thị trường của các ngân hàng Mỹ (xem Bài đọc thêm 10.5). Ý nghĩa tiềm ẩn của việc hợp thành một thể thống nhất về thị trường tài chính này đối với nền kinh tế của Mỹ được nghiên cứu sâu hơn ở Chương 21 và 22 khi chúng ta thảo luận tài chính quốc tế một cách tỉ mỉ hơn.

BÀI ĐỌC THÊM 10.5

Toàn cảnh

Các ngân hàng Nhật Bản đang tiến lên mạnh mẽ

Không phải chỉ trong các công nghiệp như điện tử hoặc xe hơi người Nhật đang vượt người Mỹ; Họ cũng vượt nước Mỹ trong công nghiệp ngân hàng quốc tế.

Tới khoảng 1984, các ngân hàng Mỹ đã là những chủ thể tác động ngự trị trong ngân hàng quốc tế, với một tỷ lệ thị trường trên 25%. Tuy nhiên trong các năm 1980, các ngân hàng Nhật Bản đã tiến lên mạnh mẽ: năm 1986, họ đã vượt quá đối thủ Mỹ - tỉ lệ thị trường của họ đã tăng tới 32%, trong khi tỉ lệ đó của các ngân hàng Mỹ tụt giảm xuống dưới 20%.

Người Nhật Bản lâu nay cũng đang tiến lên mạnh mẽ ở nước Mỹ. Gần đây các ngân hàng do người Nhật sở hữu có một tỷ lệ

thị trường 25% của kinh doanh ngân hàng ở California và 15% trên cả nước Mỹ. Một số chủ ngân hàng dự báo rằng người Nhật sẽ nắm 25% toàn bộ thị trường cho vay thương mại Mỹ vào giữa những năm 1990.

Nước Mỹ không còn là số một trong hoạt động ngân hàng. Giai đoạn đầu của những năm 1980, Citicorp và Bank America là hai ngân hàng đứng đầu về cơ tài sản có trên thế giới. Năm 1990, 7 trong số 10 ngân hàng lớn nhất thế giới là ngân hàng Nhật Bản, với Dai-ichi Kangyo chiếm giữ vị trí số 1. Citicorp nay chỉ là một ngân hàng Mỹ giữ được vị trí thuộc 10 ngân hàng lớn nhất.

TÓM TẮT

1. Nước Mỹ có một hệ thống ngân hàng kép với các ngân hàng thương mại được các chính phủ tiểu bang và liên bang trao đặc quyền. Nhiều cơ quan cùng điều hành các ngân hàng thương mại, cơ quan kiểm tra tiền, cơ quan Dự trữ Liên bang và các cơ quan tiểu bang có thẩm quyền về ngân hàng.

2. Việc trao đặc quyền và kiểm tra các

ngân hàng được thực hiện do những cơ quan điều hành được nêu ở trên. Mục tiêu của các cơ quan này giữ cho hệ thống ngân hàng lành mạnh.

3. Bảo hiểm tiền gửi Liên bang ngăn ngừa các vụ vỡ nợ ngân hàng bằng cách bảo đảm với những người gửi tiền rằng các món tiền gửi có bảo hiểm của họ là an toàn. Vai trò

của FDIC trong các vụ vỡ nợ ngân hàng đã trở nên nổi bật với số các vụ vỡ nợ tăng lên.

4. Do tổn phí riêng của vỡ nợ ngân hàng nhỏ hơn phí tổn chung cho xã hội, các ngân hàng có thể không duy trì đủ vốn và có thể nắm giữ những tài sản có quá nhiều rủi ro. Để ngăn ngừa việc này xảy ra, các điều lệ chỉ định rõ các đòi hỏi về vốn tối thiểu và hạn chế các ngân hàng không được nắm giữ một số loại tài sản có nào đó.

5. Các quy định tiểu bang nhằm hạn chế việc mở chi nhánh và Điều luật McFadden cấm việc mở chi nhánh qua các biên giới tiểu bang, đã dẫn đến việc có một số lớn các ngân hàng thương mại nhỏ. Số lượng lớn các ngân hàng thương mại nhỏ này ở Mỹ phân ánh sự thiếu cạnh tranh và không phải là sự hiện diện của cuộc cạnh tranh mạnh mẽ. Các công ty nắm giữ ngân hàng và các cơ sở hoạt động ngân hàng diện tử là những lực lượng quan trọng đang làm yếu đi tác dụng của những quy định hạn chế việc mở chi nhánh ngân hàng.

6. Việc điều hành và cấu trúc của công nghiệp tiết kiệm (các công ty tiết kiệm và cho vay, các ngân hàng tiết kiệm và tương

tự và các liên hiệp tín dụng) tương đương gần gũi với việc điều hành và cấu trúc của công nghiệp ngân hàng thương mại. Hoạt động tiết kiệm và cho vay trước hết được điều hành bởi cơ quan Giám sát tiết kiệm và việc bảo hiểm tiền gửi được quản lý bởi FDIC. Các ngân hàng tiết kiệm tương tự do các tiểu bang điều hành và việc bảo hiểm tiền gửi liên bang do FDIC đảm nhiệm. Các liên hiệp tín dụng do cơ quan quản trị Liên hiệp tín dụng quốc gia điều hành và việc bảo hiểm tiền gửi do Quỹ bảo hiểm cổ phần liên hiệp tín dụng quốc gia đảm nhiệm.

7. Với sự tăng trưởng nhanh của mậu dịch thế giới từ năm 1960, hoạt động ngân hàng quốc tế đã tăng trưởng một cách mạnh mẽ. Các ngân hàng Mỹ thực hiện nhiều hoạt động ngân hàng quốc tế bằng cách mở các chi nhánh ở nước ngoài, sở hữu các lợi ích kiểm soát trong các ngân hàng nước ngoài, lập ra các công ty Edge Act và cho hoạt động các cơ sở ngân hàng quốc tế (IBI's) đặt trụ sở ở Mỹ. Các ngân hàng nước ngoài hoạt động ở Mỹ bằng cách sở hữu một ngân hàng Mỹ con hoặc bằng cách cho hoạt động các chi nhánh hoặc các văn phòng đại lý ở Mỹ.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

*1. Cơ quan điều hành nào có nhiệm vụ chủ yếu đối với việc giám sát các loại ngân hàng thương mại sau đây :

- a) Các ngân hàng quốc gia.
- b) Các công ty nắm giữ ngân hàng.
- c) Các ngân hàng tiểu bang không thuộc Fed.
- d) Các ngân hàng tiểu bang là thành viên của Fed.

2. Hãy trả lời câu sau là đúng, sai hoặc không rõ ràng : "Do các ngân hàng có thể làm cho một cơ quan điều hành học lộ rõ nhược điểm (thể bất lợi) trước một cơ quan khác, các cơ quan điều hành ngân hàng ít kiểm soát các ngân hàng. Việc thiếu kiểm soát này là có hại cho tiềm lực của hệ thống hoạt động ngân hàng".

*3. Quá trình trao đặc quyền cho các ngân hàng có thể dẫn đến việc kém cạnh tranh

trong công nghiệp ngân hàng như thế nào ? Việc trao đặc quyền cho ngân hàng có lợi gì ?

4. Nếu bạn có 10.000 đôla tiền gửi ở First National Bank và nó vỡ nợ thì bạn thích FDIC dùng phương pháp thanh toán hết hay phương pháp mua và nắm quyền kiểm soát để giải quyết vụ vỡ nợ ngân hàng này ? Trả lời của bạn sẽ thay đổi thế nào nếu tiền gửi của bạn là một triệu đôla.

*5. Nếu có một loạt vụ ngân hàng vỡ nợ như trong giai đoạn 1930 - 1933 xảy ra, liệu FDIC có khả năng thanh toán cho tất cả những người gửi tiền tại các ngân hàng vỡ nợ hay không ? Việc này tác động đến khả năng ngăn ngừa các vụ ngân hàng vỡ nợ của FDIC hay không ?

6. Vì sao các cơ quan điều hành cần phải hạn chế không cho các ngân hàng nắm giữ một số loại tài sản có nào đó ?

*7. Hãy trả lời câu sau là đúng, sai, hoặc không rõ ràng : "Các ngân hàng muốn duy trì vốn bởi vì nó có tác dụng như một cái đệm để phòng sự sụt giảm tạm thời giá trị tài sản có, sự sụt giảm này có thể làm cho ngân hàng ấy vỡ nợ. Do đó, không cần có các quy định khuyến khích các ngân hàng duy trì vốn".

8. Hãy trả lời câu sau là đúng, sai, hoặc không rõ ràng : "Công nghiệp ngân hàng thương mại ở Canada kém tính cạnh tranh hơn so với công nghiệp ngân hàng thương mại ở Mỹ bởi vì ở Canada chỉ có một số rất ít các ngân hàng ngự trị công nghiệp này,

trong khi đó ở Mỹ có khoảng 12.000 ngân hàng thương mại".

*9. Vì sao kỹ thuật mới đã làm cho việc áp đặt những hạn chế đối với việc mở chi nhánh ngân hàng trở nên khó khăn ?

10. Vì sao số lượng các công ty nắm giữ ngân hàng đã tăng mạnh đến như vậy ?

*11. Vì sao có tỉ lệ phần trăm cao hơn các ngân hàng với tài sản có dưới 25 triệu đôla trong số các ngân hàng thương mại so với tỉ lệ phần trăm các ngân hàng với tài sản có dưới 25 triệu đôla trong số các ngân hàng tiết kiệm và cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương tự ?

12. Không giống các ngân hàng thương mại, các ngân hàng tiết kiệm và cho vay, các ngân hàng tiết kiệm tương tự, các liên hiệp tín dụng không có các hạn chế đối với việc mở chi nhánh tại các tiểu bang khác. Vì sao khi ấy các liên hiệp tín dụng nói chung nhỏ hơn các tổ chức nhận gửi tiền khác ?

*13. Các cơ quan điều hành đã tạo ra những khuyến khích gì để thúc đẩy hoạt động ngân hàng quốc tế ? Vì sao họ đã làm việc này ?

14. Vì sao việc liệp chấp thuận các cơ sở hoạt động ngân hàng quốc tế (IBI) năm 1981 đã làm giảm công ăn việc làm trong công nghiệp ngân hàng ở châu Âu.

15. Nếu ngân hàng mà bạn có tài khoản séc trong đó do những người Ả-rập Xê-út sở hữu, bạn có lo ngại rằng tiền gửi của bạn kém an toàn so với nếu ngân hàng đó do người Mỹ sở hữu ?

CHƯƠNG 11

Cuộc khủng hoảng trong điều hành hoạt động ngân hàng

LỜI DẪN

Công nghiệp ngân hàng Mỹ ở trong một trạng thái đáng tiếc. Trong những năm gần đây, số các vụ vỡ nợ ngân hàng thương mại diễn ra ở mức gấp hơn 10 lần mức của giai đoạn 1945 - 1981 (xem Hình 11.1) Quỹ bảo hiểm ngân hàng FDIC chi tiêu nhiều hơn so với nó thu vào suốt các năm 1988, 1989, và 1990, một khoản thiếu hụt chưa từng có trước đó kể từ khi FDIC khởi đầu các hoạt động của mình năm 1934. Thực vậy, chính quyền Bush đã trù tính rằng nếu không được tiếp thêm tiền mặt, quỹ bảo hiểm ngân hàng FDIC sẽ kiệt quệ vào năm 1992.

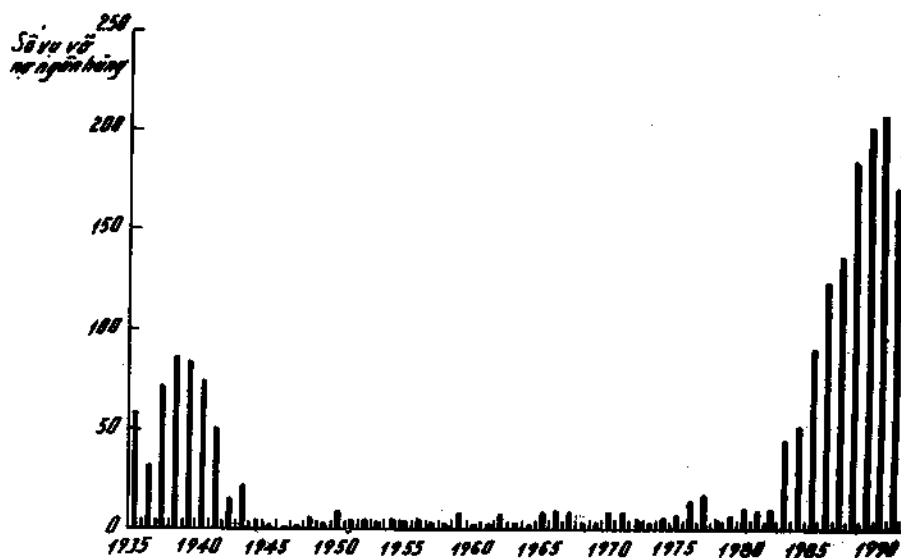
Tuy thế, nếu chúng ta thấy trạng thái đó của công nghiệp ngân hàng thương mại là đang khó khăn, nó vẫn chẳng có nghĩa gì khi được so với tình trạng lộn xộn trong công nghiệp tiết kiệm và cho vay. Các tổn thất trong công nghiệp này đã là gần tới 20 tỉ đôla năm 1989, và luật pháp được thông qua trong năm đó để bảo lãnh cho công nghiệp này đang làm tổn hại cho người đóng thuế trên 100 tỉ đôla. Vì sao hoạt động ngân hàng ở Mỹ ở trong một tình trạng lộn xộn như vậy? Ai đáng phải khiển trách vì các tổn thất khó tin được trong công nghiệp tiết kiệm và cho vay? Vì sao cuộc khủng hoảng trong ngân hàng đã diễn ra trong những

năm 1980 ?

Trong chương này chúng ta sẽ trả lời cho các câu hỏi này bằng cách xây dựng một phân tích kinh tế về việc điều hành hoạt động ngân hàng và nhất là việc bảo hiểm tiền gửi liên bang tác động như thế nào đến thái độ cư xử của các tổ chức hoạt động ngân hàng. Phân tích kinh tế này sẽ giải thích không chỉ vì sao cuộc khủng hoảng trong công nghiệp ngân hàng đó đã xảy ra, mà còn hệ thống điều hành nó có thể được cải tổ như thế nào để ngăn ngừa tai họa tương lai.

BẢO HIỂM TIỀN GỬI LIÊN BANG, CHỌN LỰA ĐỐI NGỊCH VÀ RỦI RO ĐẠO ĐỨC

Trở ngại nghiêm trọng nhất của hệ thống điều hành hoạt động ngân hàng xuất phát từ **rủi ro đạo đức**, rủi ro xảy ra khi một bên tham dự vào cuộc giao dịch có ý muốn thực hiện những hoạt động bất lợi cho bên kia. Rủi ro đạo đức là một đặc điểm quan trọng của dàn xếp bảo hiểm nói chung bởi vì sự tồn tại của bảo hiểm mang lại những ý muốn mạnh hơn đối với việc mang lấy những rủi ro và điều đó có thể đưa đến một sự thanh toán bảo hiểm. Ví dụ : một số lái xe với bảo hiểm va đụng ô tô có khoản khấu trừ nhỏ có thể dễ làm cho lái xe không cần



Hình 11.1. Các vụ vỡ nợ ngân hàng : 1934 - 1990

Nguồn : Federal Deposit Insurance Corporation

thận phòng ngừa, bởi vì nếu họ đâm vào một thanh chắn, đã có công ty bảo hiểm thanh toán hầu hết phí tổn sửa cái xe đó.

Rủi ro đạo đức là một thuộc tính nổi bật trong các dàn xếp của chính phủ để cung cấp bảo hiểm tiền gửi. Bởi vì những người gửi tiền có bảo hiểm biết rằng họ sẽ không gánh chịu tổn thất nếu một ngân hàng vỡ nợ, họ không áp đặt một kỷ luật thị trường cụ thể lên các ngân hàng bằng cách rút tiền gửi khi họ nghi ngờ rằng ngân hàng của họ đang mang lấy quá nhiều rủi ro. Kết cục, các ngân hàng có bảo hiểm gửi tiền có thể có nhiều rủi ro hơn so với trường hợp không có bảo hiểm.

Một vấn đề nữa đối với bảo hiểm tiền gửi xảy ra là do **lựa chọn đối nghịch**, việc này dễ xảy ra đối với những người có nhiều khả năng tạo ra kết cục đối nghịch được bảo hiểm, là những người muốn thu lợi từ việc bảo hiểm này hơn cả. Ví dụ những người lái xe tồi dễ mua bảo hiểm va đụng ô tô có mức khấu trừ nhỏ hơn so với những người lái xe giỏi. Do những người gửi tiền có bảo hiểm có ít lý do để giám sát ngân hàng của họ, còn những kẻ đầu cơ thấy công nghiệp ngân hàng là một công nghiệp hấp dẫn đặc biệt, họ biết có thể thực hiện những hoạt động rủi ro cao. Tệ hơn nữa, do những người gửi tiền có bảo hiểm ít giám sát các hoạt động ngân hàng của họ, nên những kẻ lừa đảo trắng trợn thấy hoạt động ngân hàng là một lĩnh vực hấp dẫn cho các hoạt động của chúng, bởi vì chúng dễ bỏ trốn với món tiền biên thu.

Chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức giải thích các đặc điểm của việc điều hành ngân hàng như thế nào ?

Các khái niệm về chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức đặc biệt hữu ích giúp tìm hiểu vì sao chính phủ đã chọn các dạng điều hành hoạt động ngân hàng đặc biệt được mô tả ở chương trước. Như chúng ta đã thấy, chọn lựa đối nghịch khiến dễ có thể là những kẻ phạm tội hoặc các chủ hãng buôn, những người có xu hướng thực hiện những hoạt động đầu cơ cao, sẽ cố để làm chủ một ngân hàng. Việc trao đặc quyền ngân hàng là một phương pháp ngăn ngừa. Qua việc trao đặc quyền, các đề nghị mở các ngân hàng mới được sàng lọc để ngăn ngừa những người không đủ tư cách làm chủ chúng.

Rủi ro đạo đức do bảo hiểm tiền gửi tạo ra, khuyến khích việc các ngân hàng mang lấy quá nhiều rủi ro, cho nên các điều lệ ngân hàng giới hạn việc nắm giữ tài sản cũng như những bắt buộc về vốn được dùng để ngăn ngừa rủi ro đạo đức này. Các điều hạn chế ngăn ngừa không cho một ngân hàng nắm giữ những tài sản rủi ro, ví dụ như cổ phiếu là những công cụ trực tiếp buộc các ngân hàng

tránh mang quá nhiều rủi ro. Việc đòi hỏi một ngân hàng có một số lượng vốn cổ phần lớn giảm bớt việc mang lấy rủi ro qua việc thay đổi các ý muốn mang lấy rủi ro của ngân hàng đó : Khi một ngân hàng bị buộc phải có một số lượng vốn cổ phần lớn, ngân hàng này có nhiều hơn để mất nếu nó vỡ nợ và như vậy dễ có thể theo đuổi những hoạt động ít rủi ro.

Công việc kiểm tra ngân hàng một cách đều đặn, cho phép những người điều hành giám sát xem liệu ngân hàng này có đang tuân theo các đòi hỏi về vốn và những điều hạn chế về nắm giữ tài sản có hay không, cũng có tác dụng giới hạn rủi ro đạo đức. Với thông tin về các hoạt động của một ngân hàng, những người điều hành có thể bắt buộc nó tuân theo các điều lệ hoặc đóng cửa ngân hàng đó nếu thấy cần thiết. Những hoạt động để giảm rủi ro đạo đức ngân hàng không cho các ngân hàng mang lấy quá nhiều rủi ro còn có thể giúp giảm bớt vấn đề chọn lựa đối nghịch bởi vì nó ít có cơ hội mang lấy rủi ro, công nghiệp ngân hàng⁽¹⁾ sẽ ít hấp dẫn những kẻ đầu cơ.

Ngay với tất cả những hoạt động điều hành này, rủi ro đạo đức và chọn lựa đối nghịch vẫn còn làm hại công nghiệp ngân hàng. Những kẻ phạm tội và những kẻ đầu cơ thường có khả năng lọt lưới trong quá trình trao đặc quyền. Các chủ ngân hàng có ý muốn che giấu các cơ quan có thẩm quyền điều hành những hoạt động mang lấy rủi ro, do đó những người điều hành cảm thấy khó khăn trong việc ngăn các ngân hàng không được mang lấy quá nhiều rủi ro. Như thế, tuy rằng bảo hiểm tiền gửi có tác dụng tốt là bảo vệ những người gửi tiền không bị các tổn thất, các món tiền gửi tại các ngân hàng thương mại và tiết kiệm nhưng lại thiệt hại lớn cho người đóng thuế, cho cơ quan bảo hiểm tiền gửi của Chính phủ.

Chính sách "quá lớn không để vỡ nợ" ("too big to fail")

Rủi ro vỡ nợ do việc bảo hiểm tiền gửi gây ra và ý muốn ngăn ngừa các vụ vỡ nợ ngân hàng đã khiến cho những người điều hành ngân hàng ở vào một tình thế khó xử. Bởi vì một vụ vỡ nợ của một ngân hàng lớn khiến dễ có thể là một sự

(1) Chú ý rằng các phương pháp mà những người điều hành sử dụng để đối phó với việc chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức có những phương cách tương ứng trong các thị trường tài chính riêng rẽ (xem Chương 8). Việc trao đặc quyền tương tự với các quá trình sàng lọc những người có thể vay tiền : các quy định hạn chế các việc nắm giữ tài sản rủi ro là tương tự những quy định hạn chế ngân hàng không cho các hãng vay tiền thực hiện các hoạt động đầu tư rủi ro, những đòi hỏi về vốn ngân hàng tác động tương tự các quy định hạn chế đòi hỏi một số lượng lớn tối thiểu tài sản đối với những hãng vay tiền, và việc kiểm tra ngân hàng đều đặn là tương tự với việc giám sát những người vay tiền do các tổ chức cho vay tiền thực hiện

đổ vỡ tài chính quan trọng sẽ xuất hiện, những người điều hành ngân hàng đương nhiên là không muốn cho phép một ngân hàng lớn được vỡ nợ để gây tổn thất cho những người gửi tiền ở đó. Hãy xem xét Continental Illinois, một trong số 10 ngân hàng lớn nhất nước Mỹ, khi lâm vào tình trạng không trả được nợ vào tháng 5-1984. Lúc đó FDIC đã không những bảo đảm cho những người gửi tiền tới giới hạn được bảo hiểm 100.000 đôla, mà còn cho cả những món tiền trên 100.000 đôla, và thậm chí ngăn ngừa tổn thất cho cả những người giữ các trái khoán Continental Illinois. Sau đó, cơ quan Kiểm tra tiền (người điều hành các ngân hàng quốc gia) đã xác nhận với Quốc hội rằng FDIC đã có một chính sách là xếp 11 ngân hàng lớn nhất vào loại "quá lớn không để vỡ nợ", tức là FDIC sẽ bảo lãnh cho các ngân hàng này để không có người gửi tiền hoặc chủ nợ nào phải chịu tổn thất. FDIC sẽ làm điều này bằng cách sử dụng "phương pháp mua và nắm quyền kiểm soát" (đã nêu ở chương trước) tức là tìm một người chung phần sẵn lòng hợp nhất để kế tục ngân hàng không trả được nợ này (và các món tiền gửi ở ngân hàng này) sau khi FDIC đã cấp cho ngân hàng này một số vốn tiếp sức lớn. Bài đọc thêm 11.1 cho thấy, chính sách "quá lớn không để vỡ nợ" áp dụng cho các ngân hàng lớn, kể cả nếu chúng không nằm trong số 11 ngân hàng lớn nhất nước Mỹ.

Một vấn đề với chính sách "quá lớn không để vỡ nợ" là ở chỗ nó sẽ làm tăng ý muốn của các ngân hàng lớn đối với rủi ro đạo đức. Nếu FDIC sẵn lòng đóng cửa một ngân hàng bằng cách dùng "phương pháp thanh toán hết", tức là chi thanh toán cho những người gửi tới giới hạn 100.000 đôla, còn những người gửi lớn trên 100.000 đôla sẽ phải chịu tổn thất nếu ngân hàng đó vỡ nợ. Nếu như vậy, người gửi tiền lớn sẽ dễ phân giám sát ngân hàng này và họ sẽ rút tiền ra ngay khi thấy có quá nhiều rủi ro. Điều này lại làm cho ngân hàng có thể giảm bớt ý muốn những hoạt động rủi ro hơn. Nhưng nếu một khi những người gửi tiền cỡ lớn biết rằng ngân hàng này là thuộc loại "quá lớn không để vỡ nợ" thì họ lại không còn ý muốn giám sát ngân hàng nữa, và họ cũng không rút tiền ra khi biết ngân hàng này đang gặp nhiều rủi ro. Họ không quan tâm ngân hàng đó đang làm gì, vì những người gửi tiền cỡ lớn thấy mình không phải chịu tổn thất nào. Kết quả của chính sách "quá lớn không để vỡ nợ" là ở chỗ dù các ngân hàng lớn có gặp rất nhiều rủi ro cũng không bị phá sản.

Một vấn đề nghiêm trọng khác của chính sách "quá lớn không để vỡ nợ" là ở chỗ về cơ bản không công bằng. Các ngân hàng nhỏ bị đặt vào thế bất lợi về cạnh tranh bởi vì họ được để vỡ nợ, gây ra các tổn thất tiềm ẩn cho những người gửi tiền cỡ lớn của họ, trong khi những ngân hàng lớn có lợi thế là những người gửi

tiền cỡ lớn của họ là người được miễn trừ khỏi bất cứ tổn thất nào. Tính chất không công bằng của chủ trương "quá lớn không để vỡ nợ" đã đi đến một khủng hoảng với cách xử lý khác nhau của FDIC về hai ngân hàng không trả được nợ vào cuối năm 1990 và đầu năm 1991. (xem Bài đọc thêm 11.1)

BÀI ĐỌC THÊM 11.1

Câu chuyện về hai vụ sụp đổ ngân hàng - Bank of New England và Freedom National Bank

Những cách thức của FDIC để xử lý hai vụ sụp đổ ngân hàng : vụ Bank of New England và vụ Freedom National Bank cho thấy chính sách "too - big - to - fail" tác dụng như thế nào.

Bank of New England trụ sở ở Boston, đã là công ty nắm giữ ngân hàng lớn thứ 33 ở Mỹ với hơn 20 tỷ đôla tài sản cố. Trong những năm 1980, nó là người cho vay mua bất động sản năng nổ nhất của vùng đó ; hơn 30% trong danh mục cho vay của nó nằm trong các bất động sản thương mại. Với sự sụt giảm mạnh giá bất động sản ở New England bắt đầu vào cuối những năm 1980 (giá trị bất động sản thương mại đã sụt giảm trên 25%) nhiều món cho vay của ngân hàng này đã trở nên tồi tệ. Vào ngày thứ 6 - 4 tháng 1 năm 1991 ngân hàng này đã thông báo tổn thất quý 4 dự tính là 450 triệu đôla, món này đã vượt quá vốn 255 triệu đôla của ngân hàng này. Với dự tính sự vỡ nợ của ngân hàng này trong 48 giờ tiếp sau đó, những người gửi tiền đã xếp hàng ở ngân hàng này và đã rút hơn một tỷ đôla vốn, nhiều trong số tiền này qua những máy tự động.

Vị chủ tịch của FDIC, William Seidman đã biểu lộ lo lắng của mình về sự lan tỏa của vụ vỡ nợ tiềm ẩn này :

"Theo xu thế của hệ thống tài chính ở New England, sẽ là không khôn ngoan nếu

đưa ra một tín hiệu rằng những người gửi tiền cỡ lớn sẽ không được bảo vệ". FDIC đã theo chính sách "too - big - to - fail" của mình. Đêm chủ nhật, 6 tháng 1, FDIC đã ra tay để chặn đứng việc đổ xô tới đòi rút tiền ở ngân hàng và đã đồng ý bảo đảm tất cả những món tiền gửi ở Bank of New England, kể cả những món vượt qua giới hạn bảo hiểm 100.000 đôla. Nhằm mục đích giữ cho ngân hàng này hoạt động cho tới khi có thể tìm được một người mua và có thể sử dụng phương pháp "mua và nắm quyền kiểm soát" để bảo đảm chắc chắn rằng không một người gửi tiền nào sẽ phải chịu tổn thất. FDIC đã lập ra một cơ cấu được gọi là "ngân hàng cầu nối". Trong cuộc đàm xếp này, FDIC lập ra một công ty mới để điều khiển cho ngân hàng này hoạt động và lập tức rót vốn đầu tư (ở trường hợp của Bank of New England này là 750 triệu đôla). FDIC và người mua ngân hàng sau đây đưa thêm vốn vào ngân hàng không kể giờ giấc và cuối cùng người này mua đứt cổ phần của FDIC. Kết quả thực của các cuộc giao dịch này là ở chỗ FDIC được dự tính chỉ 2,3 tỉ đôla bảo lãnh cho Bank of New England, món bảo lãnh tốn kém vào hàng thứ 3 trong lịch sử của FDIC. Tuy nhiên, khi mọi chuyện đầu vào đây không ai trong những người gửi tiền ở ngân hàng này bị mất một xu nào.

Sự đối xử phân biệt của FDIC với một ngân hàng nhỏ ở Harlem một vài tháng trước đây đã tạo ra những câu hỏi nghiêm trọng về tính công bằng. Freedom National Bank đã được thành lập năm 1964 bởi vận động viên bóng chày có tầm cỡ, Jackie Robinson và những nhà đầu tư thiếu số khác. Mặc dù tầm vóc nhỏ của mình (dưới 100 triệu đôla tiền gửi), ngân hàng này là một trong số những ngân hàng do người da đen sở hữu nổi tiếng nhất.

Do hậu quả của nhiều món tiền cho vay có tính chất cơ lăm vào tình trạng tồi tệ, ngân hàng này đã đi đến chỗ không thể thanh toán được nợ vào tháng 11/1990. Do tầm vóc nhỏ của ngân hàng này, FDIC không lo ngại rằng cuộc vỡ nợ này của ngân hàng sẽ có ảnh hưởng nghiêm trọng đến phần còn lại của hệ thống ngân hàng và do vậy FDIC đã quyết định đóng cửa ngân hàng này vào ngày 9 tháng 11 theo phương thức "thanh toán hết nợ". Freedom National Bank đã bị thanh lý và những

người gửi tiền cơ lớn đã chỉ được thanh toán 50 xu cho mỗi một đôla đối với tiền gửi vượt quá 100.000 đôla. Chính không phải là những con mèo béo đã chịu đựng các tổn thất khi ngân hàng này vỡ nợ, mà là các tổ chức từ thiện như Quỹ học đường hợp nhất Negro, Liên đoàn thành thị quốc gia, và một vài nhà thờ Thiên chúa nằm trong số những người gửi tiền cơ lớn ở ngân hàng này. William Seidman đã mô tả tính chất không công bằng của việc xử lý Freedom National Bank trong lời điều trần trước Quốc hội: "Lời điều trần lần đầu tiên của tôi khi tôi nhận chức có nêu ra rằng việc xử lý các ngân hàng lớn theo cách bảo đảm cho tất cả những người gửi tiền nhưng không làm như vậy đối với các ngân hàng nhỏ là một điều bất công. Tôi đã hứa đem khả năng tốt nhất của tôi ra để thay đổi việc đó. 5 năm sau, tôi có thể báo cáo rằng khả năng tốt nhất của tôi vẫn chưa đủ để làm việc mà tôi đã hứa".

VÌ SAO CUỘC KHỦNG HOẢNG TRONG NGÂN HÀNG ĐÃ XẢY RA TRONG NHỮNG NĂM 1980 ?

Trước những năm 1980, việc bảo hiểm tiền gửi liên bang dường như đã tiến hành quá tốt. Khác với giai đoạn trước năm 1934, lúc đó các vụ vỡ nợ ngân hàng là phổ biến và những người gửi tiền thường chịu tổn thất, giai đoạn từ năm 1934 đến năm 1980 là một giai đoạn trong đó các vụ vỡ nợ ngân hàng là hiếm hoi, tính trung bình 15 vụ một năm đối với các ngân hàng thương mại và ít hơn 5 vụ một chút mỗi năm đối với các ngân hàng tiết kiệm và cho vay. Sau năm 1981, bức tranh lạc quan này đã thay đổi rất nhiều. Các vụ vỡ nợ đối với cả các ngân hàng thương mại và các ngân hàng tiết kiệm và cho vay đã tăng dần lên đến các mức gấp hơn 10 lần so với những năm trước kia. Vì sao điều này đã xảy ra ? Một hệ

thống bảo hiểm tiền gửi đã dường như hoạt động tốt trước năm 1980, đã tỏ ra gặp nhiều khó khăn đến như vậy trong những năm 1980 ?

Những giai đoạn đầu của cuộc khủng hoảng

Sự việc bắt đầu với sự bùng nổ của công cuộc đổi mới tài chính trong những năm 1980 (Chương 13 đề cập nhiều hơn đến việc này) đã tạo ra những công cụ và thị trường tài chính mới, những việc này đã mở rộng phạm vi cho các rủi ro. Những thị trường mới về giao dịch tài chính kỳ hạn, về trái khoán bấp bênh, về trao đổi lãi suất v.v. đã tạo dễ dàng hơn cho các ngân hàng mang lấy rủi ro, đặc biệt làm cho các vấn đề rủi ro đạo đức và chọn lựa đối nghịch thêm nghiêm trọng. Luật pháp mới thay đổi điều hành công nghiệp ngân hàng năm 1980 và 1982, thậm chí đã mở ra thêm nhiều con đường cho các ngân hàng tiết kiệm và cho vay, tiết kiệm tương trợ mang lấy rủi ro hơn. Những tổ chức tiết kiệm này vốn đã bị hạn chế hầu như hoàn toàn trong các món cho vay thế chấp mua nhà, nay đã được phép có tới 40% tài sản có của họ là những món cho vay bất động sản thương mại, tới 30% là cho vay người tiêu dùng và tới 10% là các món cho thuê và cho vay thương mại. Theo luật pháp này, những người điều hành các ngân hàng tiết kiệm và cho vay đã cho phép tới 10% tài sản có là loại trái khoán bấp bênh hoặc là những món đầu tư trực tiếp (cổ phiếu thường, bất động sản, công ty dịch vụ và những công ty con tác nghiệp).

Ngoài ra, luật pháp năm 1980 đã nâng mức bảo hiểm tiền gửi liên bang từ 40.000 đôla một tài khoản lên tới 100.000 đôla và dần dần bãi bỏ những mức lãi suất tiền gửi tối đa theo Quy định Q. Các ngân hàng và công nghiệp tiết kiệm và cho vay, các tổ chức này đã muốn theo đuổi sự tăng trưởng nhanh chóng và nắm lấy những dự án rủi ro, nay có thể thu hút lượng vốn cần thiết bằng cách phát hành các giấy chứng nhận tiền gửi có hạng tiền lớn hơn được bảo hiểm và có lãi suất cao hơn nhiều so với giấy chứng nhận tiền gửi được các đối thủ cạnh tranh của họ chào bán. Không có bảo hiểm tiền gửi thì dù lãi suất cao cũng sẽ không lôi cuốn được những người gửi tiền cung cấp vốn cho các ngân hàng đầy chao đảo này, vì họ dự tính rất thực tế rằng họ không thể thu các khoản vốn ấy lại. Nhưng có bảo hiểm tiền gửi, nghĩa là chính phủ bảo đảm các món tiền gửi là an toàn, do đó những người gửi tiền hết sức sung sướng và sẽ gửi trong các ngân hàng có lãi suất cao nhất:

Một đổi mới về tài chính đã tạo dễ dàng hơn cho những ngân hàng đầy chao đảo thu nhận vốn được gọi là **gửi tiền qua môi giới**, nó giúp những người gửi

tiền có thể phá vỡ được giới hạn 100.000 đôla có bảo hiểm. Gửi tiền qua môi giới thực hiện như sau : Một người gửi tiền cỡ lớn có 10 triệu đôla nhờ tới một người môi giới, người này chia 10 triệu đôla thành 100 món, mỗi món 100 ngàn đôla rồi mua các CD loại 100 ngàn đôla tại 100 ngân hàng khác nhau. Do số tiền của mỗi CD nằm trong giới hạn 100.000 đôla tiền gửi ở mỗi một ngân hàng, như vậy người gửi tiền cỡ lớn này thực tế đã có bảo hiểm tiền gửi cho tất cả 10 triệu đôla của mình. Các cơ quan bảo hiểm tiền gửi liên bang đã thông qua một điều lệ để cấm gửi tiền qua môi giới năm 1984, nhưng một phán quyết pháp lý của một tòa án liên bang đã vô hiệu hóa lệnh cấm này.

Sự đổi mới tài chính và sửa đổi điều hành trong bầu không khí dễ dãi của những năm thuộc Chính phủ Reagan đã làm cho vấn đề rủi ro đạo đức trở lên nghiêm trọng hơn. Ngoài ra, những ý muốn nhằm vào rủi ro đạo đức đã được tăng lên mạnh một tai biến lịch sử : Sự kết hợp của việc tăng mạnh lãi suất từ cuối năm 1979 tới năm 1981 và cuộc suy thoái nghiêm trọng trong năm 1981 - 1982, cả 2 đều do Dự trữ Liên bang sắp đặt để hạ thấp lạm phát. Sự tăng mạnh lãi suất đã tạo ra sự tăng nhanh chi phí vốn cho các ngân hàng tiết kiệm và cho vay. Sự tăng này không cân xứng với thu nhập cao hơn từ tài sản có chủ yếu của các ngân hàng tiết kiệm và cho vay, tức là những món cho vay thế chấp mua nhà dài hạn (lãi suất của các món vay này đã được cố định từ trước vào lúc mà lãi suất thấp hơn nhiều). Lúc ấy cuộc suy thoái năm 1981 - 1982 và sự sụt giảm mạnh về giá năng lượng và giá sản phẩm nông nghiệp đã tàn phá nặng nề nền kinh tế ở một số khu vực trong nước, ví dụ như Texas, kết quả của việc này là nhiều vụ vỡ nợ đối với những món tiền cho vay của các ngân hàng tiết kiệm và cho vay. Các tổn thất trong những tổ chức tiết kiệm và cho vay lên đến 10 tỉ đôla năm 1981 - 1982 và theo một vài ước tính, trên một nửa số ngân hàng tiết kiệm và cho vay ở Mỹ đã có giá trị ròng âm và đã lâm vào tình trạng không trả được nợ vào cuối năm 1982.

Những giai đoạn sau của cuộc khủng hoảng : Sự kiên nhẫn điều hành

Vào giai đoạn này, một động tác logic mà những cơ quan điều hành công nghiệp tiết kiệm và cho vay (Hội đồng về ngân hàng cho vay mua nhà của Liên bang (FHLLB) và cơ quan bảo hiểm tiền gửi trực thuộc nó, Công ty bảo hiểm tiết kiệm và cho vay liên bang (FSLIC), cả hai hiện nay đã bị bãi bỏ, đáng ra phải đóng cửa những ngân hàng tiết kiệm và cho vay không thanh toán được nợ,

nhưng họ đã không làm như vậy ; thay vào đó, những người điều hành này đã theo đuổi một việc được gọi là **sự kiên nhẫn điều hành** ; tức là họ kim chế không thực hiện quyền loại bỏ những ngân hàng tiết kiệm và cho vay không thanh toán được nợ ra khỏi hoạt động kinh doanh. Để tránh trách nhiệm phải đóng cửa những ngân hàng tiết kiệm và cho vay đang suy yếu, họ đã chấp nhận những nguyên tắc kế toán điều hành bất thường là những nguyên tắc trong thực tế hạ thấp một cách đáng kể những đòi hỏi về vốn. Ví dụ, họ đã cho phép những ngân hàng tiết kiệm và cho vay đưa vào cách tính vốn của những ngân hàng này một giá trị cao đối với các vốn không ước tính được, gọi là "sự lợi thế".

Khi ấy, đã có 3 lý do chính khiến vì sao FHLBB và FSLIC thực hiện sự kiên nhẫn điều hành. Thứ nhất FSLIC đã không có đủ tiền vốn trong quỹ bảo hiểm của nó để đóng cửa những ngân hàng tiết kiệm và cho vay không thanh toán được nợ và thanh toán hết cho những người gửi tiền ở các ngân hàng này. Thứ hai FHLBB đã được lập ra để khuyến khích sự tăng trưởng của ngân hàng tiết kiệm và cho vay và như vậy, những người điều hành này đã có thể là quá gần gũi với những người mà họ đã có nhiệm vụ điều hành. Thứ ba, vì những người điều hành không muốn thừa nhận rằng cơ quan của họ ở trong tình trạng khó khăn, FHLBB và FSLIC muốn tốt nhất là những khó khăn của họ được che giấu dưới một tấm thảm để không ai nhận ra và hy vọng rằng chúng sẽ biến đi.

Phương thức kiên nhẫn điều hành làm tăng nhiều rủi ro đạo đức bởi vì một ngân hàng tiết kiệm và cho vay đang hoạt động nhưng không có khả năng thanh toán nợ (được Edward Kane thuộc Trường Đại học Ohio gọi một cách giễu cợt là "Zombie S & L" bởi vì nó là một ngân hàng sống dở chết dở) hầu như không có gì để mất khi mang lấy những rủi ro to lớn và đánh phải "đánh cá ngân hàng" này : Nếu ngân hàng gặp may và nếu cuộc đầu tư thành công thì nó thoát khỏi tình trạng không thanh toán được nợ. Còn không may, nếu các cuộc đầu tư đó không thành công và dễ có thể thế thì các tổn thất của Zombie S & L này sẽ tăng lên và cơ quan bảo hiểm tiền gửi sẽ bị rỗng túi.

Chiến lược này tương tự chiến lược "đội bom từ xa" trong bóng đá. Khi một đội bóng đá hầu như sắp tuyệt vọng và thời gian sắp hết, nó thường dùng tới cách chơi đầy rủi ro : chuyền bóng dài. Tất nhiên, những cú sút xa khó có thể thành công, nhưng luôn luôn có một cơ may nhỏ rằng nó sẽ có hiệu quả. Chơi như vậy không có hiệu quả, nhưng đội đó chẳng mất gì vì hầu như chẳng nào nó cũng sẽ bị thua.

Với chuỗi những sự kiện như chúng ta đã thảo luận ở đây, sẽ không có gì ngạc

nhien rằng các ngân hàng tiết kiệm và cho vay đã bắt đầu mang lấy những rủi ro to lớn : Họ đã xây những trung tâm mua bán trong vùng hoang vắng, đã mua những nhà máy sản xuất để biến phân bón thành khí metan và đã mua những tỉ đôla trái khoán bấp bênh có lãi suất cao nhưng đầy rủi ro. Công nghiệp tiết kiệm và cho vay đã không còn là một công nghiệp thâm lạng đã từng hoạt động theo cái mà người ta gọi là quy tắc 3 - 6 - 3 : nghĩa là bạn vay tiền với lãi suất 3% đem nó cho vay với lãi suất 6% và chơi gôn thoải mái vào lúc 3 giờ chiều ! Tuy có nhiều ngân hàng tiết kiệm và cho vay đã kiếm được tiền bạc, song các tổn thất ở những ngân hàng khác là khổng lồ.

Một hậu quả khác của phương thức kiên trì điều hành là ở chỗ do có ít để mất, các ngân hàng tiết kiệm cho vay dở sống dở chết (Zombie) đã lôi cuốn những món tiền gửi từ các ngân hàng tiết kiệm và cho vay lành mạnh bằng cách chào mời với lãi suất cao. Do đã có nhiều các ngân hàng tiết kiệm và cho vay thuộc loại zombie ở Texas theo đuổi chiến lược này, có lãi suất tiền gửi cao hơn mức thị trường ở các ngân hàng tiết kiệm và cho vay bang ở đây đã được gọi là "một phần thưởng Texas" Những ngân hàng tiết kiệm và cho vay có tiềm lực trong tình thế ấy đã thấy rằng để cạnh tranh tiền gửi, họ phải trả lãi suất cao hơn, việc đó đã khiến cho hoạt động của họ kém lợi nhuận và thường đẩy họ vào loại zombie. Một cách tương tự những ngân hàng tiết kiệm và cho vay zombie vì theo đuổi sự tăng trưởng tài sản có, đã cho vay với lãi suất ở dưới lãi suất thị trường và như thế thấp hơn lãi suất cho vay ở những ngân hàng tiết kiệm và cho vay lành mạnh và thêm một lần nữa đã làm cho các ngân hàng này giảm lợi nhuận. Những ngân hàng tiết kiệm và cho vay Zombie thực tế đã mang tính chất bóc lột - sự sẵn lòng thanh toán lãi suất tiền gửi cao hơn mức thị trường và thu lãi suất cho vay ở mức thấp hơn lãi suất thị trường đã coi như đang hút máu (lợi nhuận) của những ngân hàng tiết kiệm và cho vay lành mạnh.

BẢO LÃNH CÔNG NGHIỆP TIẾT KIỆM VÀ CHO VAY : ĐẠO LUẬT NĂM 1989 VỀ CƯỜNG CHẾ THI HÀNH, KHÔI PHỤC VÀ CẢI TỔ CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH

Vào khoảng cuối năm 1986, các tổn thất tăng lên trong công nghiệp tiết kiệm và cho vay đang làm phá sản quỹ bảo hiểm của FSLIC. Chính quyền Reagan đã yêu cầu 15 tỉ đôla vốn cho FSLIC, một món tiền đã hoàn toàn không đủ bởi vì số tiền vốn cần thiết để đóng cửa hẳn những ngân hàng tiết kiệm và cho vay đã gặp

nhiều lần số tiền này.

Luật pháp được Quốc hội thông qua, Đạo luật 1987 về cạnh tranh bình đẳng trong hoạt động ngân hàng (the Competitive Equality Banking Act of 1987), cũng đã không đáp ứng được những đòi hỏi của Chính phủ. Nó chỉ cung cấp được có 10,8 tỉ đôla tiền vốn cho FSLIC và cái tồi tệ hơn đó là những điều khoản được đưa vào để chỉ đạo Hội đồng ngân hàng cho vay mua nhà của liên bang tiếp tục thực hiện phương thức kiên nhẫn điều hành (cho phép các tổ chức không thanh toán được nợ, duy trì hoạt động), đặc biệt ở các vùng yếu kém về kinh tế, ví dụ như Texas. Sự thất bại của Quốc hội trong việc đối phó với cuộc khủng hoảng tiết kiệm và cho vay lúc ấy không giải quyết được vấn đề nói trên, và phù hợp với phân tích của chúng ta, tình hình ấy đã xấu đi một cách nhanh chóng. Những tổn thất trong công nghiệp tiết kiệm và cho vay đã tăng dần lên tới hơn 10 tỉ đôla năm 1988 và đã đạt đến gần 20 tỉ đôla năm 1989. Cuộc khủng hoảng đó khi ấy đã đạt tới mức có thể coi như một nạn dịch hạch.

Ngay sau khi nhậm chức, chính quyền Bush đã đưa ra dự luật mới nhằm cung cấp đủ tiền để đóng cửa những ngân hàng tiết kiệm và cho vay không thanh toán được nợ. Kết quả, đạo luật về thi hành, khôi phục và cải tổ các tổ chức tài chính (FIRREA) đã được ký để trở thành luật vào ngày 9 tháng 8 năm 1989. Đó là luật nổi bật nhất tác động vào công nghiệp tiết kiệm kể từ những năm 1930. Những điều khoản chủ yếu của FIRREA như sau : Những bộ máy điều hành công nghiệp đó (Hội đồng ngân hàng cho vay mua nhà liên bang và - Công ty tiết kiệm và cho vay liên bang) - đã được cấu trúc lại về cơ bản, cả hai cơ quan này, vì đã thất bại trong nhiệm vụ điều hành của mình, nên giải thể. Vai trò điều hành của Hội đồng ngân hàng cho vay mua nhà liên bang đã được trao cho Cơ quan Giám sát Tiết kiệm (OTS), một bộ phận thuộc Cục kho bạc Mỹ và các trách nhiệm của cơ quan này tương tự với các trách nhiệm mà Cơ quan Kiểm tra tiền có đối với các ngân hàng quốc gia. Các trách nhiệm điều hành của FSLIC đã được trao cho FDIC và FDIC đã trở thành người lãnh đạo duy nhất của Hệ thống Bảo hiểm tiền gửi liên bang với hai quỹ bảo hiểm riêng rẽ : Quỹ bảo hiểm ngân hàng (BIF) và Quỹ bảo hiểm công ty tiết kiệm (SAIF). Một cơ quan mới khác, Công ty ủy thác thanh lý (RTC), đã được thiết lập để quản lý và giải quyết những tổ chức tiết kiệm không thanh toán được nợ thuộc diện bị quản lý tài sản hoặc diện bị thanh lý tài sản. Nó được giao trách nhiệm bán hơn 300 tỉ đôla bất động sản của các tổ chức vỡ nợ sở hữu. RTC do FDIC quản lý và dưới sự kiểm soát toàn diện của Ban kiểm soát RTC (gồm thư ký Kho bạc, chủ tịch ủy ban những người lãnh

đạo Dự trữ Liên bang, thư ký Cơ quan Phát triển nhà và đô thị và hai thành viên khác).

Đầu tiên, tổng chi phí bảo lãnh cho công nghiệp tiết kiệm và cho vay đã được ước tính là 159 tỉ đôla trong khoảng thời gian 10 năm cho tới 1999, nhưng các ước tính gần đây cho biết rằng chi phí này sẽ còn cao hơn nhiều. Thực vậy, Văn phòng kế toán tổng hợp (the General Accounting Office) đã đưa ra con số chi phí cho sự bảo lãnh này ở mức trên 500 tỉ đôla trong khoảng thời gian 40 năm. Tuy nhiên, như đã được chỉ rõ ở bài đọc thêm 4.1 trong Chương 4, ước tính này là sai lầm bởi vì, ví dụ, giá trị một khoản tiền thanh toán sau đây 30 năm kém xavề giá trị so với cùng những đồng đôla ấy hôm nay. Giá trị hiện tại của chi phí bảo lãnh nói trên là vào khoảng 150 tỉ đôla (ước tính nằm trong khoảng 100 đến 200 tỉ đôla).

Việc cấp vốn cho sự bảo lãnh này, một phần là vốn trong các ngân hàng cho vay mua nhà liên bang (do công nghiệp tiết kiệm và cho vay sở hữu) nhưng hầu hết là từ việc bán món nợ chính phủ do kho bạc và Công ty cấp vốn thanh lý thực hiện.

Để bổ sung các khoản tiền dự trữ của Quỹ bảo hiểm công ty tiết kiệm, phí bảo hiểm đối với những ngân hàng tiết kiệm và cho vay đã được tăng từ 20,8 xu mỗi trăm đôla tiền gửi tới 23 xu và có thể tăng tới 32,5 xu. Phí bảo hiểm đối với các ngân hàng lập tức đã tăng từ 8,3 xu tới 15 xu cho mỗi trăm đôla tiền gửi và đã được tăng tới 23 xu năm 1991.

FIRERA cũng đã áp đặt những hạn chế mới đối với các hoạt động về tiết kiệm, những hạn chế này cơ bản là sự điều hành đã được sửa đổi lại đối với công nghiệp tiết kiệm và cho vay, về việc chọn lựa tài sản có mà nó đã có trước năm 1982. Các ngân hàng tiết kiệm và cho vay không còn có thể được phép mua các trái khoán bấp bênh và phải bán những tài sản cổ phần của họ vào năm 1994. Các món ch vay bất động sản thương mại được giới hạn là gấp 4 lần vốn chứ không phải là giới hạn 40% tài sản có như trước đây, và như vậy, hạn chế mới này là một sự cắt giảm đối với tất cả những tổ chức mà vốn nhỏ hơn 10% tài sản có. Các ngân hàng tiết kiệm và cho vay cũng phải nắm giữ ít nhất 70% tăng lên từ mức cũ 60% tài sản có của họ trong những cuộc đầu tư có liên quan chủ yếu đến nhà ở. Các tổ chức tiết kiệm đang có khó khăn không được phép nhận các món tiền gửi qua môi giới. Trong số những điều khoản quan trọng nhất của FIRREA, phải kể đến việc tăng bắt buộc về vốn cốt lõi từ 3 lên tới 8% và việc phải tuân theo các tiêu chuẩn vốn dựa trên cơ sở rủi ro được áp đặt cho các ngân hàng thương mại.

FIRREA cũng đã tăng thêm quyền lực cưỡng chế thi hành của những cơ quan điều hành công nghiệp tiết kiệm bằng cách tạo điều kiện dễ dàng hơn cho những cơ quan này trong việc cách chức những người quản lý, phát lệnh ngừng thi hành (lệnh không cho thực hiện) và áp đặt các hình phạt dân sự. Bộ tư pháp cũng được trao 75 triệu đôla mỗi năm trong 3 năm để khám phá và khởi tố sự gian lận trong công nghiệp ngân hàng và những khoản tiền phạt tối đa đã tăng mạnh mẽ.

FIRREA đã là một cố gắng quan trọng để giải quyết một số trong những vấn đề do cuộc khủng hoảng ngân hàng tạo ra vì nó đã cung cấp các khoản tiền vốn quan trọng để đóng cửa các tổ chức tiết kiệm không thanh toán được nợ. Tuy nhiên, nó đã chưa làm được nhiều để giải quyết các vấn đề rủi ro đạo đức và lựa chọn đối nghịch cơ bản do việc bảo hiểm tiền gửi tạo ra. Như vậy nhiều nhà kinh tế sợ rằng cuộc khủng hoảng này trong hoạt động ngân hàng mà chúng ta còn đang trải qua sẽ tiếp tục trong tương lai. Tuy vậy, tất cả còn chưa bị mất, bởi vì FIRREA đã yêu cầu Kho bạc Mỹ cho tiến hành một cuộc nghiên cứu tìm hiểu và đặt kế hoạch cho việc cải tổ hệ thống bảo hiểm tiền gửi liên bang (được thảo luận ở phần ứng dụng và phần cuối của chương này) việc đó có thể đưa đến những cải tổ hơn nữa.

Chúng ta sẽ nghiên cứu xem hệ thống điều hành hoạt động ngân hàng có thể được cải tổ như thế nào ; nhưng trước khi làm chúng ta hãy xem xét một phân tích kinh tế về các quan điểm chính trị (được gọi là kinh tế chính trị) của sự hỗn loạn đó trong công nghiệp tiết kiệm và cho vay. Một phân tích như vậy có thể ảnh hưởng đến những cải tổ mà bạn và tôi nghĩ là cần thiết cho hệ thống điều hành ngân hàng.

KINH TẾ CHÍNH TRỊ CỦA CUỘC KHỦNG HOẢNG TIẾT KIỆM VÀ CHO VAY

Tuy nay chúng ta có một sự thấu hiểu các lực lượng điều hành và lực lượng kinh tế, các lực lượng đã tạo ra cuộc khủng hoảng công nghiệp tiết kiệm và cho vay, chúng ta vẫn còn cần hiểu các lực lượng chính trị, lực lượng đã tạo ra cấu trúc điều hành và các hoạt động điều hành dẫn đến cuộc khủng hoảng này. Chia khóa cho việc hiểu khía cạnh kinh tế chính trị của công nghiệp tiết kiệm và cho vay là công nhận rằng sự liên hệ giữa những cử tri (những người đóng thuế) và

những người điều hành và những nhà chính trị tạo ra một dạng riêng biệt của vấn đề rủi ro đạo đức, **vấn đề người đại lý - người ủy thác**. Vấn đề người đại lý người ủy thác xảy ra khi người đại lý có những ý muốn khác với những người ủy thác và như vậy người đại lý đó hành động cho các lợi ích riêng của mình. Những người điều hành và các nhà chính trị là những người đại lý sau chót đối với những cử tri - những người đóng thuế (những người ủy thác) bởi vì theo sự phân tích cuối cùng, những người đóng thuế chịu các phí tổn của bất kỳ sự tổn thất nào của cơ quan bảo hiểm tiền gửi. Vấn đề người đại lý - người ủy thác xảy ra bởi vì một người đại lý nào đó (một người điều hành hoặc một nhà chính trị) cũng không có những ý muốn giảm đến tối thiểu các chi phí cho nền kinh tế như người ủy thác muốn (người đóng thuế).

Để hành động vì lợi ích của người đóng thuế và hạ thấp chi phí cho cơ quan bảo hiểm tiền gửi, chúng ta thấy rằng những người điều hành có một vài nhiệm vụ: Họ phải đưa ra các điều hạn chế chặt chẽ đối với việc nắm giữ các tài sản có thuộc loại quá rủi ro, phải áp đặt những đòi hỏi cao về vốn, và không được thực hiện phương thức kiên nhẫn điều hành cho phép những tổ chức không thanh toán được nợ tiếp tục hoạt động. Tuy vậy, do vấn đề người đại lý - người ủy thác, những người điều hành có ý muốn làm ngược lại. Thực tế, như câu chuyện đáng buồn của chúng ta về sự thất bại của công nghiệp tiết kiệm và cho vay cho thấy, họ thường nới lỏng những đòi hỏi về vốn, nới lỏng hạn chế về các tài sản có rủi ro và đã theo đuổi phương thức kiên nhẫn điều hành. Một sự lười cuốn quan trọng đối với các người điều hành, để giải thích hiện tượng này, đó là lòng mong muốn của họ thoát khỏi trách nhiệm về thành tích tồi của cơ quan họ. Bằng cách nới lỏng những đòi hỏi về vốn và theo đuổi phương thức kiên nhẫn điều hành, những người điều hành đã bao che một ngân hàng không thanh toán được nợ và hy vọng rằng tình hình đó sẽ được cải thiện trong tương lai. Thái độ hành xử như vậy trong một bộ phận những người điều hành được Edward Kane thuộc Trường Đại học quốc gia Ohio mô tả như là "trò cờ bạc bàn giấy".

Một ý muốn khác của những người điều hành là bảo vệ nghề nghiệp của họ bằng cách chấp nhận áp lực của những người có ảnh hưởng mạnh đến nghề nghiệp của họ. Những người này không phải là những người đóng thuế mà là những nhà chính trị, những người cố gắng làm cho những người điều hành không áp đặt những điều lệ cứng rắn lên các tổ chức đóng góp chủ yếu cho cuộc vận động tranh cử. Các thành viên của quốc hội đã từng vận động các người điều hành nương nhẹ một ngân hàng tiết kiệm và cho vay nào đó vì nó đã đóng góp những món tiền lớn cho các cuộc vận động của họ (xem Bài đọc thêm 11.2).

Ngoài ra, cả Quốc hội và Nhà trắng đã xúc tiến các luật cho hoạt động ngân hàng năm 1980 và 1982, nó đã tạo dễ dàng cho các tổ chức tiết kiệm và cho vay thực hiện các hoạt động mang lầy rùi ro. Sau khi pháp luật được Quốc hội thông qua, nhu cầu đối với việc giám sát công nghiệp tiết kiệm và cho vay đã tăng lên bởi vì có sự mở rộng các hoạt động được phép. Các cơ quan điều hành công nghiệp tiết kiệm và cho vay đã cần thêm các nguồn vốn để thực hiện các hoạt động giám sát của mình một cách hoàn hảo, nhưng Quốc hội đã không sẵn lòng cấp các khoản tiền vốn cần thiết cho việc vận động của công nghiệp tiết kiệm và cho vay. Kết cục, các cơ quan điều hành công nghiệp tiết kiệm và cho vay đã trở nên rất thiếu người do đó họ đã phải cắt giảm các cuộc kiểm tra tại chỗ của mình mặc dù phần lớn các kiểm tra này là cần thiết. Ví dụ trong giai đoạn từ tháng 2-1984 đến tháng 6-1986, hàng trăm ngân hàng tiết kiệm và cho vay thậm chí đã không được kiểm tra một lần nào. Tệ hơn nữa, bị thúc giục ráo riết của công nghiệp tiết kiệm và cho vay, Quốc hội đã từ chối đáp ứng yêu cầu của chính quyền Reagan cấp 15 tỉ đôla tiền vốn cho FSLIC (một số tiền hoàn toàn không đầy đủ) để cho nó có thể đóng cửa hẳn các ngân hàng tiết kiệm và cho vay không thanh toán được nợ. Thay vào đó, Quốc hội đã thông qua Đạo luật năm 1987 về sự công bằng cạnh tranh trong hoạt động ngân hàng, nó chỉ cấp 10,8 tỉ đôla. Quốc hội cũng đã cản trở các nhà điều hành công nghiệp tiết kiệm và cho vay không thể thực hiện công việc của mình một cách hoàn hảo bằng cách đưa vào những điều khoản về tín phiếu ngân hàng để khuyến khích việc kiên nhẫn điều hành.

Các ví dụ nêu trên chỉ rõ, cấu trúc cả hệ thống chính trị của nước Mỹ đã tạo ra vấn đề người đại lý - người ủy thác nghiêm trọng, tức là các nhà chính trị có những ý muốn mạnh mẽ hành động theo các lợi ích cá nhân của họ hơn là theo lợi ích của những người đóng thuế. Do chi phí cao trong các chiến dịch vận động, các nhà chính trị tại Mỹ đã trở nên lệ thuộc vào việc thu nhập những khoản đóng góp quan trọng. Tình trạng này tạo cho những người vận động và những người đóng góp cho các cuộc vận động tranh cử khác những cơ hội gây ảnh hưởng để làm cho các nhà chính trị hành động chống lại lợi ích của công chúng.

Thái độ cư xử vô lương tâm của một số nhà chính trị của chúng ta đã bị đưa ra ánh sáng qua những vụ bê bối trong công nghiệp tiết kiệm và cho vay. Jim Wright, một nghị sĩ của bang Texas và là người phát ngôn của Hạ nghị viện, người đã cản trở việc ban hành đạo luật về hoạt động ngân hàng năm 1987, đã phải từ chức vào năm 1989, một phần bởi vì sự liên hệ của ông ta với các ngân hàng tiết kiệm và cho vay. Nghị sĩ Tony Coelho của tiểu bang California, người

phụ trách tổ chức của nhóm đa số ở Hạ nghị viện đã từ chức khi được biết rằng ngân hàng tiết kiệm và cho vay Columbia của Beverly Hills, California, đã cung cấp cho ông ta một món vay để mua 100.000 đôla trái khoán bấp bênh. Thượng nghị sĩ Fernand St. Germain, một trong những tác giả của dự thảo luật 1982, đã nói lóng các điều hạn chế đối với các ngân hàng tiết kiệm và cho vay, đã không được đề cử để bầu lại sau khi phát hiện ông ta đã dùng một thẻ tín dụng của Liên minh các tổ chức tiết kiệm Mỹ cho buổi chiều đãi cá nhân.

Tuy rằng các nhà chính trị đã nhấn mạnh các vụ gian lận có liên quan đến các ngân hàng tiết kiệm và cho vay vỡ nợ để như vậy họ sẽ không phải chịu trách nhiệm về phí tổn cao trong việc bảo lãnh công nghiệp tiết kiệm và cho vay, tất cả những nhà chính trị đó phải gánh chịu trách nhiệm cuối cùng về chi phí bảo lãnh cao. Một số nhà phân tích ước tính rằng nếu Quốc hội và Tổng thống sẵn lòng đối phó với cuộc khủng hoảng về tiết kiệm và cho vay từ 5 năm trước đây, chi phí mà những người đóng thuế gánh chịu sẽ ở mức dưới 100 tỉ đôla. Cuộc khủng hoảng công nghiệp tiết kiệm và cho vay chỉ ra những nguy hiểm về việc các nhà lập pháp phụ thuộc quá nhiều vào các đóng góp vận động tranh cử vì những lợi ích riêng. Nhắc lại một câu nổi tiếng của Winston Churchill : "Đừng bao giờ để cho nhiều tiền như thế tới những nhà lập pháp chủ chốt, những người đã làm việc chăm chỉ đến mức để có được những phương sách làm tổn tiền những người đóng thuế đến thế".

BÀI ĐỌC THÊM 11.2

Một nghiên cứu riêng về sự trục trặc : Charles Keating và vụ bê bối Ngân hàng tiết kiệm và cho vay Lincoln

Vụ bê bối gắn với Charles H Keating, Jr và Ngân hàng tiết kiệm và cho vay Lincoln là một ví dụ sinh động về việc vì sao cuộc khủng hoảng công nghiệp tiết kiệm và cho vay này đã xảy ra. Như Edwin Gray, một cựu chủ tịch của Federal Home Loan Bank Board đã tuyên bố "Đây là một câu chuyện về sự dối bại không thể tin được. Tôi không thể gọi nó là một thứ gì khác được".

Charles Keating đã được phép nắm lấy Ngân hàng tiết kiệm và cho vay Lincoln

của Irvine ở California, vào đầu năm 1984 tuy rằng ông ta đã bị SEC kết tội gian lận chỉ mới 4 năm rưỡi trước đây. Đối với Keating, công ty xây dựng của ông ta, American Continental, đã lập kế hoạch tạo dựng những công cuộc phát triển bất động sản khổng lồ ở Arizona, Ngân hàng tiết kiệm và cho vay này đã là một kho vàng : với sự lóng lẻo của cơ chế điều hành lúc đó, việc kiểm soát Ngân hàng tiết kiệm và cho vay đã tạo cho công ty của ông ta để dàng có được tiền vốn mà không phải chịu

sự kiểm tra của các ngân hàng bên ngoài. Chỉ trong mấy ngày nắm quyền Keating đã loại bỏ được những nhân viên cho vay và những nhân viên kiểm tra sổ sách báo thủ của ngân hàng này, mặc dù ông ta trước đó đã hứa với các nhà điều hành rằng ông ta sẽ lưu dụng họ. Khi công việc này đã làm xong, Lincoln đã lao vào những cuộc đấu tư rủi ro cao, như giao dịch tiền bạc kỳ hạn, trái khoán hấp bệnh, cổ phiếu khách sạn, các vùng đất hoang vắng rộng lớn ở Arizona.

Lúc ấy do thiếu những người kiểm tra công nghiệp tiết kiệm và cho vay, Lincoln đã thoát khỏi các cuộc kiểm tra quan trọng cho tới năm 1986, chính lúc đó các nhân viên kiểm tra Ngân hàng cho vay mua nhà liên bang ở San Francisco đã phát hiện ra rằng Lincoln trước đó đã vượt quá giới hạn 10% quy định cho các cuộc đầu tư vốn cổ phần với số tiền 600 triệu đôla. Do các hoạt động này và một chứng cứ khác mà Lincoln lúc đó đang cố gắng làm lạc hướng những nhân viên kiểm tra này, nên họ đã đề nghị một cuộc tịch biên Liên bang và tất cả tài sản có của ngân hàng này. Keating lúc ấy không có vẻ gì là cam chịu chuyện này; ông ta đã tập hợp đồng bào luật sư - cuối cùng là 77 hãng luật đã kết tội những người kiểm tra ngân hàng này có thành kiến. Ông ta cũng đã kiện để bác bỏ giới hạn cổ phần 10% nhưng không thành công. Có tin nói Keating đã khoác lác rằng ông ta đã chi 50 triệu đôla để đấu tranh chống lại các người điều hành.

Các luật sư không là phương kế duy nhất của Keating để đẩy lùi các người điều hành. Sau khi nhận 1,3 triệu đôla của Keating đóng góp cho các cuộc vận động của mình, 5 thượng nghị sĩ Dennis

DeConcini và John McCain của tiểu bang Arizona, Alan Cranston của tiểu bang California, John Glenn của Ohio và Donald Riegle của tiểu bang Michigan (nay được gọi giễu với tên "Keating Five" - Skeating) - đã gặp Edwin Gray, Chủ tịch Cục cho vay mua nhà Liên bang và sau đó với 4 người điều hành hàng đầu của ngân hàng cho vay mua nhà San Francisco vào tháng 4 năm 1987. Họ đã phân nân rằng những người điều hành đó đang quá cứng rắn đối với Lincoln và họ đã thuyết phục các người điều hành đó thôi đừng kéo dài cuộc điều tra này. Sau khi Edwin đã được M. Danny Wall thay thế, Wall đã làm một việc chưa từng có là thuyết chuyển các nhân viên kiểm tra San Francisco khỏi vụ án này vào tháng 9 năm 1987 và chuyển cuộc điều tra cho chính của han lãnh đạo ngân hàng này ở Washington. Không một nhân viên kiểm tra nào được chỉ định cho việc kiểm tra Lincoln trong 10 tháng sau đó, và như một nhân viên kiểm tra San Francisco đã mô tả nó, Lincoln đã rơi vào một "hố đen điều hành".

Ngân hàng tiết kiệm và cho vay Lincoln cuối cùng đã vỡ nợ vào đầu năm 1989, với thiệt hại mà người đóng thuế gánh chịu là 2,5 tỉ đôla, có thể nó là vụ vỡ nợ ngân hàng tiết kiệm và cho vay lớn nhất cho tới nay. Charles Keating đã bị truy tố về tội lạm dụng (ví dụ đã buộc Lincoln thanh toán cho ông ta và gia đình ông ta 34 triệu đôla) trong khi đó M Danny Wall bị buộc từ bỏ chức vị vì người đứng đầu Cơ quan giám sát tiết kiệm vì sự dính líu của ông ta đến vụ hệ bởi Keating. Do hậu quả của các hoạt động của mình nhân danh Keating, năm thượng nghị sĩ "Keating Five" đã bị quốc hội tiến hành một cuộc điều tra đạo đức.

HỆ THỐNG ĐIỀU HÀNH CÁC HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG PHẢI ĐƯỢC CẢI TỔ NHƯ THẾ NÀO ?

Vấn đề trung tâm trong việc ngăn ngừa một sự tan rã khác nữa của công nghiệp tiết kiệm và cho vay là việc cải tổ hệ thống điều hành ngân hàng sao cho nó giảm bớt các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức do việc bảo hiểm tiền gửi tạo ra. Sau đó chúng ta xem xét 9 cải tổ được đề nghị và đánh giá xem liệu chúng có là khả thi hay không và sẽ có thể cải thiện được thành tích của hệ thống ngân hàng hay không ?

Những thay đổi được đề nghị trong hệ thống bảo hiểm tiền gửi

Loại bỏ bảo hiểm tiền gửi một cách hoàn toàn. Một giải pháp đơn giản cho các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức của việc bảo hiểm tiền gửi sẽ là loại bỏ bảo hiểm một cách hoàn toàn. Khi đó những người gửi tiền sẽ có ý muốn giám sát các ngân hàng và rút tiền gửi ra khi họ nghi một ngân hàng đang mang lấy quá nhiều rủi ro. Tuy việc loại bỏ bảo hiểm tiền gửi thủ tiêu nhiều ý muốn của các ngân hàng thực hiện những việc mang lấy rủi ro quá mức, nó tạo ra một loạt vấn đề khác.

Vấn đề cơ bản đối với việc hủy bỏ bảo hiểm tiền gửi là ở chỗ các ngân hàng sẽ phải chịu đựng các vụ dân chúng đổ xô tới đòi rút tiền, tức là, phải chịu đựng những vụ rút tiền bất ngờ của những người gửi tiền bị kích động. Những vụ dân chúng đổ xô tới các ngân hàng đòi rút tiền như vậy tự bản thân chúng có thể dẫn đến các vụ vỡ nợ. Ngoài việc bảo vệ cá nhân những người gửi tiền, mục tiêu của bảo hiểm tiền gửi là để ngăn ngừa một số lớn các vụ vỡ nợ ngân hàng, các vụ vỡ nợ này có thể dẫn tới một hệ thống ngân hàng không ổn định và một nền kinh tế không ổn định như đã xảy ra theo chu kỳ trước khi có sự ra đời của bảo hiểm tiền gửi liên bang năm 1934. Xét theo bối cảnh này, bảo hiểm tiền gửi liên bang đã là một thành công rực rỡ. Các vụ hoảng loạn ngân hàng, trong đó có hàng loạt vụ vỡ nợ xảy ra đồng thời và kết quả là sự đổ vỡ của hệ thống tài chính đã không còn xảy ra nữa sau khi bảo hiểm tiền gửi liên bang đã được thiết lập.

Khả năng của bảo hiểm tiền gửi trong việc ngăn ngừa những vụ hoảng loạn ngân hàng đã khiến nhiều nhà kinh tế không thấy thoải mái với ý định loại bỏ nó một cách hoàn toàn. Nhưng có điều quan trọng hơn, bảo hiểm tiền gửi là đặc biệt

phổ biến trong công chúng Mỹ. Những người Mỹ nhớ lại hoặc đã nghe tin về sự gian nan do các vụ hoảng loạn ngân hàng trước ngày thiết lập bảo hiểm tiền gửi liên bang và ít ai muốn quay trở lại những ngày như thế. Việc loại bỏ bảo hiểm tiền gửi một cách hoàn toàn dường như không phải là một chiến lược chính trị khả thi.

Khả thấp các giới hạn số tiền được hưởng bảo hiểm tiền gửi. Các đề nghị cải tổ khác gợi ra việc giảm số tiền được hưởng bảo hiểm tiền gửi xuống dưới giới hạn hiện hành 100.000 đôla, ví dụ là 50.000 đôla hoặc 20.000 đôla. Với một số tiền được hưởng bảo hiểm tiền gửi nhỏ hơn, các người gửi tiền có số lượng vượt quá giới hạn bảo hiểm sẽ có ý muốn giám sát số lượng rủi ro ở ngân hàng. Tuy nhiên, những người gửi tiền có các món tiền gửi nhỏ hơn 100.000 đôla, thường không là những người có điều kiện tốt nhất để giám sát một cách có hiệu quả các hoạt động của một ngân hàng. Bởi vì họ không có đủ thông tin cần thiết, những người gửi này dễ bị hoảng sợ và gây ra một cuộc đổ xô tới ngân hàng đòi rút tiền. Kết quả có thể là một hệ thống hoạt động ngân hàng kém ổn định.

Mặt khác, những người gửi những món tiền rất lớn, ví dụ nhiều triệu đôla, sẽ có đủ điều kiện để giám sát các hoạt động của một ngân hàng. Để khuyến khích họ giám sát các ngân hàng, một cải tổ khác được đề nghị, cải tổ này đã được sự ủng hộ rộng rãi, là cấm những món tiền gửi qua môi giới. (Những món tiền gửi như vậy giúp những người gửi tránh được giới hạn bảo hiểm tiền gửi 100.000 đôla). Một vấn đề đối với cải tổ là ở chỗ việc cưỡng chế thi hành có thể là khó khăn, bởi vì sẽ khó xác định ai là người gửi tiền có bảo hiểm ở nhiều ngân hàng.

Loại bỏ chính sách "quá lớn không để vỡ nợ". Nếu FDIC cho phép các ngân hàng lớn vỡ nợ thì kết quả là những người gửi tiền ở đó sẽ chịu các tổn thất, như thế những người gửi tiền ở các ngân hàng lớn sẽ có những ý muốn mạnh hơn để giám sát các ngân hàng đó và rút tiền gửi khi họ cảm thấy ngân hàng họ gửi tiền đang mang lấy quá nhiều rủi ro. Vì vậy, việc cho phép các ngân hàng lớn vỡ nợ sẽ làm giảm ý muốn mang lấy quá nhiều rủi ro của các ngân hàng này. Tuy vậy nó cũng sẽ gây ra một số vấn đề tương tự như trong trường hợp bảo hiểm tiền gửi bị loại bỏ hoặc bị giới hạn về số lượng: Xác suất các vụ hoảng loạn ngân hàng sẽ tăng lên. Nếu một ngân hàng lớn được phép vỡ nợ các ảnh hưởng tác động trong thị trường tài chính có thể vô cùng lớn. Các ngân hàng khác có liên hệ gián

tiếp với ngân hàng vỡ nợ này (đó là, những ngân hàng có tiền gửi ở ngân hàng này để đổi lấy một số loại dịch vụ) sẽ phải chịu tổn thất lớn và có thể đến lượt bị vỡ nợ dẫn đến một sự hoảng loạn hết cỡ. Ngoài ra, vấn đề thanh toán danh mục các món tiền cho vay của ngân hàng lớn này có thể gây ra một sự tan vỡ quan trọng trong thị trường tài chính đó. Do những lo ngại này, những người điều hành vẫn chưa sẵn lòng quên chính sách "quá lớn không để vỡ nợ" nói trên, mặc dù họ thấy được tính chất thiếu công bằng của nó cũng như phí tổn của nó, như trích dẫn lời của William Seidman ở cuối bài đọc thêm 11.1.

Đồng bảo hiểm. Một cải tổ khác được đề nghị là sẽ tổ chức một hệ thống **đồng bảo hiểm** (coinsurance) trong đó chỉ một số phần trăm của một món tiền gửi ví dụ 90% sẽ được bảo đảm bằng bảo hiểm. Trong hệ thống này, những người được bảo hiểm sẽ phải chịu một số phần trăm của tổn thất cùng với cơ quan bảo hiểm tiền gửi của họ. Do những người gửi tiền sẽ phải chịu tổn thất nếu ngân hàng họ gửi vỡ nợ, họ sẽ có ý muốn giám sát các hoạt động của ngân hàng này. Tuy nhiên, một lần nữa chúng ta lại gặp phải vấn đề là hầu hết người gửi tiền không có đủ thông tin, do vậy các ngân hàng sẽ phải chịu đựng những vụ dân chúng đổ xô tới đòi rút tiền gửi và hệ thống ngân hàng đó sẽ kém ổn định.

Chi bảo hiểm tiền gửi ở các "ngân hàng hẹp tầm". Một đề nghị khác gợi ý rằng bảo hiểm tiền gửi chỉ được cho phép đối với tiền gửi ở các ngân hàng hẹp tầm tức là những ngân hàng hạn chế các tài sản có của họ ở trong phạm vi hầu như không bị rủi ro, ví dụ như các tín phiếu kho bạc. Việc những người gửi tiền được bảo hiểm sẽ không giám sát các ngân hàng hẹp tầm này hầu như không gây ra rủi ro đạo đức bởi vì các tài sản có của ngân hàng hẹp tầm trong trường hợp nào cũng không phải chịu rủi ro. Tuy rằng đề nghị này sẽ loại bỏ được các vấn đề chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức do bảo hiểm tiền gửi tạo ra, nó sẽ để các món tiền gửi ở các "ngân hàng rộng tầm hơn" là những ngân hàng sẽ thực hiện các món cho vay, không được bảo hiểm. Các ngân hàng rộng tầm hơn này sẽ phải chịu đựng các vụ dân chúng hoảng đổ xô tới đòi rút tiền gửi và có thể là một hệ thống hoạt động ngân hàng kém ổn định.

Cung cấp bảo hiểm tiền gửi bởi những nhà bảo hiểm tư. Những đề nghị khác gợi ý rằng bảo hiểm tiền gửi có thể do các nhà bảo hiểm tư cung cấp hoặc rằng bảo hiểm tư nhân có thể đảm nhận những số tiền gửi vượt quá các giới hạn

bảo hiểm tiền gửi liên bang. Lợi ích của bảo hiểm tư nhân là ở chỗ nhà bảo hiểm tư sẽ giám sát cẩn thận ngân hàng giữ tiền gửi mà nhà bảo hiểm tư này đang bảo hiểm. Một vấn đề đối với dạng bảo hiểm này là ở chỗ các nhà bảo hiểm tư có thể vỡ nợ, dẫn đến các vụ hoảng loạn ngân hàng giống như những vụ mà chúng ta đã thấy ở Ohio, Maryland và Rhode Island trong những năm gần đây (xem Bài đọc thêm 16.2). Như vậy vẫn có thể cần tới một cơ quan liên bang bảo đảm rằng nhà bảo hiểm tư này sẽ không vỡ nợ. Thiếu một sự bảo hiểm như vậy, các lo sợ về tiềm lực của nhà bảo hiểm tư này có thể dẫn đến việc những người gửi đổ xô tới đòi rút tiền ở ngân hàng. Bảo hiểm tiền gửi tư nhân tự nó sẽ không ngăn ngừa được hệ thống hoạt động ngân hàng không ổn định.

Các phí bảo hiểm tiền gửi tính trên cơ sở mức rủi ro. Một số nhà kinh tế cũng như một người cầm đầu cũ của FDIC, đã gợi ý rằng bảo hiểm tiền gửi được định giá giống như bảo hiểm ô tô : các lái xe có xu hướng hay gặp tai nạn phải thanh toán mức bảo hiểm cao hơn và cũng vậy, các ngân hàng với những tài sản có mang nhiều rủi ro hơn sẽ bị tính các phí bảo hiểm cao hơn. Như vậy các ngân hàng sẽ có ít ý muốn mang những rủi ro cao hơn bởi vì khi ấy họ phải trả các phí bảo hiểm tiền gửi cao hơn. Tuy một dạng nào đó của các phí bảo hiểm tiền gửi dựa trên cơ sở rủi ro là có ý nghĩa, cơ quan bảo hiểm tiền gửi có thể gặp khó khăn trong việc xác định khi nào thì tiền của một ngân hàng là rủi ro. Rủi ro này có thể không biểu lộ cho tới lúc đã quá muộn và ngân hàng đó không được trả nợ. Như thế, các phí bảo hiểm trên cơ sở rủi ro có thể không loại bỏ được rủi ro đạo đức một cách hoàn toàn ; các điều lệ khác để kiểm soát việc mang lấy rủi ro sẽ vẫn còn cần thiết.

Những thay đổi được đề nghị trong các quy định hoạt động ngân hàng khác

Loại bỏ các hạn chế mở chi nhánh. Các hạn chế đối với việc mở chi nhánh, nhất là các chi nhánh liên tiểu bang, cũng đã góp phần vào sự khủng hoảng bảo hiểm tiền gửi. Do các quy định này, các ngân hàng bị trói chặt vào những điều kiện kinh tế trong địa phương của họ và ít có khả năng đa dạng hóa các món tiền cho vay của họ. Không có sự trùng hợp rằng một phần tỉ lệ cao hơn của các vụ vỡ nợ ngân hàng đã xảy ra trong các tiểu bang tri trệ kinh tế, ở đó sản xuất nông nghiệp và dầu mỏ là những công nghiệp hàng đầu (ví dụ như Texas Louisiana, Colorado và Kansas). Tuy rằng việc mở chi nhánh qua các biên giới tiểu bang

đang trở nên phổ biến hơn, một sự chuyển động nhanh hơn nữa tới một hệ thống hoạt động ngân hàng quốc gia bằng cách loại bỏ các hạn chế đối với việc mở chi nhánh, nhìn chung sẽ giảm bớt các vụ vỡ nợ ngân hàng nhờ việc thúc đẩy đa dạng hóa tầng thêm.

Sử dụng việc tính toán theo giá trị thị trường cho những đòi hỏi về vốn. Chúng ta đã thấy đòi hỏi một ngân hàng phải có vốn cổ phần lớn, sẽ khiến cho ngân hàng này ít có thể vỡ nợ. Đòi hỏi đó cũng có lợi bởi vì ngân hàng này có vốn lớn nhiều hơn cái để mất nếu nó gặp những cuộc đầu tư rủi ro và do đó nó sẽ có ý muốn nắm giữ những tài sản rủi ro. Không may, các đòi hỏi về vốn tối thiểu, trên cơ sở các phép đo dựa vào những rủi ro mới, được tính toán trên cơ sở chi phí lịch sử (giá trị sổ sách), trong đó giá trị của một tài sản được coi là giá trị ban đầu của nó. Vấn đề đối với việc tính toán theo chi phí lịch sử này là ở chỗ, những thay đổi về giá trị của các tài sản có và các tài sản nợ do những thay đổi về lãi suất hoặc về rủi ro bị vỡ nợ gây ra đã không được phản ánh trong sự tính toán vốn cổ phần của hãng đó. Song những thay đổi về giá trị thị trường của các tài sản có và các tài sản nợ, và vì thế những thay đổi về giá trị thị trường của vốn cổ phần là cái cho biết liệu một hãng có thực là không thanh toán được nợ hay không. Hơn thế, chính giá trị thị trường của vốn này xác định các ý muốn nắm giữ những tài sản rủi ro đối với một ngân hàng.

Việc cải tổ bảo hiểm tiền gửi được các nhà kinh tế ủng hộ rộng rãi nhất là việc sử dụng sự tính toán theo giá trị thị trường để tính toán các đòi hỏi về vốn. Tất cả những tài sản có và những tài sản nợ có thể được ghi rõ theo các giá trị thị trường một cách định kỳ, ví dụ mỗi 3 tháng, để xác định liệu một ngân hàng có đủ giá trị vốn của nó tính theo giá trị thị trường để thỏa mãn những đòi hỏi tối thiểu hay không. Thông tin về việc tính toán theo giá trị thị trường sẽ cho phép cơ quan bảo hiểm tiền gửi đó biết rõ một cách nhanh chóng khi nào một ngân hàng đang ở bên dưới những đòi hỏi về vốn của nó. Ngân hàng này lúc ấy có thể bị đóng cửa ngừng hoạt động trước khi giá trị ròng của nó tụt xuống dưới zero, như thế ngăn ngừa một tổn thất cho cơ quan bảo hiểm tiền gửi? Những đòi hỏi về vốn tính trên cơ sở giá trị thị trường nói trên cũng đảm bảo rằng các ngân hàng sẽ không hoạt động với vốn âm, nhờ vậy ngăn ngừa chiến lược đánh cược qua việc nắm lấy rủi ro quá mức.

Việc sử dụng các giá trị thị trường để tính toán vốn cổ phần cũng sẽ có lợi là khiến cho một ngân hàng không thanh toán được nợ thêm rành mạch. Như chúng ta đã thấy trong phần thảo luận về kinh tế chính trị của cuộc thất bại của

công nghiệp tiết kiệm và cho vay, các người điều hành và các nhà chính trị bị đặt trước một vấn đề người ủy thác - người đại lý bởi vì họ thường có ý muốn che giấu tình trạng không thanh toán được nợ, mặc dầu những người đóng thuế sẽ sung sướng nếu chúng thực sự không xảy ra. Việc tính toán theo giá trị thị trường sẽ làm cho việc che giấu tình trạng không thanh toán được nợ gặp khó khăn hơn, và như thế nó sẽ giúp những người đóng thuế giám sát những người điều hành và giám sát những nhà chính trị, những người sẽ có lúc gặp khó khăn khi bảo vệ cho phương thức kiên nhẫn điều hành. Do vậy việc tính toán theo giá trị thị trường có thể khiến cho các người điều hành và các nhà chính trị có trách nhiệm hơn và đem lại cho họ những ý muốn hành động vì lợi ích của những người đóng thuế.

Những người phản đối các đòi hỏi về vốn tính theo giá trị thị trường tập trung vào những khó khăn của việc tính vốn đầu tư theo giá trị thị trường, việc đó làm sao bảo đảm được chính xác và không phức tạp. Việc tính toán theo chi phí lịch sử có một lợi ích quan trọng, trong đó các qui tắc tính toán dễ xác định hơn và dễ tiêu chuẩn hóa hơn khi giá trị của một tài sản chỉ được coi là giá mua của nó. Việc tính toán theo giá trị thị trường, mặt khác, lại đòi hỏi các ước tính và những xấp xỉ là những điều khó được tiêu chuẩn hóa. Ví dụ, có thể là khó khăn khi đánh giá giá trị thị trường của món tiền vay mà ông bạn Joe dùng mua ô tô, trong khi rất dễ khi đánh giá một trái khoán chính phủ. Ngoài ra, việc thực hiện sự tính toán vốn theo giá trị thị trường sẽ tỏ ra tốn kém cho các ngân hàng bởi vì việc ước tính đó đòi hỏi phải tập hợp nhiều thông tin hơn về các đặc tính của các tài sản có và các tài sản nợ.

Tuy thế, những người đề xướng việc tính toán theo giá trị thị trường cho những đòi hỏi vốn chỉ ra rằng mặc dù việc tính toán đó liên quan đến một số phép ước tính và xấp xỉ, nó vẫn sẽ giúp cho các nhà điều hành có thể đánh giá chính xác hơn về vốn ngân hàng hơn là việc tính toán theo chi phí lịch sử. Họ cũng cho thấy rằng mặc dù các người phản đối việc tính toán theo giá trị thị trường phản nản là sẽ rất tốn kém khi tập hợp thông tin cần thiết, những người tham dự thị trường thường xuyên đánh giá giá trị thị trường của các tài sản có của ngân hàng khi họ mua cổ phần ngân hàng hoặc mua tài sản nợ của ngân hàng. Hơn nữa, nhiều ngân hàng tính sẵn các giá trị thị trường của những tài sản có của họ để đưa ra các quyết định kinh doanh. Một sự chuyển hướng nhằm tới tính toán theo giá trị thị trường tỏ ra hoàn toàn khả thi và có thể giúp giảm được tính chất có thể của một cuộc khủng hoảng tương lai trong hoạt động ngân hàng.

ỨNG DỤNG ĐÁNH GIÁ CHƯƠNG TRÌNH CỦA KHO BẠC CHO VIỆC CẢI TỔ HỆ THỐNG NGÂN HÀNG

Vào tháng 2 năm 1991, Kho bạc Mỹ đưa ra một chương trình được trông đợi từ lâu cho sự cải tổ hệ thống điều hành hoạt động ngân hàng (theo đòi hỏi của Đạo luật 1989 về Cường chế thi hành, khôi phục và cải tổ các tổ chức tài chính). Mục tiêu cơ bản của chương trình này là để giới hạn phạm vi bảo hiểm tiền gửi và làm mạnh mẽ các ngân hàng bằng cách cho họ những quyền tiến hành một diện rộng các hoạt động dịch vụ tài chính. Dựa trên sự phân tích ở chương này, nay chúng ta sẽ đánh giá các khoản mục quan trọng của chương trình Kho bạc và xem liệu nó có thể chữa trị cuộc khủng hoảng hiện hành trong hoạt động ngân hàng hay không.

Hướng dẫn nghiên cứu

Trước hết hãy đọc phần mô tả mỗi một nhóm các khoản mục trong chương trình Kho bạc. Sau đó, trước khi bạn đọc phần đánh giá, cố gắng lý giải xem các khoản mục này sẽ giải quyết các vấn đề hiện hành trong việc điều hành hoạt động ngân hàng như thế nào. Bài tập này sẽ giúp bạn phát triển một sự hiểu biết sâu sắc hơn nội dung của chương này.

Các giới hạn bảo hiểm tiền gửi

Chương trình Kho bạc sẽ giới hạn những người gửi tiền tới mức 200.000 đôla bảo hiểm đối với mỗi một tổ chức hoạt động ngân hàng. 100.000 đôla đối với một tài khoản séc hoặc tiết kiệm và 100.000 đôla đối với một tài khoản hưu trí. Các món tiền gửi qua môi giới sẽ không còn được bảo hiểm và FDIC sẽ nghiên cứu xem liệu những giới hạn thêm nữa đối với bảo hiểm tiền gửi có là khả thi hay không.

Đánh giá. Vấn đề đầu tiên với những giới hạn của kho bạc đối với bảo hiểm tiền gửi là ở chỗ chúng dễ bị phá vỡ bằng kế sách; tức là, những người gửi tiền có thể mở các tài khoản tại những ngân hàng khác nhau. Như thế các giới hạn này có thể là rất không hiệu quả trong việc thu hẹp các tổn thất tiềm ẩn cho FDIC khi có những vụ vỡ nợ ngân hàng và sẽ không làm tăng các ý muốn giám sát các ngân hàng của những người gửi tiền. Hơn thế, trong khi FDIC tiếp tục theo đuổi chính sách "quá lớn không để vỡ nợ", các giới hạn bảo hiểm tiền gửi ở các ngân hàng lớn thực sự sẽ không có ý nghĩa: Những người gửi tiền biết rằng các tài

khoản của họ ở các ngân hàng này dù lớn đến mức nào thì cũng không có vấn đề gì, họ sẽ không phải chịu bất kỳ tổn thất nào.

Hoạt động ngân hàng trên phạm vi quốc gia

Chương trình Kho bạc đề nghị loại bỏ những hạn chế đối với các hoạt động ngân hàng trên phạm vi quốc gia. Các hoạt động ngân hàng trọn vẹn thực hiện trên phạm vi quốc gia sẽ được cho phép đối với các công ty nắm giữ ngân hàng trong khoảng thời gian 3 năm. Các ngân hàng sẽ được phép mở các chi nhánh ở các tiểu bang khác, trừ trường hợp có các hạn chế bên trong tiểu bang không cho phép mở chi nhánh. Nhiều nhà phân tích xem phần này của chương trình Kho bạc để có thể được chấp nhận sớm nhất.

Đánh giá. Việc mở chi nhánh trên phạm vi quốc gia sẽ lập tức tạo ra những tiết kiệm chi tiêu cho các công ty nắm giữ ngân hàng vùng, các công ty này lúc đó có thể hợp nhất các ngân hàng trong các tiểu bang khác nhau thành một tổ chức hoạt động ngân hàng hữu hiệu hơn. Như thế, việc mở chi nhánh sẽ có thể làm tăng tính lợi nhuận của ngân hàng và cải thiện tiềm lực của công nghiệp hoạt động ngân hàng. Thư ký Kho bạc Brady đã tiếp tục ghi nhận rằng việc mở chi nhánh trên phạm vi quốc gia có thể dẫn tới tăng tính chất hiệu quả, việc tăng hiệu quả này sẽ tiết kiệm cho các ngân hàng tới 10 tỉ đôla mỗi năm trong khoảng 5 năm - cái mà ông ta gọi là một "con số gây sửng sốt".

Một cái lợi khác của việc mở chi nhánh trên phạm vi quốc gia là ở chỗ nó sẽ giúp cho các ngân hàng có thể tăng một cách rõ rệt việc đa dạng hóa các danh mục cho vay của họ, do họ sẽ không còn bị hạn chế việc thực hiện những món cho vay trong một vùng địa dư chật hẹp. Do một ngân hàng với sự đa dạng hóa được tăng lên khó có thể vỡ nợ, hoạt động ngân hàng trên phạm vi quốc gia sau cùng sẽ tạo ra một hệ thống hoạt động ngân hàng ít có thiên hướng về các vụ vỡ nợ. Tuy nhiên trong hoạt động ngân hàng, các ngân hàng nhỏ có thể bị tổn hại do các ngân hàng quốc gia lớn xâm nhập vào các thị trường địa phương của họ. Điều này có thể giảm bớt lợi nhuận của một số ngân hàng địa phương và làm cho các ngân hàng ấy vỡ nợ.

Các chứng khoán, quỹ tương trợ và các chi nhánh bảo hiểm

Các ngân hàng được chuẩn bị vốn tốt sẽ được phép có các chi nhánh bảo hiểm chứng khoán, và quỹ tương trợ dưới dạng một cấu trúc công ty nắm giữ các dịch

vụ tài chính. Các công ty nắm giữ này có thể do các công ty thương mại hoặc tài chính sở hữu. Thực tế, chương trình Kho bạc sẽ cho phép các ngân hàng thực hiện đầy đủ các kinh doanh chứng khoán và bảo hiểm. Chương trình này cũng đề nghị việc chuẩn bị riêng vốn cho các chi nhánh bảo hiểm, chứng khoán, quỹ tương trợ và điều hành nghiêm ngặt các công ty nắm giữ các dịch vụ tài chính đó để ngăn ngừa chi nhánh bảo hiểm gặp rủi ro lớn.

Đánh giá : Lợi ích của việc cho phép các ngân hàng đi vào các kinh doanh chứng khoán và bảo hiểm là ở chỗ nó mở ra các hoạt động có lợi nhuận tiềm ẩn cho các ngân hàng, sao cho các ngân hàng được "khỏe mạnh" hơn. Mặt khác, việc mở rộng các hoạt động của các ngân hàng tới những lĩnh vực này lại có thể làm cho các ngân hàng mang lấy rủi ro lớn hơn. Thực vậy, việc mở rộng lĩnh vực hoạt động đó giống y như điều đã làm cho cho các ngân hàng tiết kiệm và cho vay trong luật lệ về hoạt động ngân hàng năm 1980 và năm 1982 và việc mang lấy rủi ro nhiều hơn là một yếu tố chính gây ra những tổn thất khổng lồ cho những người đóng thuế đã xảy ra sau này. Việc cho phép các công ty thương mại hoặc các hãng chứng khoán sở hữu những công ty nắm các dịch vụ tài chính, và các công ty giữ các dịch vụ tài chính này đến lượt mình lại sở hữu các ngân hàng, có thể dẫn đến những cuộc xung đột lợi ích trong đó các ngân hàng cấp các món cho vay cho các công ty chủ sở hữu, việc này là quá rủi ro. Tuy vậy, chương trình Kho bạc chắc chắn có những điều khoản để ngăn ngừa những cuộc khủng hoảng về lợi ích, một số nhà phân tích nghi ngờ liệu những điều khoản này sẽ có đủ hiệu lực hay không.

Các điều khoản về vốn ngân hàng

Cơ quan Kho bạc đề nghị rằng việc điều hành hoạt động ngân hàng phải gắn trực tiếp hơn vào số vốn ngân hàng. Các ngân hàng sẽ được xếp theo 5 loại tùy theo số vốn của họ. Số vốn càng nhỏ, việc điều hành sẽ càng phải cứng rắn. Các ngân hàng có vốn ít về nguyên tắc sẽ bị giảm bớt tiền chia lãi cổ phần hoặc bán các tài sản có ở một giai đoạn sớm hơn, như thế khiến cho các chi phí vỡ nợ mà FDIC gánh chịu sẽ thấp hơn. Chỉ các ngân hàng được chuẩn bị tốt về vốn sẽ được cho phép trở thành một bộ phận của các công ty nắm giữ các dịch vụ tài chính. Các ngân hàng được chuẩn bị tốt về vốn cũng sẽ có phí bảo hiểm tiền gửi thấp hơn so với những ngân hàng chuẩn bị tồi về vốn.

Đánh giá. Tất cả những điều khoản về vốn ngân hàng của chương trình Kho bạc được nhằm vào việc khuyến khích các ngân hàng tăng thêm vốn. Vốn ngân hàng tăng lên làm giảm các ý muốn đầu tư vào rủi ro đạo đức bởi vì ngân hàng này lúc ấy có nhiều hơn để mất nếu nó vỡ nợ và do đó ít có thể mang quá nhiều rủi ro. Ngoài ra, việc khuyến khích các ngân hàng thêm vốn sẽ làm giảm bớt các tổn thất tiềm ẩn đối với FDIC bởi vì vốn ngân hàng tăng lên như là một cái đệm giữ cho ngân hàng khó vỡ nợ. Gần mức phí bảo hiểm tiền gửi vào số tiền vốn vỡ nợ chỉ là một dạng bảo hiểm tiền gửi tính trên cơ sở rủi ro trong đó những ngân hàng an toàn hơn có chi phí bảo hiểm thấp hơn.

Củng cố việc điều hành

Các ngân hàng thương mại và các ngân hàng tiết kiệm và cho vay hiện đang được điều hành bởi 4 cơ quan với quyền lực pháp lý chồng chéo nhau : FDIC, Dự trữ Liên bang, Văn phòng Quản lý và Văn phòng Giám sát tiết kiệm. Kế hoạch Kho bạc đề nghị rằng số lượng các cơ quan điều hành được giảm xuống còn 2 : (1) một cơ quan điều hành mới, cơ quan Ngân hàng Liên bang (the Federal Banking Agency), nó sẽ điều hành tất cả các ngân hàng được trao đặc quyền liên bang và các công ty tiết kiệm và (2) Dự trữ Liên bang, cơ quan này sẽ điều hành các ngân hàng được trao đặc quyền tiểu bang. Với cấu trúc này, mỗi một tổ chức điều hành thay vì chịu sự điều hành của một số cơ quan điều hành như hiện nay. FDIC sẽ không có hoạt động điều hành, nó sẽ hành động duy nhất như một cơ quan bảo hiểm, tập trung vào việc đối phó với những tổ chức không thanh toán được nợ.

Đánh giá. Việc củng cố điều hành hoạt động ngân hàng trong đó một tổ chức chỉ có một cơ quan điều hành chứ không phải có nhiều (hệ thống hiện hành) loại bỏ được sự trùng lặp về kết quả đạt được, giảm bớt sự lộn xộn và không ổn định cho các ngân hàng về việc họ sẽ bị điều hành như thế nào, và giữ cho các ngân hàng tránh một sự điều chỉnh bất lợi đối với một cơ quan khác, do đó giảm bớt việc sửa đi sửa lại. Một số nhà phê bình của Kế hoạch Kho bạc gợi ý rằng nó vẫn chưa đạt mức cần thiết bởi vì hiệu quả sẽ được tăng lên nếu chỉ có một cơ quan điều hành thay vì có 2.

Một đặc điểm còn phải bàn của Kế hoạch Kho bạc là ở chỗ nó loại bỏ FDIC ra khỏi công việc điều hành. Vì FDIC hầu như trực tiếp gánh chịu chi phí của các vụ vỡ nợ ngân hàng, trong đó chính tất cả những cơ quan điều hành, có thể

là ít bị đặt trước vấn đề người ủy thác - người đại lý nhất, và có ý muốn mạnh nhất về việc giữ cho các ngân hàng được bảo hiểm tránh mang lấy quá nhiều rủi ro. Như thế, việc loại bỏ vai trò điều hành các ngân hàng của FDIC có thể dẫn đến một sự điều hành kém chặt chẽ và sinh ra nạn "cờ bạc quan liêu", việc này có thể dẫn đến các bảo lãnh ngân hàng sẽ đắt hơn trong tương lai.

Đánh giá chung về chương trình

Tuy chương trình Kho bạc bao gồm những điều khoản để giảm bớt rủi ro về phía các ngân hàng, nhiều nhà phê bình cảm thấy rằng nó vẫn để mặc các ngân hàng với một ý muốn quá lớn thực hiện các rủi ro đạo đức qua việc mang lấy rủi ro. Các giới hạn đối với bảo hiểm tiền gửi không thể là hữu hiệu đối với việc giảm thái độ cư xử mang lấy rủi ro của các ngân hàng khi chương trình Kho bạc còn chứa một lỗi lầm quan trọng: Nó không thay đổi chính sách "quá lớn không để vỡ nợ". Do một ngân hàng lớn biết rằng những người gửi tiền của họ sẽ không rút tiền gửi khi họ thực hiện những hoạt động rủi ro bởi vì chính sách "quá lớn không để vỡ nợ" ngăn ngừa không để những người gửi tiền chịu bất kỳ tổn thất nào, nên ngân hàng này có những ý muốn mạnh mẽ mang lấy quá nhiều rủi ro. Tuy chương trình Kho bạc tạo ra các kích lệ phụ thêm cho ngân hàng tăng thêm vốn, việc tăng vốn này có thể không đủ để ngăn ngừa các tổn thất lớn cho FDIC. Điều này đặc biệt đúng vì chương trình này không thúc đẩy các phương thức tính toán chặt chẽ theo giá trị thị trường là phương thức sẽ giúp cho các cơ quan điều hành có thể có một sự đánh giá chính xác hơn về vốn ngân hàng.

Sự thất bại của chương trình Kho bạc nhằm cải tổ bảo hiểm tiền gửi (để nhờ đó các vấn đề chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức được giảm một cách căn bản) khiến cho các đặc điểm quan trọng khác của chương trình này còn là vấn đề phải bàn thêm. Thiếu sự cải tổ bảo hiểm tiền gửi đủ đến mức các ý muốn mang lấy rủi ro được giảm về căn bản, thì việc cho phép các ngân hàng thực hiện những hạng mục kinh doanh mới, ví dụ như các chứng khoán có bảo đảm và bảo hiểm đều có thể làm tăng rủi ro của ngân hàng và là một nguyên nhân cho thảm họa. Chủ tịch Ủy ban hoạt động ngân hàng Hạ viện, Henry B. Gonzalez đã tuyên bố hùng hồn sự chống đối của ông ta đối với chương trình Kho bạc như sau: "Đây cũng vẫn là cỗ xe trước trí lực của con ngựa đá gây tai họa cho việc điều hành công nghiệp tiết kiệm và cho vay ở thời kỳ đầu những năm 1980. Chúng ta hãy đặt ra các giới hạn tốc độ và đào tạo cảnh sát trước khi chúng ta mở một tuyến đường sắt siêu tốc cho các tổ chức tài chính".

TÓM TẮT

1. Bảo hiểm tiền gửi phải chịu đựng 2 vấn đề nghiêm trọng : (1) chọn lựa đối nghịch, trong đó những người đầu cơ hoặc những kẻ tội phạm công khai khai thác kiểm soát các ngân hàng với các món tiền gửi được bảo hiểm, và (2) rủi ro đạo đức, trong đó các ngân hàng có những ý muốn đầu tư có quá nhiều rủi ro.

2. Do việc sửa đổi điều hành và một tập hợp những rủi ro lịch sử, các vấn đề chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức đã tăng lên trong các năm 1980 và đưa đến các tổn thất khổng lồ cho công nghiệp tiết kiệm và cho vay và việc ban hành luật pháp cần thiết cho việc bảo lãnh vào năm 1989.

3. Đạo luật về Cường chế thi hành, khôi phục và cải tổ các tổ chức tài chính (FIRREA) năm 1989 cung cấp vốn cho việc bảo lãnh công nghiệp tiết kiệm và cho vay, đã lập ra Công ty Ủy thác thanh lý để quản lý việc giải quyết những tổ chức tiết kiệm không thanh toán được nợ, đã loại bỏ Hội đồng Ngân hàng cho vay mua nhà liên bang và đã trao nhiệm vụ điều hành của cơ quan này cho Văn phòng Giám sát tiết kiệm, đã loại bỏ FSLIC còn vai trò bảo hiểm và trách nhiệm điều hành của nó đã được trao cho FDIC, đã áp đặt các hạn chế đối với các hoạt động

tiết kiệm tương tự những hạn chế thực tế trước năm 1982, đã tăng các bắt buộc về vốn lên bằng các bắt buộc mà các ngân hàng thương mại phải theo, và đã tăng quyền lực cường chế thi hành của các cơ quan điều hành công nghiệp tiết kiệm.

4. Các nhà điều hành và các nhà chính trị cũng chịu tác động của vấn đề người ủy thác - người đại lý, vì vậy họ có thể không có đủ ý muốn làm giảm đến tối thiểu chi phí bảo hiểm tiền gửi mà những người đóng thuế gánh chịu. Bởi vậy những người điều hành và các nhà chính trị đã nới lỏng các tiêu chuẩn về vốn, bãi bỏ những hạn chế đối với việc nắm giữ các tài sản rủi ro và thực hiện phương thức kiên nhẫn điều hành, do thế, làm tăng chi phí bảo lãnh tiết kiệm và cho vay.

5. Các đề nghị cho việc cải tổ hệ thống điều hành hoạt động ngân hàng bao gồm việc : loại bỏ bảo hiểm tiền gửi, hạ thấp các giới hạn đối với số tiền được bảo hiểm, loại bỏ chính sách "quá lớn không để phá sản", đồng bảo hiểm, bảo hiểm tiền gửi ở các "ngân hàng hẹp tâm", bảo hiểm tư nhân, bảo hiểm tiền gửi linh theo rủi ro, loại bỏ việc hạn chế mở chi nhánh, và việc tính toán theo giá trị thị trường cho các đòi hỏi về vốn.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Hãy nêu một ví dụ về chọn lựa đối nghịch và một ví dụ về rủi ro đạo đức trong cơ chế bảo hiểm tư nhân.

2* Nếu các công ty bảo hiểm tai nạn cung cấp bảo hiểm cháy mà không có một điều khoản hạn chế nào, thì sẽ đưa đến hình thức nào của các vấn đề chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức ?

3. Hình thức điều hành ngân hàng nào được dùng để giảm các vấn đề chọn lựa đối nghịch cho việc bảo hiểm tiền gửi ? Liệu nó thường xuyên có tác dụng không ?

4* Các điều lệ ngân hàng nào được ban hành để giảm các vấn đề rủi ro đạo đức mà bảo hiểm tiền gửi tạo ra ? Liệu chúng có loại bỏ hoàn toàn vấn đề rủi ro đạo đức.

5. Phí tổn và lợi ích của chính sách "quá lớn không để vỡ nợ" là gì ?

6* Vì sao cuộc khủng hoảng S & L đã không xảy ra trước những năm 1980 ?

7. Vì sao chiến lược kiên nhẫn điều hành là nguy hiểm đối với một cơ quan bảo hiểm tiền gửi ?

8* Việc ban hành FIRREA năm 1989 là việc ban hành luật pháp về hoạt động ngân hàng toàn diện nhất kể từ những năm 1930. Hãy mô tả các đặc điểm chính của luật lệ này.

9. Việc ban hành FIRREA năm 1989 sẽ có giải quyết được cuộc khủng hoảng hiện thời trong hoạt động ngân hàng hay không ? Nếu có thì vì sao ? Nếu không thì vì sao ?

10* Một số người ủng hộ chiến dịch vận động cải tổ tin rằng việc chính phủ cấp tiền cho các cuộc vận động chính trị và việc hạn chế chi tiêu cho chiến dịch vận động có thể giảm vấn đề người đại lý - người ủy thác trong hệ thống chính trị của chúng ta. Bạn

có tán thành hay không ? Hãy giải thích.

11. Cuộc khủng hoảng S & L có thể bị kết luận là do vấn đề người đại lý - người ủy thác gây ra như thế nào ?

12* Bạn có nghĩ rằng việc loại bỏ hoặc hạn chế số lượng tiền gửi được bảo hiểm là một ý tưởng đúng hay không ? Hãy giải thích.

13. Bạn có nghĩ rằng việc loại bỏ sự cần trở lập một hệ thống hoạt động ngân hàng quốc tế sẽ có lợi cho nền kinh tế hay không ? Hãy giải thích.

14* Phí bảo hiểm tiền gửi cao hơn mà các ngân hàng phải đóng cho các tài sản có rủi ro hơn có thể làm lợi cho nền kinh tế hay không ?

15. Việc tính toán các bất buộc về vốn ngân hàng theo giá trị thị trường có thể có lợi cho nền kinh tế như thế nào ? Nó sẽ có khó khăn trong việc thực hiện như thế nào ?

CHƯƠNG 12

Các tổ chức tài chính phi ngân hàng

LỜI DẪN

Tuy các ngân hàng là một tổ chức tài chính mà chúng ta thường giao dịch nhất, nhưng không phải tất cả các tổ chức tài chính đều chỉ là các ngân hàng. Giả sử bạn mua bảo hiểm của một công ty bảo hiểm, vay một món trả dần của một công ty tài chính để mua một xe hơi mới, hoặc mua một số cổ phiếu qua sự giúp đỡ của một người môi giới. Trong mỗi vụ giao dịch này bạn đang giao tiếp với một tổ chức tài chính phi ngân hàng. Trong nền kinh tế của chúng ta, các tổ chức tài chính phi ngân hàng đóng một vai trò quan trọng trong việc khơi các nguồn vốn từ những người cho vay - những người tiết kiệm tới những người vay - những người chi tiêu y như một ngân hàng. Hơn thế, quá trình đổi mới tài chính (ở Mỹ) đã tăng tính quan trọng của các tổ chức tài chính phi ngân hàng. Qua đổi mới, các tổ chức tài chính phi ngân hàng nay cạnh tranh trực tiếp hơn với các ngân hàng qua các dịch vụ tương tự như hoạt động ngân hàng. Chương này nghiên cứu một cách chi tiết hơn xem các tổ chức tài chính phi ngân hàng chủ yếu hoạt động như thế nào và họ được điều hành ra sao.

CÁC CÔNG TY BẢO HIỂM

Hàng ngày chúng ta đối mặt với khả năng xảy ra những tai họa nào đó, chúng

có thể đưa đến các tổn thất tài chính lớn. Tiền thu nhập của một cặp vợ chồng có thể mất đi do cái chết hoặc bệnh tật. Một tai nạn xe hơi có thể phải sửa chữa tổn kém hoặc các chi phí cho người bị thương. Bởi vì tổn thất tài chính do những khủng hoảng có thể là rất lớn so với các nguồn tài chính của chúng ta, để bảo vệ chính bản thân chúng ta cần mua một hợp đồng bảo hiểm. Hợp đồng đó sẽ thanh toán cho chúng ta một khoản tiền nếu các sự kiện tai họa xảy ra. Các công ty bảo hiểm sinh mạng chuyên môn hóa trong việc bán các hợp đồng bảo hiểm chu cấp thu nhập nếu một cá nhân bị chết, bị mất năng lực vì bệnh tật, hay về hưu. Các công ty bảo hiểm tai nạn và tài sản chuyên môn hóa trong việc hợp đồng bảo hiểm các tổn thất do hậu quả của các tai nạn, cháy hoặc trộm cắp.

Các nguyên tắc quản lý bảo hiểm

Các công ty bảo hiểm, tương tự như các ngân hàng, thực hiện kinh doanh trung gian tài chính chuyển một dạng từ tài sản này thành một dạng khác cho công chúng. Các công ty bảo hiểm sử dụng các phí bảo hiểm thu được nhờ bán các hợp đồng bảo hiểm để đầu tư vào các tài sản có, ví dụ như các trái khoán, các cổ phiếu, các món vay thế chấp hoặc các món vay khác; rồi từ những tài sản có này được dùng thanh toán cho những khiếu nại đòi bồi thường theo các hợp đồng đã bán. Thực tế, các công ty bảo hiểm chuyển các tài sản có, ví dụ như các trái khoán, các cổ phiếu và các món cho vay thành các hợp đồng bảo hiểm, việc đó tạo ra nhiều dịch vụ (ví dụ, dàn xếp khiếu nại đòi bồi thường, các chương trình tiết kiệm, các đại lý bảo hiểm tin cậy). Nếu quá trình sản xuất chuyển đổi tài sản của một công ty bảo hiểm cung cấp có hiệu quả cho khách hàng của mình những dịch vụ bảo hiểm xứng đáng với giá hạ và nếu nó thu được lợi tức cao trong các vụ đầu tư của mình thì nó sẽ tạo ra lợi nhuận; còn nếu không thì nó sẽ chịu tổn thất.

Trong Chương 9, các khái niệm kinh tế về chọn lựa đối nghịch, và rủi ro đạo đức đã cho phép chúng ta hiểu được một vài nguyên tắc quản lý ngân hàng; nhiều trong số này cũng áp dụng cho các hoạt động cho vay của các công ty bảo hiểm. Ở đây một lần nữa, chúng ta lại dùng các khái niệm chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức đó để giải thích nhiều phương thức thực hành quản lý đặc trưng cho công nghiệp bảo hiểm nói trên.

Trong trường hợp một hợp đồng bảo hiểm, rủi ro đạo đức xảy ra khi có bảo hiểm sẽ khuyến khích bên được bảo hiểm mang lấy rủi ro, việc này làm tăng khả năng của một vụ thanh toán tiền bảo hiểm. Ví dụ, một cá nhân có bảo hiểm mất trộm ban đêm, có thể họ không thực hiện nhiều biện pháp để phòng để ngăn

ngừa mất trộm, bởi vì đã có công ty bảo hiểm đền bù cho người đó phần lớn các tổn thất nếu người đó bị mất trộm. Chọn lựa đối nghịch xảy ra khi những người dễ nhận được nhất các tiền bảo hiểm lớn là những người muốn mua bảo hiểm nhất. Ví dụ, một người đang bị một chứng bệnh khó qua khỏi sẽ muốn mua một hợp đồng bảo hiểm y tế sinh mạng lớn nhất có thể có; vì thế công ty bảo hiểm này bị đặt trước những tổn thất tiềm ẩn to lớn. Cả lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức đều có thể đưa đến các tổn thất lớn cho các công ty bảo hiểm bởi vì chúng tạo ra những khoản thanh toán cao cho các khiếu nại đòi bảo hiểm. Do đó việc làm tối thiểu hóa lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức để giảm các khoản thanh toán này là một mục tiêu cực kỳ quan trọng đối với các công ty bảo hiểm và mục tiêu này giải thích một loạt các phương thức thực hành bảo hiểm sau đây.

Sàng lọc. Để giảm bớt sự lựa chọn đối nghịch, các công ty bảo hiểm cố gắng sàng lọc những người mang bảo hiểm rủi ro tốt khỏi những người mang bảo hiểm rủi ro tồi. Do vậy các phương thức tập hợp thông tin có hiệu quả là một nguyên tắc quan trọng trong quản lý bảo hiểm.

Khi bạn nộp đơn xin bảo hiểm ô tô, việc đầu tiên mà nhân viên bảo hiểm làm là hỏi bạn những câu về hồ sơ lái xe của bạn (số phiếu vượt tốc độ, các tai nạn), kiểu loại xe bạn sẽ bảo hiểm và ngay cả các vấn đề cá nhân (tuổi, tình trạng hôn nhân). Nếu bạn muốn bảo hiểm sinh mạng, bạn sẽ qua một hàng rào tương tự, nhưng bạn được hỏi những câu còn mang tính chất cá nhân hơn về những thứ như sức khỏe, các thói quen hút thuốc, việc dùng thuốc và rượu của bạn. Công ty bảo hiểm sinh mạng thậm chí còn khám nghiệm bạn bằng cách lấy mẫu máu và nước tiểu. Giống như một ngân hàng tính toán điểm tín dụng để đánh giá một con người có thể vay tiền, công ty bảo hiểm này sử dụng thông tin bạn cung cấp để quy bạn vào một cấp rủi ro - một phép đo thống kê về khả năng bạn có thể có khiếu nại đòi bồi thường. Dựa vào thông tin này, công ty bảo hiểm đó có thể quyết định chấp nhận hoặc bác bỏ yêu cầu bảo hiểm của bạn, bởi vì bạn đưa ra một bảo hiểm rủi ro quá lớn và như vậy sẽ là một khách hàng không có lợi nhuận đối với công ty bảo hiểm này.

Phí bảo hiểm rủi ro. Đối với công ty bảo hiểm, việc thu phí bảo hiểm trên cơ sở mức độ rủi ro của một người được bảo hiểm (được gọi là các **phí bảo hiểm rủi ro**) là một nguyên tắc quản lý bảo hiểm đúng đắn. Chọn lựa đối nghịch giải thích vì sao nguyên tắc này lại quan trọng đến như vậy đối với khả năng sinh lợi

của công ty bảo hiểm.

Để hiểu vì sao một công ty bảo hiểm thấy cần thiết có các phí bảo hiểm rủi ro, chúng ta hãy xem xét một ví dụ về các phí bảo hiểm rủi ro mà thoạt nhìn có vẻ không công bằng. Harry và Sally, cả 2 sinh viên đại học không có phiếu tai nạn hoặc phiếu lái xe quá tốc độ, nộp đơn xin bảo hiểm ô tô. Thường thường, Harry sẽ chịu phí bảo hiểm cao hơn nhiều so với Sally. Các công ty bảo hiểm làm như vậy bởi vì những người đàn ông trẻ có mức tai nạn cao hơn nhiều, tính trung bình, so với những phụ nữ trẻ. Tuy vậy, giả sử một công ty bảo hiểm không tính các phí bảo hiểm của nó trên cơ sở một sự phân loại rủi ro, mà chỉ tính một phí bảo hiểm trên cơ sở số lượng trung bình rủi ro nam giới và nữ giới. Lúc ấy Sally sẽ tốn nhiều tiền và Harry tốn quá ít. Sally có thể đến một công ty bảo hiểm khác và có một giá thấp hơn, lúc đó Harry sẽ ký vào hợp đồng bảo hiểm của mình. Vì phí bảo hiểm của Harry không đủ cao cho việc thanh toán cho các tai nạn mà anh ta có thể có, tính trung bình công ty này sẽ bị tổn thất vì Harry. Chỉ với một phí bảo hiểm dựa trên một phân loại rủi ro, Harry chịu phí tổn nhiều hơn và công ty bảo hiểm này có thể có lợi nhuận⁽¹⁾.

Những điều khoản hạn chế. Những điều khoản hạn chế trong các hợp đồng là một công cụ quản lý để giảm bớt rủi ro đạo đức. Các điều khoản như vậy làm những người giữ hợp đồng nản lòng không thực hiện những hoạt động rủi ro làm cho một khiếu nại bồi thường bảo hiểm khó có thể xảy ra. Một điều khoản hạn chế người giữ hợp đồng hưởng lợi vì hành vi cư xử khiến cho một khiếu nại đòi bồi thường dễ có thể xảy ra. Ví dụ, các công ty bảo hiểm sinh mạng có những khoản trong các hợp đồng của họ nhằm loại bỏ tiền trợ cấp chết nếu người được bảo hiểm tự tử trong phạm vi hai năm đầu tiên mà hợp đồng này có hiệu lực. Các điều khoản hạn chế cũng có thể đòi hỏi một thái độ cư xử nào đó về phía người được bảo hiểm để cho một khiếu nại đòi bồi thường khó có thể xảy ra. Một công ty cho thuê xe mô tô ba bánh có thể yêu cầu cung cấp các mũ an toàn cho người thuê để tránh mọi trách nhiệm gắn với việc cho thuê. Vai trò của những điều khoản hạn chế không khác vai trò của các qui định hạn chế các hợp đồng vay nợ được mô tả ở Chương 8 : Cả 2 dùng để giảm rủi ro đạo đức bằng cách loại bỏ thái độ cư xử không mong muốn.

(1) Bạn có thể nhận ra ví dụ nêu ở đây đúng là "vấn đề những quả chanh" mô tả ở Chương 8.

Việc phòng ngừa gian lận. Các công ty bảo hiểm cũng đối mặt với rủi ro đạo đức bởi vì một cá nhân bảo hiểm có một ý muốn nói dối công ty và tìm cách có một khiếu nại đòi bồi thường cho dù khiếu nại này không có căn cứ. Ví dụ, một người đã không tuân theo các điều khoản hạn chế của một hợp đồng bảo hiểm có thể vẫn muốn tìm kiếm một khiếu nại. Tệ hơn, một người có thể đưa ra những khiếu nại mà thực tế đã không xảy ra. Như vậy, một nguyên tắc quản lý quan trọng cho những công ty bảo hiểm là thực hiện những cuộc điều tra ngăn ngừa gian lận, để chỉ những người khiếu nại có căn cứ mới nhận được bồi thường.

Hủy bỏ bảo hiểm. Sẵn sàng hủy bỏ các hợp đồng là một công cụ quản lý bảo hiểm khác. Các công ty bảo hiểm có thể kiểm chế rủi ro đạo đức nếu họ đe dọa hủy bỏ một hợp đồng khi người nào đó đang được bảo hiểm có những hoạt động mà dễ khiếu nại đòi bồi thường. Nếu công ty bảo hiểm ô tô của bạn cho thấy lái xe nào bị quá nhiều phiếu quá tốc độ họ sẽ hủy bỏ quyền bảo hộ của anh ta điều đó sẽ làm bạn bớt ý muốn chạy quá tốc độ.

Khoản khấu trừ. Khoản khấu trừ là một khoản tiền cố định được khấu bớt từ tổn thất của người được bảo hiểm khi được thanh toán. Ví dụ, một khoản khấu trừ 250 đôla của một hợp đồng bảo hiểm ô tô có nghĩa là khi bạn chịu một tổn thất 1000 đôla do một tai nạn, công ty bảo hiểm chỉ thanh toán cho bạn 750 đôla. Các khoản khấu trừ là một công cụ quản lý phụ cấp cho các công ty bảo hiểm giảm rủi ro đạo đức, Khoản khấu trừ là phần bạn gánh chịu một tổn thất cùng với công ty bảo hiểm khi khiếu nại đòi bồi thường được thực hiện. Bởi vì bạn cũng bị tổn thất khi gặp một tai nạn, nên bạn sẽ lái xe cẩn thận hơn. Như thế một khoản khấu trừ khiến cho người được bảo hiểm hành động phù hợp hơn với những gì có lợi cho công ty mà người đó mua bảo hiểm ; tức là, rủi ro đạo đức đã được giảm xuống. Do rủi ro đạo đức đã được giảm, nên chi phí bảo hiểm của công ty đã hạ thấp hơn cả so với mức phải bồi thường là nhờ tác dụng của khoản khấu trừ.

Đồng bảo hiểm. Khi một người được bảo hiểm cùng gánh chịu một tỉ lệ tổn thất với công ty bảo hiểm, sự dàn xếp như thế được gọi là **đồng bảo hiểm**. Ví dụ, một số chương trình bảo hiểm y tế đảm nhận 80% hóa đơn thanh toán y tế và người được bảo hiểm thanh toán 20% sau khi số tiền khấu trừ nào đó được thỏa mãn. Đồng bảo hiểm có tác dụng giảm rủi ro đạo đức hoàn toàn giống như cách thức mà một khoản khấu trừ tác động. Do người được bảo hiểm phải gánh chịu một tổn thất cùng với công ty bảo hiểm, người đó giảm bớt ý muốn thực hiện

những hoạt động như là việc đi chữa bệnh một cách không cần thiết, là việc có liên quan đến các khiếu nại muốn đòi bồi thường nhiều tiền hơn. Như thế, đồng bảo hiểm là một công cụ quản lý khác rất hữu ích cho các công ty bảo hiểm.

Những giới hạn của số tiền bảo hiểm. Một nguyên tắc quan trọng khác của việc quản lý bảo hiểm là phải có những giới hạn đối với số tiền bảo hiểm được cung cấp, mặc dù một khách hàng sẵn lòng thanh toán để có thêm tiền bồi thường. Tiền bồi thường bảo hiểm càng lớn thì người được bảo hiểm càng dễ tham gia hơn trong các hoạt động rủi ro, khiến cho việc thanh toán bảo hiểm dễ có thể xảy ra và do đó rủi ro đạo đức lớn hơn. Ví dụ nếu một người có một hợp đồng bảo hiểm sinh mạng 10 triệu đôla, cô ta có thể lái xe một cách liều lĩnh bởi vì cô ta biết gia đình cô ta sẽ thu lợi khổng lồ nếu cô ta chết. Nhưng nếu cô ta có một hợp đồng 10.000 đôla thì cô ta phải lái xe cẩn thận hơn bởi vì cô ta biết rằng gia đình cô ta sẽ không giàu có sau cái chết của cô ta. Các công ty bảo hiểm phải luôn luôn đảm bảo rằng tiền bồi thường bảo hiểm của họ không cao đến mức dễ rủi ro đạo đức dẫn đến các tổn thất lớn.

Toàn bộ các nguyên tắc quản lý bảo hiểm này - việc giới hạn số tiền bảo hiểm, đồng bảo hiểm, khoản khấu trừ, việc hủy bỏ bảo hiểm, ngăn ngừa gian lận, và các điều khoản hạn chế - giúp các công ty bảo hiểm giảm bớt chọn lựa đối nghịch cũng như rủi ro đạo đức. Như chúng ta đã thấy, các công cụ quản lý này làm cho những người được bảo hiểm khó kiếm lợi bằng cách thực hiện những hoạt động làm tăng số tiền bồi thường. Với những lợi nhuận nhỏ hơn có thể có được, những người mang rủi ro bảo hiểm tối (tức là những người dễ có thể thực hiện những hoạt động mạo hiểm), thấy có ít lợi trong bảo hiểm do đó ít có thể tìm đến bảo hiểm. Ví dụ, một người có bệnh sắp chết ít có thể mua bảo hiểm sinh mạng nếu số tiền bồi thường theo hợp đồng đó là nhỏ. Trái lại, người đó sẽ ráo riết hoạt động để có một hợp đồng bảo hiểm nếu số tiền nói trên là lớn. Những công cụ quản lý bảo hiểm làm giảm rủi ro đạo đức và do đó cũng làm giảm chọn lựa đối nghịch nhờ thế giúp tăng được tính sinh lợi của các công ty bảo hiểm.

Tóm tắt. Để công việc quản lý có hiệu quả, đòi hỏi một số biện pháp thực hành: tập hợp thông tin và sàng lọc những người có xu thế mua bảo hiểm các phiếu bảo hiểm dựa trên cơ sở rủi ro, các điều khoản hạn chế việc ngăn ngừa gian lận, hủy bỏ bảo hiểm, các khoản khấu trừ, đồng bảo hiểm, và những mức giới hạn đối với số tiền bảo hiểm. Tất cả những phương thức thực hành này dùng để giảm rủi ro đạo đức và chọn lựa đối nghịch.

Nay chúng ta đã có một hiểu biết chung về việc các công ty bảo hiểm cần hoạt

động như thế nào, chúng ta sẽ nghiên cứu một cách chi tiết hơn hai loại công ty bảo hiểm khác nhau : các công ty bảo hiểm sinh mạng và các công ty bảo hiểm tai nạn và tài sản.

Các công ty bảo hiểm sinh mạng

Công ty bảo hiểm sinh mạng đầu tiên ở Mỹ (Presbyterian Ministers' Fund ở Philadelphia) được thiết lập năm 1759 và hiện còn tồn tại. Hiện có khoảng 2000 công ty bảo hiểm sinh mạng, chúng được tổ chức theo hai dạng : một dạng là các công ty cổ phần và một dạng là công ty bảo hiểm tương trợ. Các công ty cổ phần (Stock Companies) do các cổ đông sở hữu, còn những công ty tương trợ về mặt kỹ thuật do những người có hợp đồng bảo hiểm sở hữu. Tuy rằng trên 90% các công ty bảo hiểm sinh mạng được tổ chức theo dạng các công ty cổ phần, những công ty bảo hiểm sinh mạng lớn nhất (gồm Prudential Insurance Company và Metropolitan life) được tổ chức theo dạng các công ty bảo hiểm tương trợ, thực vậy, trên 1/2 số tài sản có trong công nghiệp này do các công ty bảo hiểm tương trợ sở hữu.

Các công ty bảo hiểm sinh mạng chưa từng trải qua các vụ vỡ nợ lan rộng như các ngân hàng thương mại, do đó chính phủ liên bang thấy không cần điều hành công nghiệp này : thay vào đó, việc điều hành được giao cho các tiểu bang có các công ty này hoạt động. Sự điều hành của tiểu bang nhằm vào : các phương thức thực hành bán bảo hiểm, việc dự phòng đủ các tài sản lỏng để bồi thường tổn thất và việc hạn chế đối với số lượng các tài sản có rủi ro (ví dụ như các cổ phiếu) mà các công ty này có thể nắm giữ. Thẩm quyền điều hành nói chung là thuộc một ủy viên bảo hiểm tiểu bang.

Bởi vì mức độ tử vong của dân chúng nói chung có thể dự báo với một độ chắc chắn lớn, các công ty bảo hiểm sinh mạng có thể dự báo chính xác số tiền thanh toán cho những người có bảo hiểm sẽ là bao nhiêu trong tương lai. Kết cục, họ nắm giữ các tài sản có loại dài hạn và đặc biệt không lỏng - các trái khoán công ty và món cho vay thế chấp thương mại cũng như một số cổ phiếu công ty.

Có hai dạng hợp đồng bảo hiểm sinh mạng chủ yếu : bảo hiểm sinh mạng thường xuyên (như bảo hiểm sinh mạng toàn vẹn, bảo hiểm sinh mạng phổ thông, bảo hiểm sinh mạng thay đổi) hoặc bảo hiểm sinh mạng nhất thời, ví dụ bảo hiểm theo kỳ hạn. Các hợp đồng bảo hiểm sinh mạng lâu dài có phí bảo hiểm không thay đổi trong toàn bộ thời gian sống của hợp đồng đó. Trong những năm đầu của hợp đồng này, tiền đóng bảo hiểm vượt quá số tiền cần bảo hiểm để phòng chết bởi vì xác suất chết lúc đó thấp. Như thế, hợp đồng này tạo nên một giá trị tiền mặt trong những năm đầu của nó, nhưng trong những năm sau, số

tiền đó giảm sứt vì phí bảo hiểm không đổi đó trở nên nhỏ hơn số tiền cần thiết để bảo hiểm đề phòng chết (xác suất của cái chết bây giờ cao hơn). Người được bảo hiểm có thể vay lại số tiền nói trên của hợp đồng bảo hiểm sinh mạng đó, hoặc có thể khiếu nại đòi hủy hợp đồng.

Bảo hiểm có kỳ hạn, ngược lại, có một phí bảo hiểm được giữ cho tương xứng hàng năm với số tiền cần thiết để bảo hiểm đề phòng cái chết trong suốt thời gian của kỳ hạn (ví dụ một năm hoặc năm năm). Kết cục, các hợp đồng bảo hiểm có kỳ hạn có các phí bảo hiểm tăng theo thời gian khi xác suất chết tăng lên. Các hợp đồng bảo hiểm có kỳ hạn không có giá trị tiền mặt và như thế, khác với các hợp đồng bảo hiểm sinh mạng lâu dài, nó là bảo hiểm thuần túy và không có ý nghĩa tiết kiệm.

Các công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn

Số lượng các công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn ở Mỹ lên tới trên 3000, trong số đó có hai công ty lớn nhất là State Farm Insurance (Công ty bảo hiểm nông trại tiểu bang) và Allstate Insurance (Công ty bảo hiểm mọi tiểu bang). Các công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn được tổ chức giống như cả các công ty cổ phiếu và các công ty tương trợ và được điều hành bởi các tiểu bang có các công ty này hoạt động theo cách tương tự như các công ty bảo hiểm sinh mạng. Trong những năm gần đây, các công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn đã không làm ăn trôi chảy, và hậu quả là giá bảo hiểm đã tăng vọt. Cuộc "khủng hoảng bảo hiểm" này thường thấy được nêu trên báo chí, xem Bài đọc thêm 12.1.

Các chính sách đầu tư của các công ty này chịu tác động bởi 2 yếu tố cơ bản. Thứ nhất, do phải chịu thuế thu nhập liên bang, phần lớn nhất trong số tài sản có của họ là những trái khoán địa phương được miễn thuế. Thứ hai, do các tổn thất tài sản là ít chắc chắn hơn so với mức tử vong trong một khối dân chúng, các công ty này có ít khả năng dự tính họ sẽ phải thanh toán bao nhiêu cho những người được bảo hiểm so với các công ty bảo hiểm sinh mạng. Do đó các công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn nắm giữ nhiều tài sản lỏng hơn so với các công ty bảo hiểm sinh mạng; các trái khoán địa phương và các chứng khoán Chính phủ Mỹ tính theo tiền đã vượt quá 1/2 tài sản có của họ và hầu hết phần tài sản có còn lại là các trái khoán công ty và cổ phiếu công ty.

Công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn sẽ bảo hiểm đề phòng các tổn thất do hầu hết mọi bất trắc mang lại như cháy, mất trộm, lơ dềnh, sơ suất, động đất, tai nạn xe hơi v.v.. Nếu một tổn thất nào đó có thể được bảo hiểm là quá lớn đối với bất

kỳ một hãng nào, thì thường một vài hãng sẽ cộng tác với nhau phát một hợp đồng bảo hiểm để chia phần gánh chịu rủi ro. Hoạt động chia phần gánh chịu rủi ro nổi tiếng nhất là của hãng Lloyd's of London, trong đó các công ty bảo hiểm khác nhau có thể bảo hiểm một phần của một hợp đồng bảo hiểm. Lloyd's of London đã tuyên bố rằng nó sẽ bảo hiểm để phòng bất kỳ một sự đột biến nào - với một giá nào đó.

CÁC QUỸ TRỢ CẤP

Trong việc thực hiện chức năng trung gian tài chính chuyển đổi tài sản, các quỹ trợ cấp đem lại cho công chúng một loại bảo vệ khác - thanh toán tiền thu nhập hưu trí. Những người thuê nhân công, các liên hiệp hoặc các cá nhân có thể

BÀI ĐỌC THÊM 12.1

Cuộc khủng hoảng bảo hiểm

Với lãi suất cao trong những năm 1970, các công ty bảo hiểm có thu nhập đầu tư cao giúp họ có thể giữ cho giá hảo hiểm thấp. Tuy nhiên, giữa những năm 1980, thu nhập đầu tư đã giảm với sự sụt giảm lãi suất, trong khi đó sự tăng số lượng các vụ kiện có liên quan đến hảo hiểm tài sản và tai nạn và sự phát triển nhanh chóng ồ ạt về giá trị tiền bồi thường trong các vụ kiện như vậy đã gây nên tổn thất nặng nề cho các công ty. Để có lại được lợi nhuận, các công ty bảo hiểm đã tăng giá của họ một cách mạnh mẽ - đôi khi tăng phí bảo hiểm gấp đôi, hoặc thậm chí gấp 3 và thậm chí đã từ chối cung cấp bồi thường. Việc này đã dẫn đến sự phản ứng trong số các khu vực hậu cứ: ví dụ, một số tiểu bang như California đã thông qua một cuộc trưng cầu dân ý để kéo lùi giá hảo hiểm. Do đã giảm sinh

lợi, các công ty bảo hiểm đã quảng cáo ráo riết cho những giới hạn đối với các món tiền thanh toán bảo hiểm, nhất là tiền thanh toán cho sự sơ suất trong y tế. Vì việc tìm kiếm lợi nhuận, các công ty bảo hiểm cũng đang mở chi nhánh vào các lãnh thổ mà họ không được trao đặc quyền bằng cách bảo hiểm tiền thanh toán lãi của những trái khoán địa phương và công ty, cũng như của các chứng khoán hỗ trợ vay thế chấp. Điều đáng quan tâm nhất lúc ấy là các công ty bảo hiểm có thể mang lấy rủi ro quá mức để nâng lợi nhuận của họ lên. Mỗi quan tâm này được thấy rõ bởi vì số các vụ công ty bảo hiểm không thanh toán được nợ đã tăng đều đặn từ dưới 5 vụ một năm ở đầu những năm 1980 tới khoảng 50 vụ một năm vào những năm 1990. Phải chăng có một cuộc khủng hoảng theo kiểu Tiết kiệm và Cho vay đang hình thành ?

đề ra những chương trình trợ cấp, các chương trình này thu nhận tiền vốn do các người tham dự chương trình đó nộp vào. Tuy mục đích của tất cả các chương trình trợ cấp là như nhau, các chương trình này có thể khác nhau theo một số đặc tính.

Thứ nhất là điều kiện để thuộc vào chương trình, tức là số thời gian mà một cá nhân phải được ghi tên vào chương trình trợ cấp đó (do là một thành viên của một liên hiệp hoặc do là một người làm thuê cho một công ty) trước khi được quyền nhận trợ cấp. Nói chung các công ty đòi hỏi một người làm thuê làm việc 5 năm cho công ty trước khi người đó được coi là đủ điều kiện thuộc về một chương trình và có thể nhận các trợ cấp, nếu người làm thuê đó rời bỏ công ty đó trước khi đủ 5 năm, dù là tự ý ra đi hoặc bị thải hồi, tất cả quyền hưởng trợ cấp bị mất.

Thứ hai là phương pháp thanh toán : nếu các khoản trợ cấp được xác định bằng các khoản đóng góp vào chương trình và các khoản thu nhập, thì sự trợ cấp này là một chương trình đóng góp được định rõ ; nếu các khoản tiền thanh toán thu nhập tương lai (các khoản trợ cấp, được đề ra từ trước), thì sự trợ cấp này là một chương trình trợ cấp được định rõ. Đối với trường hợp một chương trình trợ cấp được định rõ, có thêm một đặc tính nữa có liên hệ đến việc chương trình đó được cấp vốn như thế nào. Do đặc tính này phức tạp hơn, chúng ta sẽ xem xét nó một cách chi tiết hơn.

Một chương trình trợ cấp được định rõ, gọi là **được cấp vốn đủ** nếu các khoản đóng góp vào chương trình này và các thu nhập chúng qua các năm đủ để thanh toán các khoản trợ cấp được định rõ khi đến kỳ hạn thanh toán. Nếu các khoản đóng góp và các khoản thu nhập không đủ, thì chương trình như vậy được gọi là **chương trình được cấp vốn thiếu**. Ví dụ, nếu Jane Brown góp 100 đôla mỗi năm vào một chương trình trợ cấp của cô ta và lãi suất là 10%, sau 10 năm các khoản đóng góp của cô và các thu nhập do chúng mang lại sẽ đáng giá 1753 đôla⁽²⁾. Nếu món trợ cấp được định rõ này đối với chương trình trợ cấp của cô ta

(2) 100 đôla này được đóng góp vào trong năm thứ 1 trở thành có giá trị 100 đôla $\times (1 + 0.1)^9 = 259.37$ đôla vào cuối năm thứ 10 ; 100 đôla được đóng góp vào trong năm thứ hai sẽ trở thành có giá trị 100 đôla $\times (1 + 0.1)^8 = 235.79$ đôla... và 100 đôla đóng góp vào năm thứ 10 sẽ trở thành có giá trị 100 đôla $\times (1 + 0.1) = 110$ đôla vào cuối năm thứ 10. Khi cộng tất cả những kết quả này với nhau, chúng ta có giá trị tổng cộng của các đóng góp này và các thu nhập của chúng sau 10 năm là : 259.37 đôla + 235.79 đôla + 214.36 đôla + 194.87 đôla + 177.16 đôla + 161.05 đôla + 146.41 đôla + 133.10 đôla + 121 đôla + 110 đôla = 1753 đôla..

thanh toán cho cô ta 1753 đôla hoặc ít hơn sau 10 năm, thì chương trình được cấp vốn đủ bởi các đóng góp của cô ta và các thu nhập sẽ đủ cho cuộc thanh toán này. Nhưng nếu khoản trợ cấp được định rõ này là 2000 đôla, thì chương trình gọi là được cấp vốn thiếu bởi vì các đóng góp của cô ta và các thu nhập không đủ trang trải món tiền trợ cấp đã định rõ 2000 đôla này.

Các chương trình trợ cấp riêng

Các chương trình trợ cấp riêng được quản lý bởi một ngân hàng, một công ty bảo hiểm sinh mạng, hoặc một người quản lý quỹ trợ cấp. Trong các chương trình trợ cấp do những người thuê nhân công đỡ đầu, các khoản đóng góp thường được chia sẻ giữa người thuê và người làm thuê cho người đó. Một sự hấp dẫn về thuế quan trọng đối với các chương trình này là ở chỗ những khoản đóng góp của người làm thuê nhân công là những khoản khấu trừ thuế. Vì các khoản trợ cấp được thanh toán do quỹ trợ cấp hàng năm có thể dự tính ở mức độ chính xác cao, các quỹ trợ cấp đầu tư vào các chứng khoán dài hạn, với hơn 1/2 giá trị tài sản có của họ là các trái khoán và các cổ phiếu.

Các chương trình trợ cấp của nhiều công ty là các chương trình được cấp vốn thiếu bởi vì họ dự tính thanh toán hết nghĩa vụ trợ cấp của họ nhờ các thu nhập hiện hành khi các khoản trợ cấp đến hạn thanh toán. Chứng nào các công ty còn có đủ thu nhập, việc cấp vốn thiếu không gây ra vấn đề gì, nhưng việc này không luôn luôn như vậy. Do các khó khăn tiềm ẩn trong việc cấp vốn thiếu của công ty, do quản lý tồi, do các thủ đoạn gian lận, và do những lạm dụng khác của các quỹ trợ cấp riêng gây ra (các quỹ trợ cấp của những người lái xe tải là nổi tiếng), Quốc hội đã ban hành Đạo luật về bảo đảm thu nhập hưu trí của những người làm công (the Employee Retirement Income Security Act-ERISA) năm 1974. Đạo luật này đã thiết lập tiêu chuẩn tối thiểu cho việc báo cáo và tiết lộ thông tin, đặt ra các quy tắc về điều kiện để thuộc vào chương trình và mức độ của việc cấp vốn thiếu, và đã đặt các hạn chế về các phương thức thực hành đầu tư.

ERISA cũng đã lập ra Công ty Bảo đảm Trợ cấp (được gọi là "Penny Benny", công ty này thực hiện vai trò tương tự vai trò của FDIC. Nó bảo hiểm các khoản trợ cấp lên tới một giới hạn 2250 đôla một tháng một người nếu một công ty với một chương trình trợ cấp thuộc loại cấp vốn thiếu đi đến chỗ phá sản hoặc không thể thanh toán các nghĩa vụ trợ cấp của mình vì những lý do khác. Penny Benny thu của các chương trình trợ cấp các phí bảo hiểm để thanh toán cho sự bảo hiểm

này. Không may là Penny Benny người bảo hiểm các trợ cấp của một trong 3 người làm công, đang đụng phải những khó khăn tài chính nghiêm trọng, điều đó có thể cần đến một sự bảo lãnh liên bang (xem Bài đọc thêm 12.2).

BÀI ĐỌC THÊM 12.2

Các hiểm họa của Penny Benny : Một sự lặp lại của việc bảo lãnh trong công nghiệp tiết kiệm và cho vay

Những tai họa hiện nay của "Penny Benny" cơ quan bảo hiểm trợ cấp của Chính phủ, đã thể hiện nhiều trong số các đặc trưng của cuộc khủng hoảng công nghiệp tiết kiệm và cho vay mà chúng ta đã thảo luận ở chương trước. Khi một công ty được bảo hiểm với một chương trình trợ cấp được cấp vốn thiếu đã lâm vào tình trạng phá sản, Penny Benny phải thanh toán trợ cấp hưu trí cho những người làm công của công ty đó. Một lần nữa chúng ta thấy nguyên lý rủi ro đạo đức tác dụng. Một công ty để có thể cấp vốn thiếu cho chương trình trợ cấp của họ bởi vì nếu họ lâm vào phá sản, Penny Benny sẽ thanh toán các phiếu trợ cấp của chương trình ấy. Ví dụ, vụ phá sản của công ty thép LTV vào tháng 2 năm 1987 đã đưa đến việc Penny Benny thanh toán 400 triệu đôla một năm cho riêng những người hưởng trợ cấp của LTV, mặc dù Penny Benny khi ấy chỉ mới nhận được 280 triệu đôla phí bảo hiểm. Như chúng ta đã thấy, để giữ các chi phí của những chương trình bảo hiểm của Chính phủ trong tầm tay, cơ quan bảo hiểm phải giảm bớt rủi ro đạo đức qua việc giám sát các hãng mà nó đang bảo hiểm để bảo đảm chắc chắn rằng các hãng ấy không đang đặt cơ quan này trước quá nhiều rủi ro. Trong trường hợp trên của

Penny Benny, điều này có nghĩa là Penny Benny phải kiểm tra sổ sách của các chương trình trợ cấp để bảo đảm chắc chắn rằng họ đang không cấp vốn thiếu quá đáng. Việc giám sát cuộc giám sát của công nghiệp tiết kiệm và cho vay là một lý do gây ra các tổn thất khổng lồ cho cơ quan bảo hiểm chính phủ cho công nghiệp đó. FSLIC ; đáng tiếc chúng ta thấy một mẫu tương tự cho Penny Benny, trong khoảng thời gian từ năm 1978 tới năm 1988, số lượng các quỹ trợ cấp đã gấp đôi và lên tới hơn 1 triệu, và vì số lượng các cuộc kiểm tra sổ sách của các chương trình trợ cấp đã giảm từ 8000 xuống còn 2000. Kết quả, dưới 1% chương trình trợ cấp riêng có bảo hiểm của Penny Benny được kiểm tra mỗi năm. Không có gì ngạc nhiên với sự thất bại như thế của Penny Benny trong việc kiểm soát rủi ro đạo đức, các tài sản nợ của nó tăng đa các trách nhiệm của nó đối với các chương trình trợ cấp gặp khó khăn đã tăng lên ở một tốc độ đáng báo động và nay được ước tính vượt quá tài sản có của nó khoảng 15 tỉ đôla. Những người đóng thuế chắc chắn sẽ bị tổn thất với một cuộc bảo lãnh to lớn khác của chính phủ mà tâm cơ của nó sẽ còn đang tăng, trừ khi chính phủ thực hiện một nỗ lực có phối hợp để giảm bớt việc cấp vốn thiếu của các chương trình trợ cấp công ty.

Các chương trình trợ cấp công cộng

Chương trình trợ cấp công cộng quan trọng nhất là bảo hiểm xã hội, nó bảo hiểm cho hầu hết mọi cá nhân làm thuê cho giới tư nhân. Vốn thu được từ những người lao động qua FICA (Đạo luật đóng góp bảo hiểm liên bang) được tính từ những séc thanh toán và từ thuế theo bảng lương của các chủ thuê nhân công. Các khoản trợ cấp bảo hiểm xã hội bao gồm tiền thu nhập hưu trí, tiền thanh toán y tế và trợ giúp người tàn tật.

Khi Bảo hiểm xã hội được thành lập năm 1935, chính phủ liên bang đã dự định cho nó hoạt động như một quỹ trợ cấp riêng. Tuy nhiên không giống như một chương trình trợ cấp riêng, các khoản trợ cấp thanh toán không bị gán vào những đóng góp trong quá khứ của một người tham gia, do đó nói chung các khoản trợ cấp này được thanh toán theo những đóng góp hiện hành. Hệ thống "trả khi có đủ tiền" ("pay - as - you-go") này đã dẫn đến một sự cấp vốn thiếu to lớn của quỹ Bảo hiểm xã hội, ước tính trên 1000 tỉ đôla.

Các vấn đề của hệ thống Bảo hiểm xã hội này có thể trở nên tồi tệ hơn trong tương lai bởi vì số người Mỹ già đi ngày càng nhiều sẽ dẫn đến số người hưu trí lớn hơn so với số người đang làm việc. Quốc hội vẫn đang vật lộn với các vấn đề của hệ thống bảo hiểm xã hội từ nhiều năm nay và có tiến bộ trong việc tạo việc làm giảm được vốn cấp thiếu là nhờ cách tăng các khoản đóng góp FICA và giới hạn các khoản trợ cấp.

Các chính quyền tiểu bang và địa phương và chính phủ liên bang, giống như những người chủ thuê tư, cũng đã đặt ra các chương trình trợ cấp cho những người làm thuê cho họ. Các chương trình này hầu như tương tự về hoạt động như các chương trình trợ cấp riêng và nắm giữ những tài sản có tương tự. Việc cấp vốn thiếu của các chương trình cũng thường thấy và một số nhà đầu tư trái khoán địa phương lo ngại rằng nó có thể dẫn đến những khó khăn tương lai về khả năng của các chính quyền tiểu bang và địa phương trong việc thanh toán nợ của họ.

CÁC CÔNG TY TÀI CHÍNH

Các công ty tài chính thu vốn bằng cách phát hành thương phiếu hoặc cổ phiếu và trái khoán và dùng tiền thu được để cho vay (thường là các món tiền nhỏ) đặc biệt thích hợp với các nhu cầu của các doanh nghiệp và người tiêu dùng.

Quá trình trung gian tài chính của các công ty tài chính có thể được mô tả bằng cách nói rằng họ vay những món tiền lớn nhưng lại thường cho vay những món tiền nhỏ - một quá trình hoàn toàn khác với quá trình của những ngân hàng thương mại, các ngân hàng này phát hành các món tiền gửi với số lượng tiền nhỏ và sau đó thường cho vay với món tiền lớn.

Một đặc điểm then chốt của các công ty tài chính so với các ngân hàng thương mại và các tổ chức tiết kiệm là ở chỗ họ gần như không bị điều hành. Các tiểu bang điều hành số tiền cực đại mà họ có thể cho các cá nhân người tiêu dùng vay và các hạn kỳ của những hợp đồng nợ, nhưng không có một hạn chế nào về việc mở chi nhánh, về những tài sản có mà họ nắm giữ và họ thu nhận vốn như thế nào. Việc không có các hạn chế giúp cho các công ty tài chính có thể làm phù hợp một cách tốt hơn các món cho vay của họ với những nhu cầu của khách hàng hơn là các tổ chức ngân hàng.

Có 3 dạng công ty tài chính.

1. Các công ty tài chính bán hàng thực hiện các món cho vay cho những người tiêu dùng để mua các món hàng từ một nhà bán lẻ hoặc một nhà sản xuất riêng. Ví dụ Sears Roebuck Acceptance Corporation tài trợ cho các việc mua tiêu dùng tất cả các hàng hóa và dịch vụ ở các cửa hàng Sear, trong khi đó General Motor Acceptance Corporation tài trợ các vụ mua xe hơi GM. Các công ty tài chính bán hàng trực tiếp cạnh tranh với các ngân hàng về cho vay tiêu dùng và được người tiêu dùng sử dụng bởi vì các món cho vay thường được thực hiện nhanh hơn và tiện lợi hơn tại nơi mua hàng.

2. Các công ty tài chính người tiêu dùng thực hiện các món cho vay cho người tiêu dùng để mua những món hàng riêng, ví dụ như đồ đạc và các dụng cụ gia đình để cải thiện nhà cửa hoặc để giúp thanh toán những món nợ nhỏ. Các công ty tài chính người tiêu dùng là các công ty riêng biệt (như Household Finance Corporation) hoặc do các ngân hàng sở hữu (Citicorp sở hữu Person - to - Person Finance Company, họ có các văn phòng hoạt động ở khắp nước). Nói chung, các công ty này cho những người tiêu dùng nào vay mà không có tín dụng từ những nguồn khác và thu các lãi suất cao hơn.

3. Các công ty tài chính kinh doanh cung cấp các dạng tín dụng đặc biệt cho các doanh nghiệp bằng cách mua những khoản tiền sẽ thu (các hóa đơn nợ của hàng) có chiết khấu. Việc cung cấp tín dụng này được gọi là bao thanh toán. Ví dụ, một hãng may quần áo có thể có những hóa đơn chưa thanh toán 100.000

đôla cho các cửa hàng bán lẻ nợ (các cửa hàng bán lẻ này đã mua quần áo của hãng đó). Nếu hãng đó cần tiền mặt để mua 100 máy khâu mới, nó có thể bán các khoản tiền sẽ thu đó cho một công ty tài chính, ví dụ với giá 90.000 đôla, công ty tài chính này bây giờ được quyền đòi 100.000 đôla tiền nợ đó ở các cửa hàng bán lẻ nói trên. Ngoài việc bao thanh toán, các công ty tài chính kinh doanh cũng chuyên môn hóa trong việc cho thuê thiết bị (ví dụ như các toa xe, các máy bay, các computer), là những thứ họ mua và sau đó cho các nhà kinh doanh thuê một số năm.

CÁC QUỸ TƯƠNG TRỢ

Các quỹ tương trợ là những trung gian tài chính thu nhận vốn của nhiều nhà đầu tư nhỏ bằng cách bán cho họ những cổ phần và dùng các món tiền thu được này để mua các chứng khoán. Nhờ quá trình chuyển đổi tài sản có khi phát hành các cổ phần với hạng tiền nhỏ và mua các lô lớn chứng khoán, các quỹ tương trợ có thể thu được lợi về sự giảm giá theo quy mô đối với tiền hoa hồng môi giới và về việc mua các danh mục chứng khoán đa dạng hóa. Việc này cho phép những nhà đầu tư nhỏ thu được các khoản lợi do chi phí giao dịch nhỏ hơn khi mua những chứng khoán, cũng như do giảm rủi ro khi đa dạng hóa danh mục các chứng khoán mà họ nắm giữ. Ban đầu, các quỹ tương trợ chỉ đầu tư duy nhất vào các cổ phiếu, nhưng nay nhiều quỹ chuyên môn hóa trong các công cụ vay nợ. Các quỹ mua các cổ phiếu có thể còn chuyên môn hóa sâu hơn, và chỉ đầu tư duy nhất vào các chứng khoán nước ngoài hoặc vào những ngành công nghiệp đặc biệt, ví dụ ngành năng lượng hoặc kỹ thuật cao. Các quỹ mua công cụ vay nợ cũng có thể chuyên môn kinh doanh các trái khoán công ty, trái khoán chính phủ Mỹ, trái khoán địa phương loại miễn thuế hoặc các chứng khoán dài hạn hay ngắn hạn ⁽³⁾.

Các quỹ tương trợ được cấu trúc theo hai cách. Cấu trúc phổ biến nhất là một **quỹ kết thúc mở**, theo đó các cổ phần có thể được mua lại bất kỳ lúc nào với một giá được gắn với giá trị tài sản có của quỹ này. Các quỹ tương trợ cũng có thể được tổ chức thành một **quỹ kết thúc đóng**, trong đó một số cố định các cổ phần

(3) Các quỹ trái khoán miễn thuế ra đời sau năm 1976 khi một thay đổi trong luật thuế cho phép các quỹ tương trợ cho các cổ đông sự miễn thuế đối với thu nhập lãi suất từ các trái khoán địa phương.

không thể chuộc lại được bán theo giá chào hàng ban đầu sau đó được mua bán trên thị trường trao tay như một cổ phiếu thường. Giá thị trường của các cổ phần này dao động theo giá trị của các tài sản có mà quỹ này nắm giữ. Tuy vậy khác với quỹ kết thúc mở, giá của những cổ phần này có thể nằm trên hay nằm dưới giá trị của những tài sản có mà quỹ này nắm giữ tùy theo các yếu tố như tính lỏng của các cổ phần này, hoặc phẩm chất công việc quản lý quỹ. Tính chất phổ biến rộng rãi hơn của các quỹ kết thúc mở được giải thích bởi tính lỏng hơn của các cổ phần có thể mua lại được của họ so với các cổ phần không thể mua lại được của các quỹ kết thúc đóng.

Đầu tiên, các cổ phần của phần lớn những quỹ tương trợ kết thúc mở đã được những người bán hàng bán ra, thường đây là những người môi giới, họ được thanh toán một khoản hoa hồng. Do hoa hồng này được thanh toán vào lúc mua và được trừ ngay lập tức vào giá trị mua lại của các cổ phần này, các quỹ này được gọi là các quỹ chịu hoa hồng. Phần lớn các quỹ tương trợ hiện nay là quỹ không chịu hoa hồng; tức là chúng được bán trực tiếp cho công chúng mà không có hoa hồng bán. Trong cả hai loại quỹ này, những người quản lý thu được tiền bằng lệ phí quản lý do cổ đông thanh toán. Các lệ phí này là vào khoảng 0,5% giá trị tài sản có của quỹ trong một năm.

Các quỹ tương trợ chịu sự điều hành của Ủy ban hối đoái và chứng khoán, Ủy ban này được trao quyền tiến hành kiểm soát hầu như toàn bộ đối với các công ty đầu tư theo Đạo luật công ty đầu tư (the Investment Company Act) năm 1940. Các điều lệ đòi hỏi công khai theo định kỳ thông tin về các quỹ này cho công chúng và các hạn chế đối với các phương pháp thu hút kinh doanh.

Các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ

Một bổ sung quan trọng cho gia đình các quỹ tương trợ là quỹ tương trợ thị trường tiền tệ. Loại quỹ tương trợ này đầu tư vào các công cụ nợ ngắn hạn (thị trường tiền tệ) có chất lượng rất cao, ví dụ như các tín phiếu kho bạc, thương phiếu, và các giấy chứng nhận tiền gửi của ngân hàng. Có một số dao động về giá trị thị trường của những chứng khoán này, nhưng do hạn kỳ thanh toán của chúng nói chung là ít hơn 6 tháng, sự thay đổi nói trên về giá trị thị trường là nhỏ khiến các quỹ này cho phép các cổ phần của họ được mua lại ở một giá cố định. (Những thay đổi về giá trị thị trường của các chứng khoán nói trên nằm trong lợi tức do quỹ thanh toán). Do các cổ phần này có thể được mua lại ở một giá cố định, các quỹ này cho phép cổ đông mua lại các cổ phần bằng cách phát séc qua một số tiền tối thiểu (thường là 500 đôla) theo tài khoản của quỹ tại một

ngân hàng thương mại. Nhờ cách này, các cổ phần trong những quỹ tương trợ thị trường tiền tệ tác dụng như các món tiền gửi có thể phát séc, các cổ phần này thu được lãi suất thị trường đối với các chứng khoán vay nợ ngắn hạn.

Năm 1977, tài sản có của các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ là dưới 4 tỉ đôla, năm 1980 đã tăng lên trên 50 tỉ đôla và nay là khoảng 500 tỉ đôla. Hiện nay, các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ nắm trên 1/2 giá trị tài sản có của tất cả các quỹ tương trợ. Bạn sẽ thấy vì sao các quỹ này là trung gian tài chính tăng trưởng nhanh nhất của những năm 1970 ở Chương 13, chương đó mô tả quá trình đổi mới tài chính.

SỰ TRUNG GIAN TÀI CHÍNH CỦA CHÍNH PHỦ

Chính phủ đã gắn vào trung gian tài chính theo hai cách cơ bản : thứ nhất, lập ra các cơ quan tín dụng liên bang, những cơ quan này trực tiếp tiến hành sự trung gian tài chính và thứ hai, sự bảo đảm của chính phủ cho các món cho vay tư nhân.

Các cơ quan tín dụng liên bang

Để thúc đẩy việc cung cấp chỗ ở, chính phủ đã lập ra 3 cơ quan chính phủ để cung cấp vốn cho thị trường vay thế chấp bằng cách bán các trái khoán và sử dụng tiền thu được này để mua các món vay thế chấp : Hiệp hội thế chấp quốc gia của liên bang (the Federal National Mortgage Association - FNMA) được gọi là "Fannie Mae", Hiệp hội thế chấp quốc gia của chính phủ (the Government National Mortgage Association - GNMA) hoặc còn gọi là "Ginnie Mae" và Công ty thế chấp cho vay mua nhà của liên bang (the Federal Home Loan Mortgage Company - FHLMC) hoặc còn gọi là "Freddie Mac". Trừ GNMA là một cơ quan liên bang và như thế là một thực thể của chính phủ Mỹ, các cơ quan còn lại là các cơ quan được bảo trợ của liên bang và chúng hoạt động như các công ty tư nhân ràng buộc chặt chẽ vào chính phủ. Kết quả là, món nợ của các cơ quan được bảo trợ không được sự hỗ trợ của chính phủ Mỹ như trường hợp các trái khoán kho bạc.

Tuy nhiên, vì lý do thực dụng chính phủ liên bang sẽ không thể để các cơ quan được bảo trợ này vỡ nợ.

Nông nghiệp là một lĩnh vực trong đó sự trung gian tài chính của các cơ quan chính phủ đóng một vai trò quan trọng. Hệ thống tín dụng nông trại (the Farm Credit System) gồm các ngân hàng hợp tác xã (bank for Cooperatives). Các ngân

hàng tín dụng trung gian liên bang (Federal Intermedeate Credit Bank) và Các ngân hàng đất liên bang (Federal Land Banks) phát hành các chứng khoán và sau đó dùng tiền thu được để cho các nông gia vay.

Các sinh viên cũng hưởng lợi ở sự trung gian tài chính của chính phủ. Hiệp hội marketing cho vay sinh viên (the Student Loan Marketing Association) còn gọi là "Sallie Mae", cung cấp vốn cho việc học lên trước hết bằng cách mua các món cho vay sinh viên được các công ty tài chính tư nhân cấp theo chương trình cho vay sinh viên có đảm bảo (the Guaranteed Student Loan Program).

Trong các năm gần đây, các trung gian tài chính của chính phủ đang trải qua những khó khăn tài chính. Hệ thống tín dụng nông trại là một ví dụ. Xu hướng phá sản nông trại đang gia tăng có nghĩa là có các tổn thất nhiều tỉ đôla cho các ngân hàng tín dụng nông trại và kết cục là các ngân hàng này đã đòi hỏi sự bảo lãnh 4 tỉ đôla của chính phủ năm 1987. Do mức bị vỡ nợ cao ở các món cho vay sinh viên, Sallie Mae cũng đã trải qua các tổn thất đối với một số danh mục cho vay. Có một số quan ngại ở Washington về "sức khỏe" của các cơ quan tín dụng liên bang. Để tránh các vụ bảo lãnh của chính phủ như thế cho các ngân hàng tín dụng nông trại, chính quyền Bush đã đưa ra những quy tắc mới đòi hỏi những cơ quan như vậy tăng vốn của họ để họ có một cái đệm lớn hơn đủ bù lại bất kỳ tổn thất tiềm ẩn nào.

Các bảo đảm của chính phủ đối với tiền cho vay : một cuộc khủng hoảng khác đang đợi xảy ra ?

Một vai trò quan trọng khác của chính phủ trong việc đẩy mạnh sự trung gian tài chính lâu nay là việc cung cấp các bảo đảm của chính phủ đối với tiền cho vay. Sự bảo đảm của chính phủ đối với tiền cho vay tác dụng đúng như sự bảo hiểm : nó bảo hiểm cho người vay món đó, ví dụ một ngân hàng, tránh mọi tổn thất nếu người vay không trả được nợ. Trong thị trường nhà ở, những bảo đảm của chính phủ đối với tiền cho vay được Cơ quan Quản trị cung cấp nhà ở liên bang và Cơ quan Quản trị các cựu chiến binh thực hiện. Bộ giáo dục bảo đảm các món cho vay sinh viên, và Cơ quan Quản trị nhà ở của nông gia bảo đảm cho các món tiền cho nông gia vay.

Những bảo đảm của chính phủ đối với tiền cho vay đã tăng trưởng ở một tốc độ nhanh trong 20 năm qua - tăng gấp 10 lần trong giai đoạn này. Những bảo đảm đó đã đặc biệt giành được sự chú ý của Quốc hội bởi vì chúng hỗ trợ cho các hoạt động mà các nhà chính trị tin tưởng vào, như việc sở hữu trường và nhà ở và tuy vậy không liên hệ đến bất kỳ khoản chi tiêu trực tiếp nào về phía chính

phủ. Một nguyên tắc kinh tế quan trọng mà bạn nghe thấy ở mọi lúc là : "Bạn đừng làm một điều gì không có mục đích" và đây là sự thật chắc chắn đối với chính phủ. Vấn đề với những bảo đảm của chính phủ đối với tiền cho vay cũng giống như vấn đề bảo hiểm của chính phủ đối với tiền gửi. Cả hai là những hệ thống bảo hiểm dẫn đến các vấn đề rủi ro đạo đức và chúng đưa đến các tổn thất cho chính phủ. Do các ngân hàng và các tổ chức khác cho vay không phải chịu bất kỳ tổn thất nào nếu các món cho vay bị vỡ nợ, nên họ rất ít thận trọng đối với việc ai là người họ cho vay tiền.

Các tổn thất cho các cơ quan chính phủ để bảo đảm đối với tiền cho vay là do hậu quả các thủ tục cho vay lỏng lẻo có thể rất lớn. Điều tệ hại rõ rệt về mặt này là mức bị vỡ nợ trên 30% các món cho vay có bảo đảm của chính phủ trong các thương trường. Năm 1990 Quốc hội phải giật mình khi nghe cơ quan kế toán trung ương dự báo rằng các tổn thất của chính phủ cho những bảo đảm tiền cho vay có thể vượt quá 100 tỉ đôla. Như thế, những người đóng thuế phải chịu thiệt hại do bảo lãnh tổn kém có cùng một tâm vốc như sự bảo lãnh cho công nghiệp tiết kiệm và cho vay.

CÁC TỔ CHỨC Ở NHỮNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Sự hoạt động nhịp nhàng của các thị trường chứng khoán, trong đó các trái khoán và các cổ phiếu được mua bán, liên quan đến một vài tổ chức tài chính, bao gồm những người môi giới chứng khoán, những nhà buôn chứng khoán, các ngân hàng đầu tư và các trung tâm giao dịch có tổ chức. Không một tổ chức nào trong số này được liệt vào danh sách các nhà trung gian tài chính bởi vì họ không thực hiện chức năng trung gian thu nhận vốn bằng cách phát hành những tài sản nợ và sau đó, dùng các vốn này để mua các tài sản có. Tuy thế, họ là quan trọng trong quá trình khơi nguồn vốn từ những người tiết kiệm tới những người có các cơ hội đầu tư sinh lợi.

Tuy nhiên, trước hết, chúng ta cần nhớ lại sự khác biệt giữa các thị trường chứng khoán cấp một và cấp hai đã thảo luận ở Chương 3. Trong một thị trường cấp một, một chứng khoán mới được phát hành do một cơ quan chính phủ hay công ty bán ra để vay vốn từ các người mua đầu tiên. Một thị trường cấp hai sau đó, mua bán các chứng khoán đã được bán trước đó ở thị trường cấp một nói trên (và do đó gọi là chứng khoán cấp hai). Các **ngân hàng đầu tư** là các hãng tham gia việc bán lần đầu các chứng khoán trong thị trường cấp một, trong khi đó những người môi giới chứng khoán và những người buôn chứng khoán tham gia

việc mua bán chứng khoán ở các thị trường cấp hai, một số trong các thị trường đó được tổ chức thành các trung tâm giao dịch.

Các ngân hàng đầu tư

Khi một công ty muốn vay vốn (dự trữ vốn), nó thường thuê các dịch vụ của một ngân hàng đầu tư để giúp bán các chứng khoán của mình (dù tên gọi như vậy, ngân hàng đầu tư không phải là một ngân hàng theo nghĩa thông thường ; tức không phải là một trung gian tài chính, nhận các món tiền gửi rồi đem chúng ra cho vay). Một số trong những hãng ngân hàng đầu tư Mỹ nổi tiếng là Morgan Stanley, Merrill Lynch, Salomon Brothers First Boston Corporation và Goldman, Sachs.


Các ngân hàng đầu tư tham gia việc bán các chứng khoán như sau : Trước hết, họ góp ý cho công ty bán chứng khoán về việc phát hành trái khoán hoặc cổ phiếu. Nếu họ gợi ý rằng công ty này phát hành các trái khoán, các ngân hàng đầu tư cho lời khuyên về hạn kỳ thanh toán và các tiền thanh toán lãi sẽ phải như thế nào. Khi công ty này quyết định phát hành loại công cụ tài chính nào, nó chào hàng các công cụ đó cho những **người bảo đảm** - tức là những ngân hàng đầu tư, các ngân hàng này bảo đảm với công ty giá các chứng khoán đó và rồi bán chúng cho công chúng. Nếu cỡ của phát hành đó nhỏ, thì chỉ một ngân hàng đầu tư bảo đảm phát hành (thường hãng ngân hàng đầu tư ban đầu được thuê để góp ý cho phát hành đó) - như vậy ngân hàng đầu tư giới hạn những rủi ro có thể có.

Những người bảo đảm đó bán các chứng khoán này cho công chúng rộng rãi bằng cách tiếp xúc trực tiếp với những người có thể mua chúng, ví dụ như các ngân hàng, các công ty bảo hiểm, và bằng cách đặt các quảng cáo trên các nhật báo như tờ *The Wall Street Journal* (Hình 12.1). Một hoạt động ngân hàng đầu tư gây tranh luận đặc biệt trong những năm gần đây là việc bảo đảm cho "các trái khoán bấp bênh" ("trái khoán tồi") (xem Bài đọc thêm 12.3).

Các hoạt động của các ngân hàng đầu tư cũng như hoạt động của các thị trường cấp một được điều hành một cách nghiêm ngặt do Ủy ban hối đoái và chứng khoán, Ủy ban này đã được thành lập theo các Đạo luật về hối đoái và chứng khoán năm 1933 và năm 1934 để bảo đảm các thông tin đầy đủ tới được các nhà đầu tư tương lai.

Những người phát hành các chứng khoán mới cho công chúng rộng rãi (số tiền lớn hơn 1,5 triệu đôla một năm với một hạn kỳ thanh toán dài hơn 270 ngày) phải đệ trình một bản kê khai đăng ký với Ủy ban hối đoái và chứng khoán (SEC)

Hình 12.1. Một quảng cáo cho một phát hành chứng khoán mới. Ba trong số những ngân hàng đầu tư quan trọng nhất (được liệt kê về phía đáy của tờ quảng cáo) tham gia vào việc bảo đảm các chứng khoán này cho công ty UAL, công ty mẹ của United Airlines. Như bạn có thể thấy từ phần đáy của tờ quảng cáo này, một phần của các cổ phần đó đang được bán ở nước ngoài, một chứng minh việc quốc tế hóa các thị trường tài chính tăng lên.



This announcement is neither an offer to sell nor a solicitation of an offer to buy any of the Securities. The offer is made only by the Prospectus.

1,500,000 Shares
UAL Corporation
Common Stock

Price \$146 a Share

Copies of the Prospectus may be obtained in any State from only such of the undersigned as may legally offer these Securities in compliance with the securities laws of such State.

1,300,000 Shares
This portion of the offering is being offered in the United States and Canada by the undersigned

MORGAN STANLEY & CO.
Incorporated

THE FIRST BOSTON CORPORATION
MERRILL LYNCH & CO.

200,000 Shares
This portion of the offering is being offered outside the United States and Canada by the undersigned

MORGAN STANLEY INTERNATIONAL
CREDIT SUISSE FIRST BOSTON LIMITED
MERRILL LYNCH INTERNATIONAL LIMITED

March 27, 1991

Chú thích : nội dung tờ quảng cáo trên

Bản thông báo này không phải là một lời chào hàng để bán, cũng không phải một sự thúc dục một lời chào hàng để mua bất kỳ chứng khoán nào trong số này. Lời chào đó chỉ được đưa ra bởi tờ chào hàng, 1500000 cổ phần. Công ty UAL, Cổ phiếu thường, Giá bán 146 đôla 1 cổ phần. Các bản sao của tờ chào hàng có thể nhận được tại bất cứ bang nào nhưng chỉ từ những người đứng tên - người mà có thể chào bán một cách hợp pháp các chứng khoán này theo các luật chứng khoán của các bang như vậy - 1300000 cổ phần. Phần này của chào hàng đang được chào bán tại Mỹ và Canada bởi những người đứng tên dưới đây : MORGAN STANLEY & CO, THE FIRST BOSTON CORPORATION MERRILL LYNCH & Co, 200.000 -cổ phần. Phần này của chào hàng đang được chào bán bên ngoài nước Mỹ và Canada bởi những người đứng tên dưới đây (3 dòng cuối).

và phải cung cấp cho các nhà đầu tư tiềm năng một bản chào hàng chứa đựng mọi thông tin thích đáng về các chứng khoán này. Sau khi bản kê khai đăng ký đó được đệ trình với SEC người phát hành phải đợi 20 ngày. Nếu trong khoảng thời gian chờ đợi 20 ngày đó, SEC không phản đối bản đăng ký nói trên, thì các chứng khoán đó có thể được bán.

BÀI ĐỌC TIẾM 12.3

Các trái khoán hấp bênh và sự thăng trầm của Michael Milken và Drexel Burnham

Trước những năm 1980, các ngân hàng đầu tư chỉ nhận bảo đảm những trái khoán của các công ty với các hạng trái khoán "cấp đầu tư" Baa trở lên. Một số hãng trước đó đã suy sụp vì thời huổi khỉ khẩn, do vậy được gọi là những thiên thần suy sụp, đã có các trái khoán công ty với hạng thấp hơn Baa, và các trái khoán này đã được gán cho cái tên "các trái khoán hấp bênh" với nghĩa xấu của nó. Năm 1977, Michael Milken thuộc Drexel Burnham, một hãng hoạt động ngân hàng đầu tư đã mở đầu việc bán cho công chúng những lô trái khoán hấp bênh mới được phát hành không phải của các "thiên thần" suy sụp mà là của những công ty trước đó còn chưa đạt được vị trí "cấp đầu tư". Các trái khoán hấp bênh đã trở thành một yếu tố quan trọng trong thị trường trái khoán công ty với số vốn dư vượt quá 200 tỉ đôla vào cuối những năm 1980.

Việc bảo đảm cho các trái khoán hấp bênh của Drexel Burnham đã đưa nó từ vị trí một hãng hoạt động ngân hàng đầu tư đứng hàng thứ 3 lên hàng thứ 2 trong số các ngân hàng lớn nhất thuộc công nghiệp này (sau Golman, Sachs), và nó cũng đã khiến cho Michael Milken giàu có lạ thường, chỉ riêng năm 1987, món tiền mà Drexel bù đắp cho ông ta là 550 triệu đôla. Nhưng vận đỏ không kéo dài. Milken và các hoạt động trái khoán hấp bênh đã là

vấn đề gây hàn cãi bởi vì chúng đã giúp đổ thêm dầu vào làn sóng nắm quyền kiểm soát và mua hết cổ phần theo kiểu đôn bầy trong những năm 1980 (đã được thảo luận ở Phụ lục Chương 8). Tháng 9 năm 1988, SEC kết tội Milken và những người khác của Drexel về việc huôn hán tay trong và các vi phạm khác đối với luật chứng khoán; tháng 3 năm 1989, Milken bị truy tố (với sự huộc tội tới 98 điểm) vì đã làm tiền bằng mánh khốe gian lận, gian lận thuế và chứng khướn. Tháng 12 năm 1988, Drexel đã bào chữa tội cho 6 lời huộc tội làm tiền bằng mánh khốe gian lận và đồng ý nộp 650 triệu đôla tiền phạt. Michael cũng đã bào chữa 6 lời huộc tội như thế vào tháng 4 năm 1989 và sau đó đã bị kết án 10 năm tù sau khi nộp phạt 600 triệu đôla. Với sự sụt giảm giá của các trái khoán hấp bênh vào năm 1989 và đầu những năm 1990, Drexel rốt cuộc đã bị bứ tay. Ngày 13-2-1990, Drexel Burnham tuyên bố phá sản và chấm dứt hoạt động. Một nhân viên của Drexel Burnham đã hình luận như sau: "Nó gây cảm giác như *"Treasure of the Sierra Madre"*, (một phim của Humphrey Bogart). "Chúng tôi đã leo lên những ngọn núi đã làm việc như những con chó và đã đào được rất nhiều vàng. Rồi chúng tôi mất hết và đã kết thúc ở tình trạng y như khi chúng tôi mới bắt đầu".

Những người môi giới và những người buôn chứng khoán

Những người môi giới và những người buôn chứng khoán tiến hành buôn bán ở các thị trường cấp hai. Những người môi giới là những người trung gian thuận tiện, họ hành động như các đại lý cho các nhà đầu tư trong việc mua hoặc bán các chứng khoán. Chức năng của họ là làm phù hợp những người mua và những người bán, một chức năng nhờ đó họ được thanh toán các khoản hoa hồng môi giới. Khác với những người môi giới, những người buôn nối những người mua và những người bán bằng cách đứng ra sẵn sàng mua và bán các chứng khoán ở một giá đã định. Do đó, những người buôn nắm giữ các danh mục những chứng khoán và sinh sống bằng cách bán các chứng khoán này với một giá hơi cao hơn so với giá mà họ mua chúng - tức là nhờ vào "khoảng cách" giữa giá mua và giá bán. Đây là một lĩnh vực kinh doanh có rủi ro lớn, bởi vì những người buôn nắm giữ các chứng khoán, chúng có thể lên giá hay giảm giá ; trong các năm gần đây một vài hãng chuyên môn hóa về trái khoán đã sụp đổ. Ngược lại, những người môi giới không bị đặt trước rủi ro bởi vì họ không nắm giữ chứng khoán trong khi tiến hành các hoạt động kinh doanh của họ.

Nhiều hãng, được gọi là **các hãng môi giới**, thực hiện các hoạt động ở cả 3 thị trường chứng khoán tức là họ hành động như những người môi giới, như những người buôn và như những ngân hàng đầu tư. Hãng lớn nhất ở Mỹ là Merrill Lynch, tuy nhiên vẫn là loại nhỏ nếu xét theo tiêu chuẩn Nhật Bản - (xem Bài đọc thêm 12.4), các hãng nổi tiếng khác là Paine Webber, Dean Witter Reynolds và Shearson Lehman Hutton. SEC không chỉ điều hành hoạt động ngân hàng đầu tư của các hãng đó, mà cũng còn hạn chế những người môi giới và những người buôn không được mô tả sai lệch các chứng khoán và mua bán thông tin nội bộ, là thứ thông tin không cho công chúng rộng rãi mà chỉ giành cho những người quản lý của một công ty.

Các lực lượng cạnh tranh này đưa đến một phát triển quan trọng : Các hãng môi giới đã bắt đầu tiến hành những hoạt động mà theo truyền thống thì do các ngân hàng thương mại thực hiện. Năm 1977, Merrill Lynch đã mở ra tài khoản quản lý tiền mặt (CMA) của hãng này, tài khoản này cung cấp một nhóm các dịch vụ tài chính bao gồm các thẻ tín dụng, các món vay tức thời, các đặc quyền phát séc, đầu tư tự động các khoản tiền thu được (do bán các chứng khoán) vào quỹ tương trợ thị trường tiền tệ, và việc quản lý sổ sách thống nhất hóa. Các tài khoản quản lý tiền mặt đã được các hãng môi giới khác chấp nhận và lan rộng nhanh chóng. Kết quả là sự khác biệt giữa các hoạt động ngân hàng và các hoạt

động của những tổ chức tài chính phi ngân hàng đã trở nên mờ đi. Walter Wriston nguyên là người lãnh đạo Citicorp (công ty nắm giữ ngân hàng lớn nhất nước), đã nói : "Ngân hàng của tương lai đã tồn tại và nó được gọi là Merrill Lynch".

BÀI ĐỌC THÊM 12.4

Vai trò quốc tế của các hãng chứng khoán Nhật Bản

Nước Nhật không chỉ có các ngân hàng lớn nhất thế giới mà nó cũng có các hãng chứng khoán lớn nhất thế giới. Nomura Securities, hãng chứng khoán lớn nhất thế giới với một giá trị thị trường vượt quá 50 tỉ đôla. Thậm chí hãng nhỏ nhất trong số các hãng chứng khoán "Big Four" của Nhật Bản cũng lớn gấp hơn 5 lần hãng Merrill Lynch, hãng lớn nhất của Mỹ.

Vai trò của các hãng chứng khoán Nhật Bản trong nền tài chính quốc tế cho đến rất gần đây vẫn còn nhỏ. Trong năm 1981, mậu dịch Nhật Bản về các chứng khoán nước ngoài là dưới 10 tỉ đôla, nhưng nay nó là vào khoảng 3 ngàn tỉ đôla. Trong những năm gần đây, người Nhật đã chiếm gần một nửa của số trái khoán kho bạc Mỹ

do nước ngoài mua, và họ kiểm soát cả (hay sở hữu một phần) hơn 1/4 của 40 (hoặc khoảng đó) các hãng buôn chủ chốt trong lĩnh vực buôn trái khoán kho bạc Mỹ. Mậu dịch Nhật Bản về cổ phiếu Mỹ cũng đã tăng trưởng từ dưới 5 tỉ đôla một năm vào đầu những năm 1980 tới hơn 100 tỉ đôla. Vai trò quan trọng của Nhật Bản đang tăng lên trong các thị trường chứng khoán quốc tế bởi 2 yếu tố : (1) Việc loại bỏ, được bắt đầu trong thời gian đầu của những năm 1980, các quy định Nhật Bản vốn đã giới hạn khả năng của người Nhật mua các chứng khoán nước ngoài và (2) Mức tiền tiết kiệm cao của Nhật Bản, điều đã làm cho Nhật Bản trở thành một dân tộc cho vay lớn nhất thế giới.

Các trung tâm giao dịch có tổ chức

Như đã thảo luận ở Chương 3, các thị trường cấp hai có thể được tổ chức hoặc thành các thị trường trao tay, trong đó việc mua bán được thực hiện nhờ các nhà buôn, hoặc thành các trung tâm giao dịch có tổ chức, trong đó việc mua bán được thực hiện trong một địa điểm trung tâm. Thị trường chứng khoán New York - (NYSE), mua bán nhiều nghìn chứng khoán, là trung tâm giao dịch có tổ chức lớn nhất thế giới được tổ chức như vậy, trong khi đó Thị trường chứng khoán Mỹ - (AMEX) cũng là một trung tâm như vậy, nhưng đứng hàng thứ 2 và nhỏ hơn nhiều. Một số các trung tâm giao dịch vùng, cỡ nhỏ, các trung tâm này chỉ buôn bán một số nhỏ các chứng khoán (dưới 100), tồn tại ở các nơi như Boston và Los Angeles.

Các trung tâm giao dịch chứng khoán có tổ chức thường hoạt động như sự lai ghép của một thị trường bán đấu giá (trong đó những người mua và những người bán tiến hành mua bán với nhau tại một địa điểm trung tâm) và một thị trường của người buôn (trong đó những nhà buôn tạo ra thị trường này qua việc mua và bán các chứng khoán với giá đã định). Các chứng khoán được mua bán theo giá thấp nhất của trung tâm đó với sự giúp đỡ của một loại nhà buôn kiêm người môi giới đặc biệt, gọi là một **chuyên gia**. Một chuyên gia khớp các đơn đặt mua và đơn đặt bán được nêu ra ở cùng một giá và như thế là thực hiện chức năng môi giới. Tuy nhiên, nếu các đơn đặt mua và đơn đặt bán không khớp nhau, chuyên gia này mua các cổ phiếu hoặc bán một lượng nào đó nằm trong các danh mục các chứng khoán của người đó - theo cách này người đó đã thực hiện chức năng nhà buôn. Bằng cách đảm nhận cả 2 chức năng này, chuyên gia đó duy trì việc mua bán theo đơn đặt hàng một nhóm chứng khoán mà người đó có thể đảm nhận.

Các trung tâm giao dịch có tổ chức để mua bán chứng khoán cũng được SEC điều hành. SEC không phải chỉ có thẩm quyền áp đặt các quy định để quản lý các người môi giới và các nhà buôn can dự vào các giao dịch, mà nó cũng có thẩm quyền thay đổi các quy tắc cho các trung tâm giao dịch đặt ra. Ví dụ, đầu năm 1975, SEC đã không cho phép sự tồn tại của các quy tắc đặt ra các mức hoa hồng môi giới tối thiểu. Kết quả là đã có một sự sụt giảm mạnh về các mức hoa hồng môi giới, đặc biệt đối với các nhà đầu tư có tổ chức (các quỹ tương trợ và các quỹ trợ cấp) những nhà đầu tư này mua các lô lớn cổ phiếu. Đạo luật bổ sung về các chứng khoán năm 1975 công nhận hành động nói trên của SEC bằng cách coi các quy tắc định ra các hoa hồng môi giới tối thiểu là bất hợp pháp.

Hơn thế, Đạo luật bổ sung về chứng khoán đã chỉ đạo SEC tạo dễ dàng cho một hệ thống thị trường quốc gia, hệ thống này củng cố việc mua bán tất cả các chứng khoán được liệt kê ở các trung tâm giao dịch vùng và quốc gia cũng như các chứng khoán được mua bán trên thị trường trao tay bằng cách sử dụng Hiệp hội quốc gia của những người mua bán chứng khoán yết giá tự động (NASDAQ). Computer và thông tin viễn thông tiên tiến, các kỹ thuật làm giảm chi phí liên lạc các thị trường này, đã khuyến khích sự mở rộng một hệ thống thị trường quốc gia. Như thế, chúng ta thấy rằng luật pháp và kỹ thuật computer hiện đại đang lái tình trạng trên đây đến một công nghiệp chứng khoán cạnh tranh hơn.

Sự quốc tế hóa ngày càng tăng của các thị trường vốn cũng đã khuyến khích một xu thế khác trong mua bán chứng khoán. Ngày càng có nhiều công ty nước ngoài được liệt kê tại các trung tâm giao dịch chứng khoán Mỹ, ví dụ như tại NYSE. Ngoài ra, các thị trường này, đang tiến việc đến mua bán cổ phiếu một cách quốc tế hóa suốt 24 giờ một ngày.

SỰ TÁCH BIỆT NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI VÀ CÔNG NGHIỆP CHỨNG KHOÁN

Trước năm 1933, hoạt động ngân hàng đầu tư và ngân hàng thương mại thường đã do cùng một tổ chức tài chính thực hiện. Sự kết hợp hoạt động ngân hàng đầu tư và ngân hàng thương mại đã dẫn đến các cuộc xung đột lợi ích tiềm ẩn, bởi vì chủ các ngân hàng đầu tư có thể bán các chứng khoán (loại không còn cách nào khác để bán được) cho các quỹ ủy thác mà ngân hàng do họ sở hữu có thể đang quản lý cho một chương trình trợ cấp công ty hoặc cá nhân riêng lẻ. Do đó, các hoạt động có tính chất ngân hàng đầu tư của một ngân hàng có thể thu được lợi nhuận dựa vào phí tổn của các quỹ ủy thác đó. Và nếu các chứng khoán không thể bán được này được bản thân ngân hàng đó mua, những người gửi tiền có thể bị đặt trước một rủi ro lớn hơn về sự vỡ nợ của ngân hàng đó.

Sau các vụ vỡ nợ ngân hàng năm 1930-1933 và sự náo động của công chúng đối với các vụ kiện có chứng cứ về những sự lạm dụng của các bộ phận ủy thác của ngân hàng, các áp lực chính trị được tạo ra để loại bỏ các cuộc xung đột lợi ích và để xúc tiến một hệ thống hoạt động ngân hàng ít có xu hướng vỡ nợ. Đáp ứng với áp lực này, Quốc hội đã ban hành Đạo luật về hoạt động ngân hàng năm 1933, gọi là Đạo luật Glass-Steagall. Đạo luật này cấm các ngân hàng thương mại thực hiện việc bảo đảm và buôn bán các chứng khoán công ty (các ngân hàng thương mại được phép bán các lô chứng khoán chính phủ mới phát hành) và giới hạn các ngân hàng mua các chứng khoán nợ được các cơ quan điều hành ngân hàng chấp thuận. Cũng vậy, đạo luật đó đã cấm các ngân hàng đầu tư không được thực hiện các hoạt động ngân hàng thương mại. Thực tế đạo luật Glass-Steagall đã tách các hoạt động ngân hàng thương mại khỏi công nghiệp chứng khoán.

Theo quy định của đạo luật Glass - Steagall, các ngân hàng thương mại đã phải bán tháo mọi nghiệp vụ ngân hàng đầu tư. Ví dụ, First National Bank ở Boston đã chuyển các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư sang First Boston Corporation, nay là một trong số các ngân hàng đầu tư lớn nhất ở Mỹ. Các ngân hàng đầu tư nói chung đã ngừng kinh doanh những món tiền gửi, tuy rằng J.P.Morgan đã ngừng các hoạt động kinh doanh có tính chất ngân hàng đầu tư và được công nhận như một ngân hàng thương mại, nhưng một số quan chức cao cấp của J.P.Morgan đã tổ chức ra Morgan Stanley, một trong số những ngân hàng đầu tư lớn nhất ngày nay.

Trường hợp cho phép các ngân hàng kinh doanh chứng khoán

Những người biện hộ việc cho phép các ngân hàng tham dự vào các hoạt động của thị trường chứng khoán phản bác rằng việc ngân hàng cho các ngân hàng thương mại theo đuổi các hoạt động này để cạnh tranh với các hãng môi giới là một việc không công bằng. Các hãng môi giới đã có khả năng theo đuổi những hành động có tính chất hoạt động ngân hàng truyền thống với sự phát triển của các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ và các tài khoản quản lý tiền mặt. Vì sao các ngân hàng không được phép cạnh tranh với các hãng môi giới trong các lĩnh vực kinh doanh truyền thống của các hãng đó, tức là việc bán các chứng khoán công ty và việc quản lý các quỹ tương trợ?

Một ý kiến phản bác khác nữa để ủng hộ việc cho phép các ngân hàng được kinh doanh chứng khoán là ở chỗ việc thâm nhập đó của các ngân hàng sẽ làm tăng sự cạnh tranh. Việc thâm nhập của các ngân hàng nghĩa là, trong trường hợp một phát hành mới các chứng khoán, sẽ có thêm nhiều người thầu đứng ra bảo đảm cho phát hành đó. Kết quả, chênh lệch giữa giá được bảo đảm cho công ty phát hành chứng khoán và giá mà công chúng rộng rãi trả cho chứng khoán đó sẽ giảm. Việc giảm này có nghĩa là cả những người vay tiền và cả các người cho vay trong các thị trường tài chính đều có lợi: Những người phát hành chứng khoán (những người vay tiền) sẽ nhận được một giá cao hơn cho các chứng khoán của họ và do đó sẽ chịu một chi phí lãi suất thấp hơn, trong khi đó, những người mua các chứng khoán này (những người cho vay) sẽ có thể mua các chứng khoán nói trên ở một giá thấp hơn, nhờ đó họ sẽ được một lãi suất cao hơn.

Sự thật là các chênh lệch bảo đảm đối với các trái khoán cấp đầu tư đã sụt giảm nhiều do các ngân hàng thương mại đã được phép bảo đảm cho các chứng khoán này là một chứng cứ mạnh mẽ để ủng hộ quan điểm này. Nếu các ngân hàng thương mại cũng được phép kinh doanh môi giới như thế thì cuộc cạnh tranh đã tăng lên trong công nghiệp này và sẽ giảm các khoản hoa hồng môi giới - đây là một lợi ích khác cho các nhà đầu tư.

Trường hợp chống lại việc cho phép các ngân hàng kinh doanh chứng khoán

Những người chống đối việc xâm nhập của các ngân hàng vào lĩnh vực kinh doanh chứng khoán phản bác rằng các ngân hàng có một lợi thế không công bằng trong việc cạnh tranh chống lại các hãng môi giới. Môn tiền gửi cung cấp

cho các ngân hàng một chi phí vốn thấp một cách giả tạo bởi vì họ được FDIC bảo hiểm. Các hãng môi giới, mặt khác chịu chi phí cao cho số vốn mà họ thu được vốn này thường do vay của các ngân hàng đó.⁽⁴⁾

Hoạt động kinh doanh chứng khoán này, đặc biệt các hoạt động ngân hàng đầu tư, liên hệ đến nhiều rủi ro hơn so với các hoạt động có tính chất ngân hàng truyền thống. Một ngân hàng đầu tư có thể gánh chịu các tổn thất quan trọng nếu nó không bán được các chứng khoán mà nó đã bảo đảm, với giá mà nó đã thỏa thuận thanh toán cho người phát hành chứng khoán đó.

Như thế, việc cho phép các ngân hàng thương mại thực hiện các hoạt động ngân hàng đầu tư có thể gây ra thêm các vụ nợ nần và tạo ra một hệ thống tài chính kém ổn định hơn. Vấn đề này sẽ thậm chí còn gay gắt hơn bởi vì sự tồn tại của bảo hiểm tiền gửi liên bang. Như chúng ta đã thấy ở chương trước, việc cho phép các ngân hàng thương mại giành được lợi ích từ các hoạt động rủi ro phụ thêm làm tăng thể tiềm ẩn cho rủi ro đạo đức và chọn lựa đối nghịch. Vì dễ có thể là những người đóng thuế sẽ bị đặt trước một cuộc bảo lãnh rất tốn kém của công nghiệp ngân hàng thương mại giống như vụ trong công nghiệp tiết kiệm và cho vay đã diễn ra.

Một ý kiến phản bác khác chống lại việc cho phép các ngân hàng thâm nhập vào các hoạt động kinh doanh chứng khoán là ở chỗ các ngân hàng thương mại đối mặt với một cuộc xung đột lợi ích tiềm ẩn nếu họ thực hiện bảo đảm cho các chứng khoán. Các tranh luận của Quốc hội ưu tiên cho việc ban hành Đạo luật Glass - Steagall năm 1933 đã nêu lên nhiều lạm dụng, các lạm dụng này đã gắn liền với các hoạt động có tính chất ngân hàng thương mại trong lĩnh vực hoạt động ngân hàng đầu tư. Các ngân hàng (khi ấy đang bảo đảm các phát hành chứng khoán mới) đã bán chúng cho các quỹ ủy thác mà họ đang quản lý khi họ đã không thể bán chúng cho một ai khác, và các quỹ ủy thác đó thường đã gánh chịu các tổn thất quan trọng về các chứng khoán này khi họ bán lại chúng sau đấy. Các trường hợp nổi bật nhất là bản thân một ngân hàng sẽ mua các chứng khoán mà nó đang bảo đảm khi các chứng khoán đó không thể bán được ở đâu

(4) Các ngân hàng cũng có lợi thế về thuế hơn các hãng môi giới là ở chỗ mọi chi phí lãi suất đều là được khấu trừ thuế ngay cả nếu các vốn thu được được dùng để mua các trái khoán địa phương. Còn các hãng môi giới, không được phép chiết khấu tiền thanh toán lãi suất đối với những khoản vốn được dùng để mua các trái khoán địa phương.

khác. Sự việc đó làm cho năng lực các tài sản có của ngân hàng này giảm sút có thể góp phần cho một vụ vỡ nợ xảy ra.

Những người đề nghị cho phép các ngân hàng đi vào kinh doanh chứng khoán chống lại sự phản bác này bằng cách nói rằng các thị trường chứng khoán và hoạt động ngân hàng thương mại hôm nay là các công nghiệp rất khác so với đặc trưng của chúng trước năm 1933. Sự điều hành ngân hàng và SEC có thể có khả năng ngăn ngừa nhiều trong số các lạm dụng đã xảy ra trước khi có Đạo luật Glass - Steagall. Các cơ quan có thẩm quyền điều hành nay có quyền lực lớn hơn nhiều so với trước năm 1933 để phát hiện và trừng phạt những người nào lạm dụng các hoạt động về chứng khoán trong hoạt động ngân hàng thương mại. Tuy những người đề nghị đó không bảo đảm rằng sẽ không có sự lạm dụng nào xảy ra, họ gợi ý rằng các lạm dụng sẽ không đủ thường xuyên do đó các chi phí bất kỳ kèm theo với chúng cũng sẽ nhỏ hơn nhiều so với các lợi ích của các cuộc cạnh tranh tăng lên trong công nghiệp chứng khoán này.

Sự tách biệt công nghiệp ngân hàng khỏi công nghiệp chứng khoán đang hướng vào đâu ?

Cuộc tranh luận về việc liệu các ngân hàng sẽ có liên hệ đến các hoạt động chứng khoán hay không đến nay vẫn chưa được giải quyết. Tuy nhiên, vì theo đuổi lợi nhuận các ngân hàng và các tổ chức tài chính khác (như Merrill Lynch với tài khoản quản lý tiền mặt của nó) phớt lờ ý định của Đạo luật Glass - Steagall và xâm lấn lãnh địa truyền thống của nhau. Ngoài ra, ngay cả những công ty phi tài chính hàng đầu cũng đang đi vào hoạt động ngân hàng và kinh doanh trái khoán. Ví dụ, Sears đã mở các siêu thị tài chính trong các cửa hàng của mình, tại đó một khách hàng có thể mua bảo hiểm, mua chứng khoán, thực hiện các món tiền gửi và một quỹ tương trợ thị trường tiền tệ và mua bất động sản.

Vì tỷ lệ thị trường mà các ngân hàng thương mại dành được về các dịch vụ tài chính từ trước vẫn đang sụt giảm, vào tháng giêng năm 1989 Dự trữ Liên bang đã cho phép các công ty nắm giữ ngân hàng bảo đảm các chứng khoán nợ công ty và bán bảo hiểm sinh mạng thế chấp đầu tiên. Chủ tịch Dự trữ Liên bang Alan Greenspan, ủng hộ việc cho phép các ngân hàng liên kết với các hãng chứng khoán, và vào tháng 9 năm 1990, Dự trữ Liên bang đã có một bước đi lịch sử cho phép ngân hàng thương mại J.P. Morgan đứng ra bảo hiểm cổ phiếu. FDIC cũng đã cho phép các ngân hàng đầu tư vào bất động sản và thực hiện một số hoạt động bảo hiểm, và chương trình Kho bạc đề nghị cho việc cải tổ hệ thống ngân

hàng ràng đạo luật Glass - Steagall được hủy bỏ thì có lợi : Các ngân hàng thực hiện tốt vốn sẽ được phép liên kết với các hãng chứng khoán, các quỹ tương trợ và các công ty bảo hiểm.

BÀI ĐỌC THÊM 12.5

Toàn cảnh

Sự tách biệt giữa công nghiệp ngân hàng và công nghiệp chứng khoán trong các nước công nghiệp

Các nước công nghiệp chủ yếu cho phép có sự liên hệ khác nhau giữa công nghiệp ngân hàng và công nghiệp chứng khoán. Có ba khuôn mẫu cho sự tách biệt của công nghiệp ngân hàng và công nghiệp chứng khoán.

Khuôn mẫu thứ nhất là "Ngân hàng vạn năng", khuôn mẫu này tồn tại ở Hà Lan, Đức, Thụy Sĩ. Thực tế hoàn toàn không có sự tách biệt giữa công nghiệp ngân hàng và công nghiệp chứng khoán. Trong một hệ thống ngân hàng vạn năng, các ngân hàng thương mại cung cấp một loạt đầy đủ các dịch vụ ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm, tất cả các dịch vụ như thế có thể có trong một thực thể pháp lý đơn. Các ngân hàng được phép sở hữu một số cổ phần quan trọng trong các hãng thương mại và thường các ngân hàng làm như thế.

Hệ thống ngân hàng vạn năng phong cách Anh là khuôn mẫu thứ hai, khuôn mẫu này có ở Liên hiệp Vương Quốc Anh cũng như ở các nước có quan hệ mật thiết với Anh, ví dụ như Canada và Australia. Ngân hàng vạn năng phong cách Anh thực hiện đảm bảo chứng khoán, nhưng khác với ngân hàng vạn năng Đức theo 3

điểm : (1) Các công ty con có quyền pháp nhân riêng rẽ phổ biến hơn. (2) Các tài sản vốn cổ phần ngân hàng của các hãng thương mại ít phổ biến hơn, và (3) Các liên kết của các hãng ngân hàng và các hãng bảo hiểm là ít phổ biến hơn.

Khuôn mẫu 3 có một sự tách biệt pháp lý giữa công nghiệp ngân hàng và công nghiệp chứng khoán tồn tại ở Mỹ và Nhật Bản. Một khác nhau quan trọng giữa hệ thống ngân hàng Mỹ và hệ thống ngân hàng Nhật Bản là ở chỗ các ngân hàng Nhật Bản được phép nắm giữ các phần vốn cổ phần quan trọng trong các hãng thương mại, ngược lại, ngân hàng Mỹ không thể. Ngonài ra, phần lớn các ngân hàng Mỹ sử dụng một cấu trúc công ty nắm giữ ngân hàng, nhưng các công ty nắm giữ ngân hàng lại là bất hợp pháp ở Nhật. Tuy có sự tách biệt về pháp lý giữa công nghiệp ngân hàng và công nghiệp chứng khoán theo đạo luật Glass - Steagall ở Mỹ và Đạo luật chứng khoán Nhật Bản, ở cả hai nước ngân hàng thương mại đang tiến hành ngày một nhiều các hoạt động chứng khoán và như thế đang tiến tới gần một kiểu ngân hàng vạn năng phong cách Anh.

Xu hướng điều hành có vẻ là một xu hướng chấp nhận cái gì đang diễn ra một cách xuôi xệ trên thị trường. Một yếu tố quan trọng là ở chỗ, các ngân hàng thương mại nước ngoài thường được phép thực hiện các kinh doanh chứng khoán, đem lại cho họ một công cụ cạnh tranh sắc bén nhằm vào các ngân hàng Mỹ (xem Bài đọc thêm 12.5). Như vậy các nhà điều hành có thể miễn cưỡng hạn chế các hoạt động về chứng khoán của các ngân hàng thương mại nếu việc này đặt các ngân hàng Mỹ vào một sự bất lợi cạnh tranh so với các ngân hàng nước ngoài. Xu hướng mất đi sự tách biệt của công nghiệp ngân hàng và công nghiệp chứng khoán, do vậy có thể tiếp tục và có sự cáo chung của Đạo luật Glass - Steagall có thể còn không xa.

TÓM TẮT

1. Các công ty bảo hiểm do các tiểu bang điều hành và các công ty này thu vốn bằng cách bán các hợp đồng bảo hiểm, các hợp đồng này thanh toán trả tiền bồi thường nếu sự kiện tai họa xảy ra. Các công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn nắm giữ các tài sản có lòng hơn so với các công ty bảo hiểm sinh mạng bởi vì có sự kém chắc chắn hơn trong việc dự tính số tiền bồi thường mà họ sẽ phải thanh toán. Tất cả các công ty bảo hiểm phải đối mặt với vấn đề rủi ro đạo đức và chọn lựa đối nghịch, điều này giải thích vì sao phải sử dụng các công cụ quản lý bảo hiểm, ví dụ như tập hợp thông tin và sàng lọc những người có thể mua bảo hiểm, phí bảo hiểm được dựa trên cơ sở rủi ro, các điều khoản hạn chế, ngăn ngừa gian lận, hủy bỏ hợp đồng bảo hiểm, các khoản khấu trừ, đồng bảo hiểm, và các giới hạn đối với món tiền bảo hiểm.

2. Các chương trình trợ cấp mang lại tiền thanh toán thu nhập cho những người về hưu sau khi có sự đóng góp cho các chương trình đó trong nhiều năm. Nhiều chương trình cấp là loại cấp vốn thiếu, nghĩa là trong những

năm sắp tới các chương trình đó sẽ phải thanh toán trả các khoản tiền trợ cấp lớn hơn so với giá trị đóng góp mà họ thu được và thu nhập do các đóng góp đó mang lại. Vấn đề cấp vốn thiếu này đặc biệt gay gắt đối với các quỹ trợ cấp công cộng như Quỹ Bảo hiểm xã hội. Do các vụ lạm dụng, Quốc hội đã ban hành đạo luật về Bảo hiểm thu nhập hưu trí của người làm thuê (ERISA), Đạo luật này định ra các tiêu chuẩn tối thiểu cho việc báo cáo, cho điều kiện được thuộc về một chương trình trợ cấp và mức độ cấp vốn thiếu của các chương trình trợ cấp riêng. Đạo luật này cũng đã lập ra công ty bảo hiểm trợ cấp, công ty này bảo hiểm các khoản tiền trợ cấp.

3. Các công ty tài chính thu nhận vốn bằng cách phát hành thương phiếu, trái khoán và cổ phiếu, rồi dùng tiền thu được để thực hiện các món cho vay, các món cho vay này đặc biệt thích hợp với các nhu cầu của người tiêu dùng và các doanh nghiệp. Vì hầu như không bị điều hành so với các ngân hàng thương mại và các tổ chức tiết kiệm, các công ty tài chính đã có khả năng đi vào các hoạt

động tín dụng mới (ví dụ cho thuê thiết bị) một cách rất nhanh chóng.

4. Các quỹ tương trợ bán các cổ phần và dùng tiền thu được để mua các chứng khoán. Các quỹ kết thúc mở phát hành các cổ phần có thể mua lại được vào bất kỳ lúc nào ở một giá gần với giá trị tài sản của hãng này. Các quỹ kết thúc đóng phát hành các cổ phần không thể mua lại được, các cổ phần này được mua bán giống như bất kỳ các cổ phiếu nào khác. Các quỹ này kém phổ biến so với các quỹ kết thúc mở bởi vì các cổ phần của nó không bị coi là lỏng. Các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ chỉ nắm giữ những chứng khoán chất lượng cao, hạn kỳ ngắn, giúp cho các cổ phần được mua lại ở một giá cố định bằng cách dùng các séc. Các cổ phần ở những quỹ này thực tế tác dụng như các món tiền gửi có thể phát séc và mang lại lãi suất theo thị trường. Tất cả các quỹ tương trợ đều do SEC điều hành.

5. Các ngân hàng đầu tư là những hãng

tham gia vào việc bán lần đầu các chứng khoán trong các thị trường cấp một, trong khi đó những hãng môi giới và các nhà buôn tham gia việc mua bán các chứng khoán ở các thị trường cấp hai, một trong số các thị trường này được tổ chức thành các trung tâm giao dịch. SEC điều hành các tổ chức tài chính trong các thị trường chứng khoán và bảo đảm rằng thông tin đầy đủ tới được các nhà đầu tư tương lai. Đạo luật về hoạt động ngân hàng năm 1933 (Glass - Steagall Act) đã tách biệt các hoạt động ngân hàng thương mại ra khỏi công nghiệp chứng khoán bằng cách cấm các ngân hàng thương mại không được thực hiện việc bán hoặc phân phối các chứng khoán được phát hành một cách riêng rẽ. Nhưng các lực lượng cạnh tranh đã phớt lờ ý định của Đạo luật Glass - Steagall và gây ra một sự thất bại trong việc tách biệt ngân hàng và công nghiệp chứng khoán.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

*1. Nếu mức độ chết khó dự tính hơn so với thực tế thì các công ty bảo hiểm sinh mạng sẽ thay đổi loại tài sản mà họ nắm giữ như thế nào ?

2. Vì sao các công ty bảo hiểm tai nạn và tài sản có khối lượng tài sản trái khoán địa phương lớn trong khi các công ty bảo hiểm sinh mạng không như vậy ?

* 3. Vì sao tất cả các chương trình trợ cấp có sự đóng góp xác định đều được cấp vốn đủ.

4. Điều gì giải thích cho việc sử dụng rộng rãi các khoản khấu trừ trong các hợp đồng bảo hiểm ?

* 5. Vì sao các công ty bảo hiểm hạn chế số tiền bảo hiểm mà một người giữ hợp đồng bảo hiểm có thể mua ?

6. Hãy trả lời câu sau là đúng, sai, hoặc không rõ rệt : "Khác với các chương trình trợ cấp tư, các chương trình trợ cấp của chính phủ hiểm khi là những chương trình cấp vốn thiếu".

* 7. Nếu bạn cần một món tiền vì sao trước hết bạn phải tới một ngân hàng của địa phương bạn hơn là đến một công ty tài chính ?

8. Hãy giải thích vì sao các cổ phần trong quỹ tương trợ kết thúc đóng nói chung bán được ít hơn so với giá thị trường của các cổ phiếu mà họ nắm giữ ?

* 9. Vì sao bạn có thể mua một khoản vốn tương trợ loại không chịu hoa hồng thay vì một khoản vốn chịu hoa hồng ?

10. Vì sao một quỹ tương trợ thị trường tiền tệ có thể cho phép cổ đông của nó mua lại các cổ phần với giá cố định trong khi các quỹ khác không cho phép ?

* 11. Vì sao các bảo đảm tiền cho vay mà chính phủ thực hiện có thể là một phương pháp tốn phí cao để chính phủ trợ cấp cho một số hoạt động ?

12. Nếu bạn muốn mang lấy rủi ro, bạn sẽ chọn nghề nào : Nhà buôn, nhà môi giới, hoặc một chuyên gia, vì sao ?

* 13. Hoạt động ngân hàng đầu tư có phải là một nghề nghiệp tốt cho một người sợ rủi ro ? Vì sao có hoặc vì sao không ?

14. Giả sử bạn thiết lập một quỹ ủy thác do một ngân hàng đứng ra quản lý cho con bạn. Bạn sẽ tán thành hay phản đối ngân hàng này bảo đảm chứng khản ?

* 15. Vì sao các hãng môi giới vận động ráo riết để duy trì đạo luật Glass - Steagall ?

CHƯƠNG 13

Sự đổi mới tài chính

LỜI DẪN

Hai mươi năm trước đây, nhiều trong số những công cụ tài chính mà nay chúng ta cho là điều tất nhiên, chưa hề tồn tại, ví dụ các tài khoản séc được hưởng lãi (như các tài khoản NOW). Hiện nay số những công cụ tài chính sẵn cho dân chúng với các món tiền lớn, vừa, nhỏ đầu tư vào đã mở rộng nhanh chóng và một số các tổ chức tài chính mới (như các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ) đã đi vào hoạt động. Điều gì giải thích cho sự thay đổi có tính chất cách mạng này trong hệ thống tài chính của chúng ta và cho việc tăng nhanh chóng các sản phẩm tài chính mới sẵn sàng cho người tiêu dùng?

Giống như các công nghiệp khác, công nghiệp tài chính đang tiến hành kinh doanh để thu lợi nhuận bằng cách bán các sản phẩm của nó. Nếu một công ty xà phòng nhận thấy rằng có một nhu cầu của một khu vực thị trường nào đó đối với một chất tẩy giặt quần áo có chất làm mềm vải, nó chế tạo ra một sản phẩm phù hợp nhu cầu này. Tương tự, các tổ chức tài chính tạo ra các sản phẩm để thỏa mãn các nhu cầu của chính họ cũng như các nhu cầu của các khách hàng của họ. Những đổi mới trong công nghiệp này được kích thích bởi cùng những yếu tố (như các thay đổi trong kỹ thuật và các điều kiện thị trường) giống như những yếu tố kích thích sự đổi mới trong các công nghiệp khác. Do các tổ chức tài chính phải đối mặt với nhiều quy định hạn chế hơn so với hầu hết các hãng trong các ngành công nghiệp khác, bản chất của các quy định ấy và các thay đổi của chúng là những yếu tố bổ sung quan trọng trong sự đổi mới tài chính.

Trong chương này, chúng ta dùng một phân tích kinh tế để giải thích vì sao

những đổi mới khác nhau đã xuất hiện. Sau đó chúng ta cố gắng dự báo tiến trình đổi mới tài chính trong tương lai - một nhiệm vụ quan trọng. Với nhịp điệu tiến triển như hiện nay, hệ thống tài chính trong tương lai sẽ chắc chắn là khác với hệ thống của chính chúng ta hiện nay.

PHÂN TÍCH KINH TẾ VỀ SỰ ĐỔI MỚI

Một phân tích bất kỳ nào giải thích sự đổi mới đều phải nhằm vào những động cơ thúc đẩy cho các sự đổi mới xảy ra. Các nhà kinh tế đồng tình rằng sự đổi mới được tạo ra bởi vì các cá nhân và các doanh nghiệp muốn làm cực đại các lợi nhuận ; nói khác đi, sự đổi mới - điều có thể vô cùng có lợi cho nền kinh tế - được điều khiển bằng ý muốn làm giàu (hoặc duy trì sự giàu có). Quan điểm này đưa đến một phân tích kinh tế đơn giản sau : *Một sự thay đổi trong môi trường kinh tế sẽ kích thích một cuộc tìm kiếm các đổi mới có thể sinh lợi.*

Bắt đầu trong các năm 1960, các cá nhân và các tổ chức tài chính hoạt động trong các thị trường tài chính đã giáp mặt với các thay đổi quyết liệt trong môi trường kinh tế : Lạm phát và lãi suất tăng vọt và trở nên khó dự báo, trong khi đó kỹ thuật computer tiến bộ rất nhanh chóng. Các tổ chức tài chính thấy rằng nhiều trong số các phương pháp tiến hành kinh doanh cũ không còn sinh lợi : Các sản phẩm tài chính lâu nay họ vẫn đang chào bán cho công chúng thì lúc ấy không bán được. Nhiều nhà trung gian tài chính thấy rằng họ không còn khả năng thu được vốn với các công cụ tài chính truyền thống của họ, và với sự thiếu vốn sẽ sớm phải ngừng hoạt động kinh doanh. Nhằm để sống còn trong môi trường kinh tế mới, các tổ chức tài chính đã phải nghiên cứu và phát triển các sản phẩm mới tỏ ra có thể sinh lợi. Trong trường hợp của họ, sự cần thiết đã là mẹ đẻ của sự đổi mới.

Ngay cả trong các doanh nghiệp (tài chính hoặc phi tài chính) không bị đe dọa bởi môi trường kinh tế mới đó, các chủ doanh nghiệp đã nhận ra rằng các thay đổi trong môi trường tài chính này có thể được khai thác để trở nên giàu có. Họ đã bắt đầu tìm kiếm các sản phẩm tài chính mới có khả năng sinh lợi. Các nỗ lực của họ đã tạo ra nhiều triệu phú và đã dẫn đến sự phát triển của nhiều trong số những đổi mới tài chính hiện nay của chúng ta.

Hướng dẫn nghiên cứu

Để hiểu rõ hơn vì sao những đổi mới tài chính được thảo luận ở chương này đã xuất hiện, luôn nhớ rằng các đổi mới tài chính này là kết quả của một sự tìm kiếm lợi nhuận.

SỰ ĐỔI MỚI TÀI CHÍNH : CÁC ĐIỀU KIỆN THỊ TRƯỜNG THAY ĐỔI

Nay chúng ta đã có một khuôn mẫu kinh tế để hiểu sự đổi mới, chúng ta hãy xem xét một vài ví dụ về các đổi mới tài chính đã xảy ra do những thay đổi về các điều kiện thị trường. Sự thay đổi rõ nét nhất về các điều kiện thị trường trong các năm gần đây là việc tăng mạnh tính chất bất định của lãi suất. Trong các năm 1950, lãi suất của tín phiếu kho bạc loại 3 tháng dao động giữa 1% và 3,5% ; trong những năm 1970, nó đã dao động giữa 4% và 11,5%. Sự bất định này đã trở nên rõ rệt hơn trong các năm 1980, ở thời gian đó, lãi suất tín phiếu kho bạc loại 3 tháng nằm trong khoảng 5 đến 15%. Chúng ta thấy trong Bảng 4.2 ở Chương 4 rằng một sự tăng lãi suất từ 10% đến 20% sẽ gây tổn thất vốn gần 50% đối với một trái khoán 30 năm và một lợi tức âm trên 40%. Dao động lớn về lãi suất đưa đến lợi vốn hoặc tổn thất vốn và gây ra sự không chắc chắn về lợi tức đầu tư. Rủi ro có liên hệ đến tính chất không chắc chắn về các biến động lãi suất và lợi tức được gọi là **rủi ro lãi suất**, và tính chất bất định cao của các lãi suất như chúng ta thấy trong các năm 1970 và 1980 đã dẫn đến một mức độ rủi ro lãi suất lớn.

Do các thay đổi trong môi trường kinh tế kích thích một cuộc tìm kiếm các đổi mới có thể mang lại lợi nhuận, chúng ta dự tính rằng một sự tăng rủi ro lãi suất thúc đẩy việc sáng tạo những công cụ và thị trường tài chính mới, chúng giúp hạ thấp rủi ro đó. Ba ví dụ về các đổi mới tài chính trong những năm 1970 khẳng định cho dự báo trên : (1) sự ra đời của vay thế chấp lãi suất có thể điều chỉnh, (2) việc sáng tạo ra thị trường giao dịch kỳ hạn cho các công cụ tài chính và (3) việc sáng tạo ra thị trường giao dịch chọn lựa cho các công cụ nợ.

Vay thế chấp có lãi suất có thể điều chỉnh

Giống như các nhà đầu tư khác, các tổ chức tài chính thấy rằng việc cho vay sẽ có sức hấp dẫn hơn nếu rủi ro lãi suất thấp. Họ không muốn thực hiện một món cho vay thế chấp ở lãi suất 10% và 2 tháng sau họ thấy rằng họ đáng ra có thể được 12% ở món cho vay thế chấp đó. Để giảm rủi ro lãi suất, năm 1975 các ngân hàng tiết kiệm & cho vay ở California bắt đầu cho vay thế chấp có lãi suất có thể điều chỉnh, tức là các món cho vay thế chấp có lãi suất thay đổi khi lãi suất thị trường (thường là lãi suất tín phiếu kho bạc) thay đổi. Ví dụ, ban đầu một món cho vay thế chấp có lãi suất có thể điều chỉnh với lãi suất là 10%. Sáu tháng sau, lãi suất này có thể tăng hay giảm bằng số lượng tăng hay giảm của lãi suất

thị trường, ví dụ lãi suất tín phiếu kho bạc loại 6 tháng, và tiền thanh toán vay thế chấp sẽ thay đổi. Do các món vay thế chấp có lãi suất có thể điều chỉnh, cho phép các tổ chức cho vay thế chấp thu được lãi suất cao hơn đối với các món cho vay thế chấp khi lãi suất tăng, lợi nhuận được duy trì cao hơn trong suốt các giai đoạn đó.

Đặc điểm hấp dẫn này của các món cho vay thế chấp có lãi suất có thể điều chỉnh đã khuyến khích các tổ chức cho vay thế chấp phát hành cho vay thế chấp có lãi suất ban đầu thấp hơn so với lãi suất cho vay thế chấp lãi suất cố định qui ước, khiến cho chúng được ưa thích hơn với nhiều gia đình. Tuy nhiên, do tiền thanh toán thế chấp có thể tăng lên đối với các món cho vay thế chấp có lãi suất thay đổi, nên nhiều hộ gia đình vẫn tiếp tục ưu tiên các món vay thế chấp lãi suất cố định. Do vậy, cả 2 kiểu cho vay thế chấp đều phát triển rộng rãi.

Thị trường kỳ hạn các công cụ tài chính

Một thị trường kỳ hạn tiến hành các vụ mua bán theo các **hợp đồng kỳ hạn**, trong đó người bán thỏa thuận cung cấp một số hàng hóa được tiêu chuẩn hóa nào đó cho người mua vào một ngày được chỉ rõ trong tương lai theo một giá thỏa thuận sẵn.⁽¹⁾ Các thị trường kỳ hạn cho những hàng hóa như lúa mì, thịt lợn đã phổ biến từ lâu, nhưng các hợp đồng kỳ hạn trong đó thứ hàng hóa được tiêu chuẩn hóa là một loại công cụ tài chính đặc thù (**một hợp đồng tài chính kỳ hạn**), chỉ mới xuất hiện từ năm 1975. Để hiểu vì sao các thị trường kỳ hạn tài chính được phát triển, trước hết chúng ta cần hiểu một hợp đồng tài chính kỳ hạn là gì và nó giúp các nhà đầu tư có thể **tự bảo hộ** để phòng rủi ro lãi suất như thế nào.

Ví dụ, tháng 12 năm 1991, một hợp đồng tài chính kỳ hạn cho giấy chứng tiền gửi (CD) có thể ghi rõ 1 triệu đôla CD đó với hạn kỳ 3 tháng sẽ được người bán hợp đồng đó giao cho người mua vào tháng 6 năm 1992. Vào tháng này, người mua nói trên sẽ phải mua 1 triệu đôla CD đó với một lãi suất chiết khấu được qui

1. Một đặc điểm quan trọng của việc mua bán theo các hợp đồng kỳ hạn là ở chỗ có một sự thanh toán khoản lợi hay thiệt giá của 1 hợp đồng sau mỗi một ngày mua bán : tức là, nếu vào cuối của một ngày mua bán giá của hợp đồng đó giảm mất 100 đôla, thì người mua của nó phải thanh toán ngay lập tức 100 đôla vào tài khoản của người bán ; nếu giá đó tăng thêm 100 đôla, thì người bán phải thanh toán ngay lập tức 100 đôla vào tài khoản của người mua. Vào ngày đã chỉ định khi hàng hóa đó được giao đủ, thì người mua của hợp đồng này thanh toán cho người bán sự chênh lệch giữa giá mua đã thỏa thuận trên hợp đồng và số tiền mà người mua đó đã thanh toán trước vào tài khoản của người bán, với tổng số tiền bằng giá đã thỏa thuận trên hợp đồng lúc đầu.

định rõ bởi giá của hợp đồng đó. Giá hợp đồng này cho các CD (và các tín phiếu kho bạc) được nêu ra dưới hình thức một chỉ số giá bằng 100 trừ đi lãi suất chiết khấu của CD đó ; ví dụ, một giá 90 cho biết một lãi suất chiết khấu 10% cho CD này.

Để thấy hợp đồng kỳ hạn được mô tả ở đây có thể giúp một người mua tự bảo vệ như thế nào để phòng rủi ro lãi suất, hãy giả sử rằng vào tháng 12 năm 1991, Michelle, giám đốc dự tính rằng các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ mà bà ta phụ trách sẽ có một lượng tiền nhập là 1 triệu đôla vào tháng 6 năm 1992. Nếu Michelle mua một hợp đồng kỳ hạn CD vào tháng 12 năm 1991 với giá 90, thì ngay cả nếu các lãi suất đối với các CD giảm xuống dưới 10% vào tháng 6 năm 1992, Michelle vẫn bảo đảm cho quỹ tương trợ của bà ta một lãi suất 10% đối với 1 triệu đôla mà quỹ sẽ nhận được như thể bà ta đã có khả năng bảo hộ mình để phòng bất kỳ rủi ro lãi suất nào².

Tương tự, vào tháng 2 năm 1991, First National Bank có thể đưa ra một cam kết cho một trong số các khách hàng của nó vay 1 triệu đôla vào tháng 6 năm 1992 với lãi suất 10,5%. Nếu tháng 6-1992 lãi suất đối với các CD tăng tới 11% thì ngân hàng này sẽ chịu một tổn thất bởi vì chi phí lãi suất để thu được tiền vốn sẽ là 11%, trong khi lãi suất thu được từ món cho vay đó sẽ chỉ là 10,5%. Ngân hàng này có thể tự bảo vệ mình tránh rủi ro lãi suất này nếu nó là người bán cho Michelle hợp đồng giao dịch kỳ hạn nói trên, hợp đồng đó hứa giao các CD ấy vào tháng 6 năm 1992 với một lãi suất 10%. Nay ngân hàng đó biết rằng các CD mà nó sẽ giao cho Michelle vào tháng 6 năm 1992 sẽ có một lãi suất 10% - như thế nó đã khóa chặt lãi suất 10% vào chi phí thu nhận vốn để thực hiện món cho vay của mình. Hợp đồng tài chính kỳ hạn nói trên đã giúp cho ngân hàng đó có đủ khả năng bảo hộ mình để phòng một rủi ro lãi suất bất kỳ và ngân hàng ấy chắc chắn sẽ có một lợi nhuận nhờ món cho vay của nó.

Như thế, một thị trường tài chính kỳ hạn giúp cho cả người mua và người bán của các hợp đồng tài chính kỳ hạn có thể tự bảo hộ để phòng rủi ro lãi suất. Khi rủi ro lãi suất tăng lên trong các năm 1970, khả năng ngăn chặn thứ rủi ro này đã trở nên đặc biệt giá trị, khiến dễ có thể là một số lớn các nhà đầu tư sẽ sẵn lòng mua bán trong các thị trường tài chính kỳ hạn. Do khối lượng mua bán lớn sẽ đưa lại lợi nhuận cao cho những người đã tạo ra thị trường tài chính kỳ hạn, phân tích kinh tế của chúng ta về đổi mới tài chính dự báo rằng một thị trường

2. Để đơn giản hóa cuộc thảo luận này, các lãi suất trong các ví dụ của chúng ta được nêu ra trên một cơ sở lãi suất chiết khấu.

tài chính như vậy sẽ phát triển. Dự báo này đã trở thành hiện thực năm 1975 khi Phòng thương mại Chicago (trong đó các hợp đồng kỳ hạn cho hàng hóa như lúa mì, ngô, đậu nành và yến mạch đã được mua từ lâu) đã lập ra một thị trường tài chính kỳ hạn cho các chứng khoán của Hiệp hội cho vay thế chấp quốc gia của chính phủ (GNMA).

Thị trường tài chính kỳ hạn GNMA này đã thành công đến mức Hội đồng thương mại Chicago (CBT) sau đó đã mở các thị trường tài chính kỳ hạn cho các trái khoán kho bạc và trái phiếu kho bạc trong khi đó Thị trường tiền tệ quốc tế (IMM), một chi nhánh của Trung tâm thương mại Chicago (Chicago Mercantile Exchange - CME), đã tổ chức một thị trường kỳ hạn cho các tín phiếu kho bạc Mỹ, các CD ngân hàng và đôla châu Âu. Khối lượng mua bán trong các thị trường tài chính kỳ hạn này đã tăng tới một qui mô kỳ lạ, và nay các trái khoán kho bạc và đôla châu Âu nằm trong số 10 thứ đứng đầu của khoảng 100 loại hàng hóa tiêu chuẩn hóa được mua bán trong cả 2 thị trường tài chính kỳ hạn và thị trường phi tài chính kỳ hạn.

Thị trường chọn lựa các công cụ nợ

Một công cụ tài chính khác giúp các nhà đầu tư có thể giảm rủi ro lãi suất là các hợp đồng chọn lựa. Một hợp đồng chọn lựa mang lại một quyền mua (một hợp đồng chọn mua - a call option) một chứng khoán theo một giá đã định, được gọi là giá thực hiện hoặc giá khớp. Ví dụ, một hợp đồng chọn mua kéo dài trong thời gian 6 tháng để mua các tín phiếu kho bạc loại 3 tháng với mệnh giá 1 triệu đôla theo giá thực hiện 975.000 đôla. Trong khi đó, một hợp đồng giao dịch chọn bán kéo dài trong 6 tháng để bán một trái khoán kho bạc với mệnh giá 100.000 đôla theo giá thực hiện 102.000 đôla.

Một hợp đồng chọn lựa giống như một hình thức bảo hiểm để phòng rủi ro lãi suất. Để hiểu điều này, chúng ta hãy nghiên cứu 2 ví dụ sau : Giả sử nhà đầu tư Irving sở hữu một trái khoán kho bạc với mệnh giá 100.000 đôla và mua một hợp đồng chọn bán kỳ hạn 3 tháng cho trái khoán này, hợp đồng đó cho anh ta quyền bán trái khoán ấy theo giá thực hiện là 102.000 đôla (việc đó đem lại một lãi suất hoàn vốn 10%) ; ngay cả trường hợp nếu lãi suất tăng lên trên 10% và giá của trái khoán này giảm xuống dưới giá thực hiện 102.000 đôla, Irving vẫn được bảo vệ tránh tổn thất bởi vì hợp đồng chọn lựa đó cho anh ta quyền bán trái khoán đó với giá 102.000 đôla. Tương tự, nếu Irving muốn mua trái khoán kho bạc, anh ta có thể chắc chắn rằng tối thiểu anh ta sẽ có thể thu được một lãi suất 10% bằng cách mua một hợp đồng chọn mua kỳ hạn 3 tháng cho một trái khoán với một giá thực hiện là 102.000 đôla. Nay, nếu lãi suất tụt xuống dưới 10%, hợp

đồng chọn lựa của anh ta cho phép anh ta mua trái khoán ấy với giá 102.000 đôla mang lại cho anh ta lãi suất 10%.

Vì các hợp đồng chọn lựa mang lại một hình thức bảo hiểm, người mua phải trả một giá để mua chúng được gọi một cách khá tự nhiên là "phí bảo hiểm". Như bạn sẽ dự tính, tính chất bất định tăng lên của các lãi suất những năm gần đây đã làm tăng nhu cầu đối với hình thức bảo hiểm này khiến cho một thị trường chọn lựa của các công cụ vay nợ có một lợi ích tiềm ẩn. Hội đồng giao dịch chọn lựa Chicago (Chicago Board Options Exchange - CBOE), trong đó những chọn lựa cho những cổ phiếu đã được mua bán từ năm 1973, đã bắt đầu việc mua bán hợp đồng chọn lựa cho các công cụ vay nợ vào năm 1981. Hiện nay, CBOE và các trung tâm giao dịch khác chào bán các hợp đồng chọn lựa không chỉ cho các trái khoán kho bạc và tín phiếu kho bạc, mà còn cho cả các hợp đồng tài chính kỳ hạn.

THEO DÕI TIN TÀI CHÍNH

Các giao dịch tài chính kỳ hạn

Giá của các hợp đồng tài chính kỳ hạn được công bố hàng ngày. Trên tờ The Wall Street Journal, các giá này nằm ở phần "Các công cụ lãi suất", một đoạn trích của nó nêu ở dưới đây :

Các thông tin sau đây cho mỗi hợp đồng được đưa vào các cột kế tiếp. (Hợp đồng giao các tín phiếu kho bạc vào tháng 6 năm 1991 được dùng làm ví dụ).

TREASURY BILLS (IMM) - \$1 mil. ; pts. of 100%

	Open	High	Low	Settle	Chg	Settle	Chg	Discount	Open
June	94.26	94.28	94.23	94.27	+ 01	5.73	61	32.241	
Sept	93.99	94.00	93.95	93.99	+ 02	6.61	62	6.617	
Dec	93.53	93.53	93.56	93.50	- 01	6.50	+ 01	659	

Est vol 4.393, vol Thur 5.812 ; open int 39,766 +641

Source : Wall Street Journal (Monday, March 25, 1991)

Open = giá mở cửa, giá này bằng 100,00 trừ lãi suất hoàn vốn của các tín phiếu kho bạc : 94,26 cho hợp đồng giao hàng tháng 6.

High = giá cao nhất được mua bán trong ngày đó :

94,28 cho hợp đồng giao hàng tháng 6.

Low = giá thấp nhất được mua bán trong ngày đó : 94,23 cho hợp đồng giao hàng tháng 6.

Settle = giá thanh toán, tức là giá đóng cửa ngày đó : 94,27 cho hợp đồng giao hàng tháng 6.

Chg = thay đổi trong giá đóng cửa (giá thanh toán) so với giá của ngày giao dịch trước : thay đổi + 0,01 cho hợp đồng giao hàng tháng 6.

Discount Settle = lãi suất trên cơ sở chiết khấu cho các chứng khoán được giao, được tính theo giá thanh toán : 5,73% đối với các tín phiếu kho bạc giao tháng 6.

Discount Chg = thay đổi lãi suất (trên cơ sở chiết khấu) cho các chứng khoán được giao so với ngày giao dịch trước đây : -0,01 cho hợp đồng giao tháng 6.

Open interest = số hợp đồng chưa giải quyết 32,241 cho hợp đồng giao tháng 6.

Các thay đổi khác về điều kiện thị trường :

Những hãng môi giới giảm giá và các giao dịch kỳ hạn theo chỉ số cổ phiếu

Những thay đổi khác về các điều kiện thị trường đã có ý nghĩa quan trọng đối với việc đổi mới trong khu vực thị trường này. Như đã nói ở chương trước, trước năm 1975, các thị trường giao dịch chứng khoán có những qui tắc để cố định các khoản hoa hồng môi giới ở mức cao. Do các hãng môi giới không được phép cạnh tranh bằng giá cả nên họ đã cạnh tranh bằng chất lượng các dịch vụ mà họ cung cấp. Các hãng môi giới đã cung cấp cho các khách hàng của họ các báo cáo thường xuyên về các chứng khoán, đã có các bộ phận nghiên cứu lớn để đưa ra các phân tích tài chính, và thậm chí có các văn phòng đẹp để khách hàng của họ có thể đến theo dõi các thông báo giá cả.

Năm 1975, SEC không thừa nhận các qui tắc đặt ra hoa hồng môi giới cao ấy và từ đó, lợi nhuận chỉ có thể được tạo ra trong công nghiệp môi giới bằng việc cạnh tranh giá. Như sự phân tích của chúng ta về sự đổi mới tài chính báo trước, một hình thức môi giới mới xuất hiện được gọi là "môi giới giảm giá". Giống như các cửa hàng giảm giá có những giá thấp hơn và cung cấp ít dịch vụ hơn, các hãng môi giới giảm giá có hoa hồng môi giới thấp hơn nhưng lại giảm các dịch vụ mà họ cung cấp cho khách hàng. Ví dụ, họ không có cơ sở nghiên cứu lớn để đưa ra các phân tích tài chính và cung cấp các báo cáo thường xuyên cho các khách hàng nữa. Các hãng môi giới giảm giá này (lớn nhất là Charles Schwab and Company) đã hình thành ra một nền tảng chắc chắn cho kinh doanh môi giới và đã là yếu tố quan trọng trong việc làm giảm mức hoa hồng môi giới do thay đổi quy định từ năm 1975.

Sự sụt giảm rõ nét các hoa hồng môi giới xảy ra sau năm 1975 đã đặc biệt chú ý đối với những nhà buôn lớn số cổ phiếu, các quỹ trợ cấp, các quỹ tương trợ. Các chi phí rẻ hơn đối với những nhà đầu tư có tổ chức này có nghĩa là những nhà buôn có thể lôi cuốn thêm khách hàng với kết quả là họ trở thành một lực lượng quan trọng hơn trong khu vực thị trường này. Ngoài ra nhiều nhà đầu tư cỡ nhỏ đã nhận thấy rằng các quỹ tương trợ đang ở giai đoạn khó khăn trong việc cạnh tranh với thị trường này và các quỹ chỉ số (các quỹ tương trợ tập trung vào việc kiếm lợi tức tương tự như dựa vào các chỉ số thị trường chung) đã trở nên ngày càng phổ biến hơn. Tầm quan trọng tăng lên của các nhà đầu tư có tổ chức cùng

với việc tập trung cao vào việc theo dõi các chỉ số thị trường đã làm tăng nhu cầu một thị trường lỏng hơn trong một khối (nhóm) các cổ phiếu dùng để theo dõi thị trường này,

Với sự cần thiết như vậy trong khu vực thị trường nói trên, một sự mở rộng tự nhiên tới các thị trường đã thành công trong các hợp đồng tài chính kỳ hạn đã diễn ra năm 1982. Sự đổi mới tài chính ở đây là việc mua bán các hợp đồng tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu tại Hội đồng thương mại Chicago (CBT), tại Thị trường thương mại Chicago (CME), tại Hội đồng thương mại Kansas City (KCBT) và tại Thị trường kỳ hạn New York (NYFE) - một chi nhánh của Thị trường chứng khoán New York. Việc mua bán các hợp đồng tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu nay đang là vấn đề tranh cãi (xem Bài đọc thêm 13.1) vì các nhà phê bình khẳng định rằng nó đã làm tăng tính bất định của thị trường một cách trầm trọng, đặc biệt trong các sự kiện như cuộc đổ vỡ ngày Thứ 2 đen (19 tháng 10 năm 1987) hoặc việc tụt 190 điểm của chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones (thứ 6 ngày 13/10/1989) (phần lớn xảy ra vào giờ mua bán chốt).

SỰ ĐỔI MỚI TÀI CHÍNH : CÁC TIẾN BỘ KỸ THUẬT

Sự phát triển kỹ thuật mới có thể kích thích việc đổi mới tài chính qua việc hạ thấp chi phí các dịch vụ và các công cụ tài chính mới và làm cho việc chào bán có lợi. Sử dụng kỹ thuật computer, đã hạ thấp một cách căn bản các chi phí trong quá trình giao dịch tài chính, đã trở nên thuận lợi cho mọi người sử dụng, dựa vào kỹ thuật mới này các tổ chức tài chính đã nghĩ ra được các dịch vụ và công cụ tài chính mới làm cho công chúng ưa thích. Ba ví dụ đó là các thẻ tín dụng, việc chứng khoán hóa và quốc tế hóa các thị trường tài chính, sẽ được thảo luận ở Bài đọc thêm 13.2.

Các thẻ tín dụng ngân hàng

Các thẻ tín dụng đã ra đời từ trước Chiến tranh Thế giới thứ 2 khá lâu. Nhiều cửa hàng riêng biệt (Sears, Macy's, Goldwater's) đã tổ chức ra các sổ mua chịu hàng tại các cửa hàng của họ bằng cách cung cấp cho các khách hàng những thẻ tín dụng, các thẻ này đã cho phép họ thực hiện các vụ mua hàng tại cửa hàng không cần tiền mặt. Trên phạm vi quốc gia thì mãi tới Chiến tranh Thế giới thứ 2 các thẻ tín dụng vẫn còn chưa được thiết lập. Sau Chiến tranh Thế giới thứ 2,

Diners Club đã đưa ra loại thẻ tín dụng trong các cửa hàng ăn trên khắp nước (và ở nước ngoài) mở đầu cho việc ứng dụng thẻ tín dụng trên phạm vi quốc gia. Hãng American Express và Carte Blanche đã bắt đầu các chương trình thẻ tín dụng tương tự, nhưng do chi phí hoạt động các chương trình này cao, nên các thẻ chỉ được phát hành tới các cá nhân và các doanh nghiệp có chọn lựa, đó là những người có khả năng mua các món hàng đắt tiền.

Tiền thu nhập của hãng phát hành các thẻ tín dụng là từ các món cho vay đối với người giữ thẻ tín dụng, từ tiền thanh toán mà các cửa hàng có bán hàng bằng các thẻ tín dụng (một tỉ lệ phần trăm của giá mua, ví dụ 5%). Các chi phí của một

BÀI ĐỌC THÊM 13.1

Việc mua bán theo chương trình và sự bảo hiểm danh mục chứng khoán : chúng có đáng bị khiển trách vì cuộc đổ vỡ thị trường cổ phiếu năm 1987 hay không ?

Do hậu quả của cuộc đổ vỡ Ngày thứ 2 đen (19/10/1987) trong đó thị trường cổ phiếu sụt giảm hơn 20% trong một ngày, các chiến lược mua bán liên quan đến các thị trường tài chính kỳ hạn dựa theo chỉ số giá cổ phiếu đã bị kết tội (ví dụ Ủy ban Brady) là thủ phạm trong vụ sụp đổ ở thị trường này. Một chiến lược như thế được gọi là "việc mua bán theo chương trình" liên quan đến việc mua bán trực tiếp bằng computer giữa các thị trường tài chính kỳ hạn theo chỉ số cổ phiếu và các cổ phiếu mà giá của chúng được phản ánh trong chỉ số giá cổ phiếu. Các việc mua bán theo chương trình được tiến hành để giữ giá của các hợp đồng tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu và giá của các cổ phiếu nằm ngang nhau (quá trình này được gọi là quá trình ác bít). Ví dụ, khi giá của các hợp đồng tài chính kỳ

hạn theo chỉ số giá cổ phiếu thấp hơn giá của những cổ phiếu nằm dưới giữ vai trò chỉ số một quãng khá xa, thì giới mua bán theo chương trình mua các hợp đồng tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá và bán ra các cổ phiếu nói trên. Các nhà bình luận của việc mua bán theo chương trình khẳng định rằng sự sụt giảm mạnh về giá các hợp đồng tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu vào Ngày thứ 2 đen đã dẫn đến việc bán ra một lượng lớn cổ phiếu trong thị trường cổ phiếu đó nhằm giữ cho giá cổ phiếu nằm cân xứng với giá của các hợp đồng tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu.

Một chiến lược mua bán khác, được gọi là "bảo hiểm danh mục chứng khoán" liên quan đến việc bảo hộ để phòng các suy giảm của thị trường cổ phiếu bằng

việc bán ra các hợp đồng tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu. Ý đồ đằng sau chiến lược đó là ở chỗ khi các giá cổ phiếu sụt giảm thì các giá hợp đồng tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu sụt giảm với chúng, do đó nhà đầu tư có thể thu được sự lợi vốn đối với các hợp đồng này, nó bù đắp các tổn thất đối với những cổ phiếu mà nhà đầu tư ấy đang nắm giữ. Một số chuyên gia kết tội rằng việc bảo hiểm danh mục chứng khoán đã làm nặng nề thêm cuộc đổ vỡ nói trên bởi vì họ cảm thấy rằng một ý muốn tăng cường bảo hộ các cổ phiếu dẫn đến bán hàng loạt các hợp đồng tài chính kỳ hạn ; điều đó giảm mạnh giá của các hợp đồng này ; và sự giảm này lại dẫn đến việc bán hàng loạt các cổ phiếu do giới mua bán theo chương trình bán hàng loạt cổ phiếu để giữ các giá trong giới hạn cân xứng.

Do họ thấy việc mua bán theo chương trình và / hoặc sự bảo hiểm chứng khoán có vai trò chủ yếu gây ra cuộc đổ vỡ thị trường tháng 10 năm 1987, những người

chỉ trích thị trường tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu đã ủng hộ việc hạn chế sự mua bán chúng. Đáp ứng lại, một số hãng môi giới cũng như các trung tâm giao dịch có tổ chức đã đặt ra những giới hạn đối với việc mua bán theo chương trình. Ví dụ, Thị trường chứng khoán New York đã kiểm chế việc mua bán theo chương trình được xử lý computer khi chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones thay đổi quá 50 điểm trong một ngày. Tuy nhiên, một số nhà kinh tế tài chính nổi tiếng (ví dụ, người đoạt giải Nobel Merton Miller thuộc Đại học Chicago) không chấp nhận giả thuyết rằng việc mua bán theo chương trình và việc bảo hiểm danh mục chứng khoán đã thúc đẩy cuộc đổ vỡ thị trường cổ phiếu nói trên. Họ tin rằng giá hợp đồng tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu trước hết phản ánh cũng các động lực kinh tế đã làm thay đổi giá cổ phiếu tức là những sự thay đổi trong việc đánh giá cơ bản về giá trị các cổ phiếu.

chương trình thẻ tín dụng tăng lên do các vụ vỡ nợ đối với món vay, do các thẻ bị mất trộm, và do các chi phí các liên quan đến quá trình giao dịch bằng thẻ tín dụng.

Các ngân hàng đã nhận ra sự thành công của Diners Club, American Express and Carte Blanche và muốn tham dự vào việc kinh doanh thẻ tín dụng có lợi nhuận này. Một vài ngân hàng thương mại đã cố gắng mở rộng việc kinh doanh thẻ tín dụng đó tới một thị trường rộng hơn vào các năm 1950, nhưng chi phí để cho các chương trình này hoạt động rất cao, do đó những cố gắng ban đầu của họ để thiết lập ngành kinh doanh thẻ tín dụng đã thất bại.

BÀI ĐỌC THÊM 13.2

Toàn cảnh

Việc quốc tế hóa các thị trường tài chính

Computer và thông tin viễn thông tiên tiến là một yếu tố quyết định theo sau việc quốc tế hóa các thị trường tài chính. Kỹ thuật chuyển các giá cổ phần và thông tin tức thời tới mọi nơi trên toàn thế giới đã làm cho các nhà buôn ở New York hay Tokyo không bị giam hãm nhiều giờ tại các trung tâm giao dịch cố tổ chức; họ có thể mua bán vào bất cứ lúc nào, ngày cũng như đêm. Chi phí thấp của thông tin viễn thông quốc tế đang tạo dễ dàng cho việc đầu tư ra nước ngoài, và chúng ta đang nhanh chóng chuyển tới một thế giới trong đó cổ phiếu và trái khoán sẽ được mua bán một cách quốc tế 24 giờ một ngày.

Tác động của thông tin viễn thông tiên tiến với việc quốc tế hóa các thị trường

tài chính đã được minh họa một cách gây ấn tượng bằng các sự kiện trong cuộc đổ vỡ Ngày thứ 2 đen năm 1987. Ngay trước cuộc đổ vỡ ngày 19/10/1987, đã có sự suy giảm quan trọng ở các thị trường cổ phiếu nước ngoài. Kết quả có một lượng phiếu bán khổng lồ vào lúc mở cửa các thị trường Mỹ vào ngày 19/10 và các giá cổ phiếu tại các trung tâm giao dịch đã tụt dốc. Sau đó, cuộc đổ vỡ này đã lan chuyển tới các thị trường nước ngoài, chúng cũng trải qua các suy sụp với mức độ trầm trọng tương tự. Dù tốt lên hoặc dù xấu đi, nay chúng ta đang sống trong một thế giới của các thị trường tài chính được phối hợp cao trong đó mọi người chúng ta phát đạt hoặc phá sản cùng với nhau.

Cuối những năm 1960, kỹ thuật computer được cải thiện, việc đó đã giảm chi phí các dịch vụ thẻ tín dụng, làm cho dễ có thể là các chương trình thẻ tín dụng ngân hàng dễ có thể mang lại lợi nhuận. Các ngân hàng đã cố đi vào hoạt động kinh doanh này một lần nữa, và nay những cố gắng của họ đã dẫn đến việc sáng tạo ra 2 chương trình thẻ tín dụng thành công: Bank Americard (lúc đầu, do Bank of America khởi sự, nhưng nay do một tổ chức độc lập gọi là VISA kế tục) và Master Card (Interbank Card Association). Các chương trình này đã thành công lớn, với số lượng thẻ tín dụng ngân hàng vào khoảng 200 triệu số. Những người tiêu dùng được hưởng lợi vì các thẻ tín dụng được chấp nhận một cách rộng rãi hơn khi thanh toán mua hàng hơn là các tấm séc (nhất là ở nước ngoài) và chúng cho phép người tiêu dùng vay tiền một cách dễ dàng hơn.

Chứng khoán hóa

Chứng khoán hóa là quá trình chuyển những tài sản chính không lỏng thành những công cụ thị trường vốn có thể chuyển nhượng được, và nó cũng được kích thích mạnh nhờ những tiến bộ trong kỹ thuật computer. Với việc ghi

chép sổ sách điện tử, các tổ chức tài chính thấy rằng với chi phí thấp họ có thể ghép một danh mục các món cho vay (ví dụ các món cho vay thế chấp) có hạng tiền nhỏ lại với nhau, thu thập các khoản tiền thanh toán gốc và lãi và sau đó chuyển chúng tới một bên thứ ba (thanh toán chúng). Trái quyền đối với các món tiền thanh toán gốc và lãi này có thể được đem bán cho một bên thứ 3 như một chứng khoán, và tổ chức tài chính thực hiện việc đó thu được một lợi nhuận, bằng dịch vụ chứng khoán hóa các khoản vay (thu thập các khoản thanh toán gốc và lãi và thanh toán chúng) và thu một khoản lệ phí.

Việc chứng khoán hóa khởi sự lần đầu tiên năm 1970 khi Hội cho vay thế chấp quốc gia của chính phủ (GNMA) đưa ra khái niệm về một chứng khoán "chuyển qua" tức là chứng khoán vay thế chấp khi nó bắt đầu một chương trình trong đó nó bảo đảm cho một vụ thanh toán gốc và lãi đúng hạn đối với một cụm các món cho vay thế chấp. Theo chương trình này, các tổ chức tài chính tư nhân, ví dụ các ngân hàng tiết kiệm cho vay, các ngân hàng thương mại có thể tập hợp một nhóm các món cho vay thế chấp có bảo đảm của GNMA thành một cụm, ví dụ, 1 triệu đôla và sau đó bán cụm này như một chứng khoán cho một bên thứ 3 (thường là một nhà đầu tư có tổ chức lớn, ví dụ như một quỹ tương trợ). Khi các cá nhân hoàn trả các món vay thế chấp của họ (các món vay thế chấp có bảo đảm GNMA) cho tổ chức tài chính đã cho họ vay, tổ chức tài chính này sẽ chuyển các khoản thanh toán này tới người sở hữu chứng khoán nói trên bằng cách gửi một séc có giá trị bằng tổng số tất cả các món thanh toán ấy. Do các khoản thanh toán ấy được GNMA bảo đảm, các "chứng khoán chuyển qua" có mức rủi ro bị vỡ nợ rất thấp.

Trong "chứng khoán chuyển qua" GNMA thông dụng, người mua có quyền sở hữu trực tiếp đối với danh mục các món cho vay thế chấp mà họ mua. Các kiểu chứng khoán cho vay thế chấp khác không cung cấp quyền sở hữu danh mục các món vay thế chấp đó cho người mua, và thay vào đó, chúng là các trách nhiệm thanh toán nợ của tổ chức đã cho vay các món vay thế chấp ấy, còn các món cho vay thế chấp này là vật thế chấp của tổ chức cho vay đó. Các chứng khoán cho vay thế chấp tiếp tục là dạng chứng khoán hóa phổ biến nhất. Chứng khoán hóa cho vay thế chấp đã mở rộng hết sức lớn, 2/3 của tất cả các món cho vay thế chấp mua nhà hiện tại là loại chứng khoán hóa, và có gần 1 ngàn tỉ đôla các món cho vay thế chấp chứng khoán hóa đang tồn dư.

Tuy vậy, việc chứng khoán hóa đã không dừng lại ở các món cho vay thế chấp: chứng khoán hóa các món cho vay mua ô tô, chứng khoán hóa những khoản

thu của thẻ tín dụng, chứng khoán hóa các món cho thuê thương mại và các món cho thuê computer đã bắt đầu vào giữa các năm 1980. Các món cho vay mua ô tô chứng khoán hóa, được gọi là CARS hoặc FASTBAC (xem Bài đọc thêm 13.3) với số phát hành chỉ có 900 triệu đôla vào năm 1985 đã tăng trưởng thành một thị trường 10 tỉ đôla năm 1986. Năm 1989, các khoản thu về thẻ tín dụng chứng khoán hóa đã có số dư vượt quá 30 tỉ đôla. Các chuyên gia dự tính rằng chứng khoán hóa không thể chấp sẽ là một thị trường trên 100 tỉ đôla trong ít năm tới đây.

Kỹ thuật computer cũng đã giúp cho các tổ chức tài chính có thể làm phù hợp chứng khoán hóa để tạo ra các chứng khoán có các dòng tiền thanh toán được coi là đặc biệt mong muốn trong thị trường này. Các trái khoán thế chấp có bảo đảm (CMO) là những trái khoán để chuyển đi các khoản thanh toán từ một danh mục vay thế chấp, là một ví dụ tốt về việc làm phù hợp như vậy. Việc computer hóa giúp cho CMO có thể được tách ra thành 4 cấp hoặc "đợt". Ba cấp đầu tiên nhận tiền thanh toán lãi theo lãi suất coupon đối với CMO này, với cấp I được nhận trước tiên các khoản thanh toán tiền gốc và tiền trả trước từ số tiền góp bảo đảm của các món vay thế chấp. Sau khi các trái khoán cấp I được thanh toán, các khoản thanh toán gốc và các khoản trả trước được dùng để tiếp tục thanh những cấp trái khoán còn lại. Cấp thứ 4, được gọi là trái khoán "tích lũy" hoặc trái khoán "Z", nhận được tiền lãi và gốc chỉ sau khi ba cấp khác đã được thanh toán. CMO có tiền lãi và gốc chỉ sau khi ba cấp khác đã được thanh toán. CMO có điều lợi là nó bao gồm những trái khoán có hạn kỳ thanh toán ngắn (cấp I) và hạn kỳ thanh toán dài (9 cấp 3 và Z), như vậy làm tăng thị trường tiềm ẩn của nó.

Việc chứng khoán hóa sẽ không thể thực hiện được nếu thiếu kỹ thuật computer hiện đại (bạn hãy hình dung ra chi phí để thu thập các khoản thanh toán và gửi trả chúng bằng tay), nhưng kỹ thuật không là yếu tố duy nhất thúc đẩy nó; chính phủ cũng đã đóng một vai trò quan trọng. Việc chứng khoán hóa được bắt đầu lần đầu tiên với sự bảo đảm của GNMA cho các khoản thanh toán tiền vay thế chấp và ngay cả hiện nay, liên quan đến phần lớn các tài sản được bảo đảm trực tiếp hay gián tiếp bởi chính phủ. Các qui tắc thuế cũng đã kích thích các công cụ chứng khoán hóa mới. Một sự thay đổi của các quy định của IRS (cơ quan thu thuế Quốc hội Mỹ) đã giúp cho việc đầu tư cho vay thế chấp bất động sản (REMIC) có thể tiến hành được, về cơ bản chúng là các CMO (nghĩa vụ cho vay thế chấp có bảo đảm) với sự đối xử thuận lợi hơn về thuế.

BÀI ĐỌC THÊM 13.3

Điều gì có trong một cái tên ?

Như mọi người trong kinh doanh quảng cáo đều biết, có một sản phẩm tốt vẫn chưa đủ, mà còn cần thêm một cái tên ưa thích. Ngay cả Wall Street Journal nay cũng công nhận rằng tên của một chứng khoán có thể là một công cụ marketing. Merrill Lynch đã khởi đầu xu hướng này khi nó đặt tên cho trái khoán giảm giá sâu của nó là TIGR (Treasury Investment Growth Receipts). Salomon Brothers tiếp sau ngay với cái tên CABS (Certificates of Accrual on Treasury Securities). Giới hoạt động chứng khoán hóa cũng đã cho ra đời loạt các tên của mình.

Salomon Brothers đã đặt tên cho chứng khoán cho vay mua ô tô của mình là CARs (Certificates of Automobile Receivables), trong khi đó Drexel Burnham đã gọi các món cho vay mua ô tô chứng khoán hóa của mình là FASTBATS (First Automotive Short-Term Bonds and Certificates). Các giấy bảo thu, thẻ tín dụng, chứng khoán hóa đã được đặt tên một cách khá tự nhiên là CARDS (Certificates for Amortizing Revolving Debt). Ai biết được họ sẽ tiếp tục nghĩ ra những cái tên đúng một nào khác nữa ?

SỰ ĐỔI MỚI TÀI CHÍNH : SỰ NÉ TRÁNH CÁC QUY ĐỊNH HIỆN CÓ

Từ trước chúng ta đã thấy rằng việc đổi mới tài chính có thể xảy ra do sự mong muốn giảm rủi ro và khai thác kỹ thuật mới nhằm tạo ra lợi nhuận. Tương tự, việc điều hành có thể dẫn tới đổi mới tài chính qua việc tạo ra những ý muốn ở các hãng kinh doanh tìm cách đi vòng qua các quy định đang hạn chế khả năng kiếm lợi nhuận của họ. Edward Kane mô tả quá trình né tránh các quy định như "việc khai mỏ luôn lách". Sự phân tích kinh tế về đổi mới nói trên gợi ra rằng khi những gò ép do quy định gây ra là nặng nề đến mức mà người ta có thể tạo ra những lợi nhuận lớn bằng việc tránh né quy định, thì việc "khai mỏ luôn lách" và việc đổi mới dễ có thể xảy ra.

Như chúng ta đã thấy ở các chương trước, công nghiệp hoạt động ngân hàng là một trong những công nghiệp được điều hành một cách chặt chẽ nhất ở Mỹ. Do vậy, nó là một công nghiệp trong đó việc khai mỏ luôn lách đặc biệt dễ có thể xảy ra. Việc tăng lạm phát và lãi suất từ cuối những năm 1960 tới năm 1980 đã

khuyến cho những gò ép luật lệ áp đặt lên ngành công nghiệp này thậm chí nặng nề hơn. Trong những tình huống như vậy, chúng ta đã dự đoán rằng nhịp điệu đổi mới tài chính trong hoạt động ngân hàng sẽ nhanh hơn, và thực tế, nó quả là đã như vậy.

Các quy định đằng sau sự đổi mới tài chính

Hai nhóm quy định đã hạn chế một cách nghiêm trọng khả năng kiếm lợi nhuận của các ngân hàng : (1) các dự trữ bắt buộc, buộc các ngân hàng duy trì một phần nhất định các khoản tiền gửi vào ngân hàng của họ làm các khoản dự trữ và (2) các hạn chế về lãi suất có thể được thanh toán cho các món tiền gửi. Vì các lý do sau đây, các quy định này đã nằm trong số những sức mạnh chủ yếu đằng sau sự đổi mới tài chính trong những năm gần đây.

Các dự trữ bắt buộc. Chìa khóa để hiểu vì sao các dự trữ bắt buộc tác động đến đổi mới tài chính là nhận ra rằng thực tế, chúng tác động như một thứ thuế đánh vào các món tiền gửi. Do Fed không thanh toán lãi suất cho các khoản dự trữ, chi phí cơ hội của việc lưu giữ chúng là tiền lãi mà một ngân hàng có thể kiếm được nếu đem các khoản tiền dự trữ đó ra cho vay. Do đó với mỗi đôla tiền gửi các dự trữ bắt buộc áp đặt một chi phí lên ngân hàng đó bằng với lãi suất có thể thu được nếu các khoản dự trữ đó có thể được đem cho vay (i), nhân với phần tiền gửi bắt buộc giữ lại làm dự trữ (r_D). Khoản chi phí $i \times r_D$ được áp đặt lên ngân hàng đó đúng là một khoản thuế đánh vào số tiền gửi ngân hàng, $i \times (r_D)$.

Tránh các loại thuế nếu có thể - đây là một truyền thống mạnh mẽ, và các ngân hàng không hành động khác đi. Đúng như những người đóng thuế tìm kiếm các lối thoát để hạ thấp các hóa đơn thuế của họ, các ngân hàng tìm kiếm cách nâng cao lợi nhuận của họ bằng cách khai mỏ luồn lách và bằng cách tạo ra các sự đổi mới tài chính mới mẻ cho phép họ vượt qua "món thuế" đánh vào các món tiền gửi mà các dự trữ bắt buộc áp đặt cho họ.

Các hạn chế về lãi suất trả cho các món tiền gửi. Tới năm 1980, luật pháp về ngân hàng đã cấm các ngân hàng (trừ ở một số rất ít tiểu bang) không được thanh toán lãi suất cho các món tiền gửi ở dạng tài khoản séc, và thông qua Quy định Q, Fed đã đặt các giới hạn cực đại đối với lãi suất có thể được thanh toán cho các món tiền gửi có kỳ hạn. Sự mong muốn tránh các điều hạn chế này về lãi suất thanh toán cho các món tiền gửi (được gọi là **trần lãi suất tiền gửi**) - cũng đã tạo ra các đổi mới về tài chính.

Nếu lãi suất thị trường vượt quá các lãi suất cực đại mà các ngân hàng thanh toán cho các món tiền gửi có kỳ hạn theo Quy định Q, thì những người gửi tiền rút vốn khỏi các ngân hàng để đặt vào những chứng khoán mang lại lãi suất cao hơn. Việc mất đi các món tiền gửi này khỏi hệ thống ngân hàng đã hạn chế số tiền vốn mà các ngân hàng có thể cho vay (gọi là sự **giảm trung gian**) và như vậy đã hạn chế các lợi nhuận ngân hàng. Các ngân hàng muốn đi vòng qua các trần lãi suất tiền gửi bởi vì, làm như thế, họ mới có thể thu được vốn để cho vay và kiếm được lợi nhuận cao hơn.

Nay chúng ta có thể xem xét việc muốn né tránh những hạn chế đối với các khoản trả lãi suất đó và "thuê" do các dự trữ bắt buộc đã dẫn đến một vài sự đổi mới tài chính như thế nào.

Eurodollars và thương phiếu ngân hàng

Vào cuối những năm 1960, lạm phát đang gia tăng và (theo sự phân tích của chúng ta về hiệu ứng Fisher ở Chương 6) các lãi suất đã bắt đầu tăng. "Thuê" đánh vào các khoản tiền gửi cho dự trữ bắt buộc tạo ra, $i \times r_D$, cũng đã bắt đầu tăng, và các ý muốn né tránh loại "thuê" này cũng đã tăng. Ngoài ra, các lãi suất cao nghĩa là các lãi suất thị trường đã vượt quá lãi suất cực đại có thể thanh toán cho các món tiền gửi có kỳ hạn theo Quy định Q, và do các lãi suất thị trường sau đó đã tăng tới những mức cao kỷ lục vào năm 1969, các nhà đầu tư đã giảm tiền gửi có kỳ hạn để đầu tư vào các chứng khoán mang lại lãi suất cao hơn. Vào cuối các năm 1960, các ngân hàng thương mại rất muốn tìm các khoản tiền vốn mới sao cho chúng: (1) sẽ không phải chịu các dự trữ bắt buộc và do đó sẽ không phải chịu món thuế $i \times r_D$, và (2) không phải chịu cái trần lãi suất do Quy định Q đặt ra.

Như phân tích kinh tế về đổi mới trước đây dự báo, các ngân hàng đã bắt đầu phá các lối thoát và đã tìm ra 2 nguồn vốn tránh được các dự trữ bắt buộc và các trần lãi suất tiền gửi: Eurodollars và thương phiếu ngân hàng. Do Eurodollars (các món tiền gửi ở nước ngoài gọi tên theo đồng đôla) đã được vay từ các ngân hàng ở bên ngoài nước Mỹ, chúng không phải chịu các tiền dự trữ bắt buộc hoặc chịu các đòi hỏi của Quy định Q. Tương tự, thương phiếu do một công ty mẹ nắm giữ ngân hàng phát hành đã không bị xử lý như các món tiền gửi và do đó đã không phải chịu sự chi phối của các quy định này. Không có gì ngạc nhiên, các thị trường cho Eurodollars và thương phiếu ngân hàng đã bắt đầu mở rộng một cách nhanh chóng vào cuối những năm 1960.

Các tài khoản NOW, các tài khoản ATS và các RP ngắn hạn

Việc tăng các lãi suất vào cuối những năm 1960, điều đã khiến cho việc né tránh các hạn chế về lãi suất tiền gửi trở thành có lợi, cũng đã kích thích việc phát triển những loại tài khoản séc mới. Do các trần của Quy định Q, các ngân hàng tiết kiệm và cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương trợ đã bị cú đòn đặc biệt nặng do sự tăng lãi suất vào cuối những năm 1960 tạo ra. Họ đã mất số tiền vốn lớn vào tay những công cụ tài chính lãi suất cao hơn, và họ cần phải tìm những nguồn vốn mới để tiếp tục cho vay sinh lợi.

Năm 1970, do kết quả của việc "khai mớ luân lách" kiên nhẫn, một ngân hàng tiết kiệm tương trợ ở Massachusetts đã dò đúng vàng nhờ tìm ra một lối thoát trong việc bị cấm thanh toán lãi suất cho các tài khoản séc. Thực ra, bằng cách gọi một séc là một Lệnh rút tiền chuyển nhượng (NOW), các tài khoản mà NOW phát ra đã không là các tài khoản séc theo pháp luật. Như thế, các tài khoản NOW không phải chịu sự chi phối của các quy định áp dụng cho các tài khoản séc và có thể thanh toán tiền lãi. Vào tháng 5 năm 1972, sau 2 năm tranh chấp, các ngân hàng tiết kiệm tương trợ ở bang Massachusetts đã được phép phát hành các tài khoản NOW có thanh toán lãi. Rồi sau đó, vào tháng 11 năm 1972, tòa án ở New Hampshire đã chấp thuận các tài khoản NOW.

Các tài khoản NOW đã thành công lập tức ở New Hampshire và Massachusetts, và chúng giúp các ngân hàng tiết kiệm & cho vay, tiết kiệm tương trợ ở các bang đó có thể kiếm được các lợi nhuận cao hơn bởi vì họ đã có khả năng lôi cuốn nhiều vốn hơn để sau đó đem chúng ra cho vay. Do các ngân hàng thương mại không muốn có sự cạnh tranh của những trung gian tài chính khác đối với các tiền gửi ở dạng tài khoản séc (vào lúc ấy theo pháp luật chỉ có các ngân hàng thương mại được phép phát hành các tài khoản séc), họ đã tiến hành một cuộc vận động để ngăn chặn sự lan rộng của các tài khoản này sang các tiểu bang khác. Kết quả là Quốc hội đã ban hành những luật lệ vào tháng 1/1974 hạn chế các tài khoản NOW đối với New England. Luật pháp năm 1980 sau cùng đã cho phép các tài khoản NOW tồn tại trên phạm vi quốc gia tại các ngân hàng tiết kiệm & cho vay, tiết kiệm tương trợ và các ngân hàng thương mại, trong khi ấy các tài khoản tương tự là các tài khoản rút tiền từng phần được phép có ở các liên hiệp tín dụng.

Một đổi mới khác giúp cho các ngân hàng có thể thanh toán một cách có hiệu quả tiền lãi cho các tài khoản séc đó là tài khoản ATS (automatic transfer from savings). Trong trường hợp này, một tài khoản séc tự động có các số dư cao hơn một mức tiền nào đó được chuyển vào một tài khoản tiết kiệm và từ đó được

hưởng lãi. Khi một séc được pháp theo một tài khoản ATS nói trên, số tiền cần thiết để bù cho tám séc vừa phát được chuyển một cách tự động từ tài thiết để bù cho tám séc vừa phát được chuyển một cách tự động từ tài khoản tiết kiệm nói trên vào tài khoản séc này. Như thế các số dư có hưởng lãi trong một tài khoản tiết kiệm thực tế là một phần tài khoản séc của người gửi tiền này, bởi vì chúng sẵn có để phát séc. Tuy vậy, theo pháp luật, chính tài khoản tiết kiệm đó chứ không phải tài khoản séc này mang lại lãi cho người gửi tiền ấy.

Các ngân hàng thương mại cung cấp một phương án về tài khoản ATS nói trên cho những công ty gửi tiền cho họ, nó dẫn đến việc sử dụng một "tài khoản lướt" (sweep account) để thực hiện các hợp đồng mua lại qua đêm (RP = repurchase agreements). Trong phương thức dàn xếp này, bất kỳ số dư nào cao hơn một số tiền nhất định nào đó trong tài khoản séc của một công ty vào cuối một ngày kinh doanh được "lướt nhanh" khỏi tài khoản này và được đầu tư vào các hợp đồng mua lại ngắn hạn (RPs), như thế mang lại cho công ty tiền lãi. (Như bạn có thể nhớ lại từ Chương 3, RP là một hợp đồng trong đó một công ty mua các tín phiếu kho bạc mà ngân hàng đồng ý mua lại vào ngày hôm sau với một giá hơi cao hơn). Một lần nữa, tuy tài khoản séc đó không thanh toán tiền lãi theo pháp lý, nhưng thực tế công ty nói trên đang nhận tiền lãi theo các số dư sẵn sàng để phát séc.

Sự đổi mới tài chính về các tài khoản ATS và các dàn xếp RP qua đêm đã được kích thích không chỉ bởi các trần lãi suất tiền gửi, mà còn bởi kỹ thuật mới. Nếu không có các computer với chi phí thấp để thực hiện một cách không tốn kém các giao dịch bổ sung cho các tài khoản này, thì không một đổi mới nào trong hai đổi mới này có thể mang lại lợi nhuận và do đó sẽ không được phát triển. Các yếu tố kỹ thuật thường kết hợp với các khuyến khích khác, ví dụ như sự mong muốn đi vòng qua các điều hạn chế các lãi suất tiền gửi, để tạo ra sự đổi mới về tài chính.

Các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ

Sự mong muốn né tránh các trần lãi suất tiền gửi (các mức lãi suất tối đa được phép) và "thuê" mà tiền dự trữ bắt buộc áp đặt cho các món tiền gửi đã dẫn đến việc ra đời của các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ. Các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ phát hành các cổ phần, các cổ phần này là loại có thể mua lại được ở một giá cố định (thường là 1 đôla) bằng cách phát các séc. Ví dụ, nếu bạn mua 5000 cổ phần (5000 đôla), quỹ thị trường tiền tệ này dùng tiền vốn này để đầu tư vào các chứng khoán thị trường tiền tệ ngắn hạn (các tín phiếu kho bạc, các chứng từ gửi tiền, thương phiếu) chúng cho bạn các khoản tiền lãi. Ngoài ra, bạn có thể phát

séc lên tới 5000 đôla (được giữ như là các cổ phần trong quỹ thị trường tiền tệ nói trên). Tuy các cổ phần của quỹ tương trợ thị trường tiền tệ thực tế tác dụng như các món tiền gửi tài khoản séc mang lại tiền lãi, chúng không phải là các món tiền gửi (theo pháp lý) và do đó không phải chịu các tiền dự trữ bắt buộc hoặc các ngân cấm về tiền thanh toán lãi. Vì lý do này, chúng có thể mang lại các lãi suất cao hơn so với các món tiền gửi tại các ngân hàng.

Quỹ tương trợ thị trường tiền tệ đầu tiên đã được lập ra do 2 nhân vật độc lập của Wall Street là Bruce Bent và Henry Brown, vào năm 1971. Tuy nhiên, các lãi suất thị trường thấp từ năm 1971 đến năm 1977 (chúng đã chỉ hơi cao hơn so với các trần $5^{1/4}$ đến $5^{3/2}$ của Quy định Q một chút) đã làm cho các quỹ này không đặc biệt có lợi so với các món tiền gửi ngân hàng. Đầu năm 1978, tình trạng nói trên thay đổi nhanh chóng khi các lãi suất thị trường bắt đầu vượt lên tới hơn 10%, cao hơn nhiều so với mức cực đại $5^{1/2}\%$ có thể được thanh toán cho các tài khoản tiết kiệm và cho các tiền gửi có kỳ hạn theo Quy định Q. Năm 1977, tài sản có của các quỹ nói trên đã tăng tới gần 10 tỉ đôla, năm 1979 tới trên 40 tỉ đôla và năm 1982 tới 230 tỉ đôla. Hiện nay các tài sản có của họ vào khoảng 500 tỉ đôla. Ít ra thì các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ đã là một đổi mới tài chính thành công, đó đúng là điều mà chúng ta đã tự báo trước đây vào thời kỳ cuối những năm 1970 và đầu những năm 1980 khi các lãi suất đang vọt lên so với những mức cực đại mà Quy định Q áp đặt.

SỰ ĐỔI MỚI TÀI CHÍNH : SỰ ĐÁP ỨNG CỦA BÊN ĐIỀU HÀNH

Cũng như các tổ chức tài chính thay đổi để đáp ứng với sự điều hành, các cơ quan có thẩm quyền điều hành thay đổi các quy định của mình để đáp ứng với sự đổi mới tài chính. Quá trình này có thể xem như trò chơi mèo và chuột giữa các tổ chức tài chính và những người điều hành, trong đó họ thích nghi một cách liên tiếp với nhau.

Hai mục tiêu chính của các cơ quan có thẩm quyền điều hành đã chi phối sự đáp ứng của các cơ quan này so với sự đổi mới tài chính trong 25 năm qua : (1) thúc đẩy khuyến khích sở hữu nhà ở như đã được phản ánh trong các cố gắng của các cơ quan có thẩm quyền điều hành để bảo đảm các dòng tiền vốn đi vào các tổ chức phát hành cho vay thế chấp ; và (2) khuyến khích sự ổn định trong hệ thống tài chính như đã được phản ánh trong các cố gắng ngăn ngừa các vụ vỡ nợ ngân hàng.

Thay đổi việc điều hành hoạt động ngân hàng trong những năm 1960 và những năm 1970

Chúng ta đã thấy rằng một khi các lãi suất thị trường đã bắt đầu tăng vượt quá các mức cực đại theo Quy định Q về các lãi suất tiền gửi trong thời kỳ giữa các năm 1960, thì tiền vốn bắt đầu từ bỏ các tổ chức gửi tiền, nhất là các ngân hàng tiết kiệm và cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương trợ. Do các ngân hàng tiết kiệm và cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương trợ là những nơi phát hành các món cho vay thế chấp mua nhà quan trọng nhất, việc mất đi các món tiền gửi của họ có nghĩa là có rất ít vốn để phát hành các món cho vay thế chấp mua nhà. Do đó, để khuyến khích các dòng tiền vốn đi vào các tổ chức phát hành các món cho vay thế chấp này, Fed đã chỉnh lại các mức cực đại của quy định Q để cho phép các ngân hàng tiết kiệm và cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương trợ thanh toán các lãi suất hơi cao hơn (khoảng 1/4 của một phần trăm) cho tiền gửi có kỳ hạn của họ so với các ngân hàng thương mại có thể thanh toán cho các tiền gửi không kỳ hạn của họ. Ngoài ra, để làm cho mọi tổ chức bình đẳng với nhau hơn, các mức lãi suất cực đại tiền gửi theo Quy định Q đã được mở rộng áp dụng tới các tổ chức trước đây chưa bị điều hành như các liên hiệp tín dụng.

Các cơ quan điều hành cũng đã theo đuổi một chiến lược thứ hai để làm nhụt bớt các công cụ thị trường tài chính nào sẽ cạnh tranh với các món tiền gửi. Họ đã thuyết phục được kho bạc Mỹ năm 1970 tăng hạng tiền tối thiểu của tín phiếu kho bạc tới 10.000 đôla, do đó những người tiết kiệm có món tiền nhỏ sẽ buộc phải gửi tiền tiết kiệm của họ vào các ngân hàng tiết kiệm & tương trợ và các ngân hàng tiết kiệm và cho vay. Ngoài ra các cơ quan điều hành đã khuyến khích các công ty nắm giữ ngân hàng và các công ty không phát hành các món nợ có hạng tiền nhỏ. Chiến lược này đã phân biệt đối xử chống lại những người tiết kiệm được các món tiền nhỏ (nói chung những người có thu nhập thấp), những người này đã bị cản trở không kiếm được các lãi suất thị trường. Ngược lại, những người tiết kiệm được các món tiền lớn (nói chung là những người có thu nhập cao) có đủ tiềm lực để mua các chứng khoán có hạng tiền lớn và thu được các lãi suất thị trường. Chiến lược phân biệt đối xử chống lại những người có thu nhập thấp nói trên vừa là dị thường vừa là có vẻ hơi nghịch lý; phần lớn chúng ta không biện hộ cho một chính sách chống Robin - Hood tức là lấy của người nghèo cho người giàu.

Tuy các mức trần lãi suất tiền gửi đã tác dụng theo chương trình ngắn hạn để

cung cấp vốn cho các tổ chức phát hành các món cho vay thế chấp, sự đổi mới tài chính đã tác dụng để phá hủy các qui định này. Cuối những năm 1970, sự thành công của các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ và các hợp đồng mua lại qua đêm đang làm cho các tổ chức phát hành các món cho vay thế chấp bị mất nhiều món tiền gửi đến nỗi tiềm lực tài chính của họ bị đe dọa nghiêm trọng. Một giải pháp tạm thời lúc ấy là cho phép các tổ chức này phát hành các chứng từ thị trường tiền tệ (money market certificates - MMC), các chứng từ này thanh toán lãi suất thị trường. Một đặc điểm đáng chú ý của sự thay đổi điều hành này là ở chỗ nó đã tiếp tục phân biệt đối xử chống lại những người tiết kiệm với các món tiền nhỏ, bởi vì các chứng từ này đã được phát hành ở hạng tiền 10.000 đôla. Các MMC hạng tiền lớn ngăn không cho những người tiết kiệm món tiền nhỏ chuyển sang các chứng từ này. Điều này giúp cho các tổ chức phát hành cho vay thế chấp có thể nắm giữ các món tiền gửi chịu phí tổn thấp của họ và như vậy có một chi phí chung về vốn thấp hơn.

Năm 1980, sau tất cả các thay đổi về điều hành để giúp đỡ các ngân hàng tiết kiệm & cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương trợ như thế. Việc tăng liên tục của các lãi suất đã đưa họ vào những khó khăn tài chính thậm chí còn nặng nề hơn, và các ngân hàng thương mại cũng bị đe dọa như thế. Đã đến lúc cần có một cải tổ tài chính quan trọng, và nó đã xuất hiện dưới hình thức ban hành đạo luật của Quốc hội - Đạo luật 1980 về giải trừ quy định đối với các tổ chức gửi tiền và về kiểm soát tiền.

Đạo luật 1980 về giải trừ quy định đối với các tổ chức gửi tiền và về việc kiểm soát tiền

Như thường thấy mỗi khi ban hành luật pháp quan trọng, người ta luôn cố gắng làm vui lòng càng nhiều càng tốt các bên đối lập để nâng cao cơ may cho luật pháp ấy được thông qua. Một mục đích quan trọng của Đạo luật về giải trừ quy định đối với các tổ chức gửi tiền và về việc kiểm soát tiền (DIDMCA) khi ấy là giúp đỡ các tổ chức phát hành cho vay thế chấp (các công ty tiết kiệm & cho vay và các ngân hàng tương trợ tiết kiệm). Các tổ chức này được phép cạnh tranh một cách có hiệu quả hơn chống lại các ngân hàng thương mại qua việc cho họ được quyền rộng rãi hơn về các món cho vay mà họ có thể thực hiện. Ví dụ các tổ chức tiết kiệm và cho vay mà các món cho vay của họ trước đó đã bị hạn chế trong phạm vi cho vay thế chấp thì bây giờ đã được phép đầu tư tới 20% tài sản có của họ vào các món cho vay người tiêu dùng, thương phiếu và trái khoán công ty. Các ngân hàng tiết kiệm tương trợ đã được phép thực hiện cho vay thương mại lên tới

5% tài sản có của họ và đã được phép mở các tài khoản séc gắn liền với các món cho vay này. Ngoài ra, các tổ chức tiết kiệm & cho vay đã được phép mở rộng ra các phạm vi kinh doanh mới như các dịch vụ ủy thác và thẻ tín dụng.

DIDMCA cũng chấp nhận các tài khoản NOW và ATS trên phạm vi quốc gia tại tất cả các tổ chức gửi tiền, do đó đồng thời cho phép tất cả các tổ chức này cạnh tranh một cách hiệu quả hơn chống lại các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ. Nó cũng đã yêu cầu loại bỏ dần dần Quy định Q và hoàn tất việc đó vào năm 1986, và lập ra Ủy ban về giải trừ quy định đối với các tổ chức gửi tiền (Depository Institutions Deregulation Committee) gồm các đại diện của Fed, kho bạc, FDIC, Hội đồng về ngân hàng cho vay mua nhà của liên bang, và Cơ quan quản trị các liên hiệp tín dụng quốc gia để giám sát việc loại bỏ nói trên. Các điều khoản của DIDMCA không những chỉ có lợi cho các tổ chức phát hành cho vay thế chấp, mà chúng cũng tạo thuận lợi cho các ngân hàng thương mại và các liên hiệp tín dụng, như thế giành được sự ủng hộ của họ đối với việc ban hành luật pháp này. Các điều khoản này là hợp lòng dân bởi vì chúng cho phép những người gửi tiền thu được tiền thanh toán lãi cao hơn đối với tiền gửi của họ.

Các điều khoản khác của DIDMCA liên quan đến việc loại bỏ các trần lãi suất đối với các món cho vay thế chấp và đến việc loại bỏ trong 3 năm các lãi suất cực đại đối với một số cho vay kinh doanh và cho vay nông nghiệp vượt quá 25.000 đôla⁽³⁾. Cuối cùng DIDMCA đã qui định các dự trữ bắt buộc thống nhất đối với tất cả các tổ chức gửi tiền và đã cho phép tất cả các tổ chức này tiếp cận với các cơ sở của Dự trữ Liên bang, ví dụ như dịch vụ cửa sổ chiết khấu và các dịch vụ thanh toán séc của Fed. Nhóm các điều khoản cuối cùng này đặt tất cả các tổ chức nói trên vào một vị trí bình đẳng và đã khiến chúng dễ là đối tượng để Fed kiểm tra hơn. Fed đã tích cực biện hộ cho các điều khoản loại này để ngăn chặn tổn thất của các thành viên của hệ thống Dự trữ Liên bang và cải thiện việc kiểm soát tiền.

Tác động của DIDMCA. Sự phát triển rộng rãi của các món tiền gửi theo tài khoản NOW và ATS sau khi chúng được DIDMCA cho phép bắt đầu từ năm 1981 đã tăng đột ngột với số tiền gửi loại này từ 27 tỉ đôla tới 101 tỉ đôla từ năm 1980 đến 1982. Tuy nhiên, các trần lãi suất tiền gửi lúc ấy đang được dần dần loại bỏ và các lãi suất thị trường đã tăng tới các mức kỷ lục năm 1981-1982, các quỹ

(3). Tuy nhiên, cả 2 điều khoản này đã cho phép các tiểu bang áp dụng trở lại các trần lãi suất nếu họ đã ban hành trước ngày 1/4/1983.

tương trợ thị trường tiền tệ đã tiếp tục tăng trưởng nhanh chóng (tính trung bình là 76 tỉ đôla năm 1980 và 230 tỉ đôla năm 1982). Kết quả là, các ngân hàng tiết kiệm & cho vay, các ngân hàng tiết kiệm tương trợ đang mất đi các món tiền gửi đồng thời chi phí cho số tiền vốn thu nhận được tăng cao hơn. Như chúng ta đã thấy ở Chương 11, kết quả là số các vụ vỡ nợ chưa từng có của các tổ chức này kể từ sau Chiến tranh Thế giới thứ II. Bởi thế, cần có các điều luật sửa đổi hơn nữa để giúp đỡ các tổ chức này.

Đạo luật về các tổ chức gửi tiền (Garn - St Germain) năm 1982

Vào tháng 10 năm 1982, Đạo luật về các tổ chức gửi tiền (Garn - St Germain) đã được thông qua để đối phó với tình trạng khẩn cấp tức thời xuất phát từ các vụ vỡ nợ ngân hàng tiết kiệm & cho vay và tiết kiệm tương trợ chưa từng có (hơn 250 vụ năm 1982). Để cạnh tranh hữu hiệu hơn với các qui thị trường tiền tệ, các tổ chức gửi tiền đã được phép chào bán các Tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ (MMDA), chúng cung cấp các dịch vụ có thể so sánh với các qui tương trợ thị trường tiền tệ và không bị chi phối bởi các mức lãi suất cực đại của Quy định Q hoặc của những dự trữ bắt buộc. Vì các tổ chức gửi tiền có thể thanh toán các lãi suất cao hơn cho các tài khoản này, do đó chúng ta đã trở nên được vô cùng ưa chuộng: Cuối năm, 1983, các món tiền gửi MMDA đã tăng tới gần 400 tỉ đôla và nay khoảng 500 tỉ đôla.

Đạo luật Garn - St Germain đã bổ sung các điều khoản để giúp các ngân hàng tiết kiệm & cho vay và tiết kiệm tương trợ. Vào năm 1984 các ngân hàng tiết kiệm & cho vay và tiết kiệm tương trợ có đặc quyền liên bang đã được phép đầu tư tới 10% tài sản có của mình vào cho vay thương mại, và số tiền cực đại cho người tiêu dùng vay đã được tăng tới 30% tài sản có của họ. Do có điều khoản đó đã đặt các tổ chức này vào vị trí từ ngang bằng hơn với các ngân hàng thương mại. Đạo luật Garn - St Germain đòi hỏi rằng từ ngay trong năm 1984, các mức lãi suất cực đại theo Quy định Q sẽ phải được áp dụng đều cho tất cả các tổ chức gửi tiền cho đến khi chúng hết hiệu lực vào năm 1986.

Một nhóm điều khoản cuối cùng đã được qui định để hỗ trợ FDIC và FSLIC đối phó với tình trạng khẩn cấp do các vụ vỡ nợ ngân hàng gây ra. Ví dụ, FDIC và FSLIC đã được trao quyền khẩn cấp để hợp nhất các tổ chức bị khó khăn qua các biên giới tiểu bang hoặc hợp nhất tổ chức tiết kiệm (các ngân hàng tiết kiệm tương trợ và tiết kiệm & cho vay) vào các ngân hàng thương mại.

Tác động của Đạo luật Garn - St Germain. Tác dụng thực sự của đạo luật Garn - St Germain được kết hợp với việc ban hành Đạo luật DIDMCA trước đó (vào năm 1980), là đã khiến cho hệ thống hoạt động ngân hàng thành ra một tổng thể cạnh tranh hơn : Tất cả các tổ chức gửi tiền khác nhau đã trở nên mờ nhạt. Tuy các qui định sửa đổi trong DIDMCA và Đạo luật Garn - St Germain đã tạo được lợi ích do có một hệ thống ngân hàng cạnh tranh hơn, nhưng nó cũng đã dẫn đến tăng thêm nhiều rủi ro ở các tổ chức tiết kiệm & cho vay, và điều này đã đưa đến hậu quả tai hại như chúng ta đã thấy ở Chương 11. Việc bảo lãnh công nghiệp tiết kiệm & cho vay trong Đạo luật về cường chế, khôi phục và cải tổ các tổ chức tài chính (FIRREA) năm 1989 đã được mô tả trong chương trước. Một đặc điểm quan trọng nữa của FIRREA là ở chỗ nó đã tăng cường sự điều hành công nghiệp tiết kiệm & cho vay. Nó tăng mạnh các đòi hỏi về vốn đối với các tổ chức tiết kiệm & cho vay, hạn chế các hoạt động đầu tư của chúng, và giao trách nhiệm giám sát công nghiệp này cho một cơ quan điều hành cứng rắn hơn, đó là FDIC.

Chiều hướng sửa đổi điều hành cũng đã tăng đối với công nghiệp hoạt động ngân hàng thương mại. Các đòi hỏi về vốn đã được tăng lên đối với các ngân hàng thương mại và một đòi hỏi mới về vốn theo mức độ rủi ro đang được đưa ra áp dụng. Trong thế giới các thị trường tài chính năng động của chúng ta với tác động quyết định của sự đổi mới tài chính đang có những cơ hội rủi ro. Điều này có thể là do việc điều hành của các cơ quan điều hành ngân hàng tăng lên nhằm giảm đến mức tối thiểu các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức do bảo hiểm tiền gửi tạo ra.

ỨNG DỤNG

SỰ TIẾN TRIỂN TRONG TƯƠNG LAI CỦA HỆ THỐNG TÀI CHÍNH

Trong khi sự tiến triển của hệ thống tài chính được giải thích một cách tốt đẹp bằng sự phân tích về đổi mới tài chính, một phân tích kinh tế hữu hiệu cũng giúp chúng ta dự báo tương lai. Đây là vấn đề cốt lõi bởi vì, may sao, các nhà kinh tế không với tới được những quả bóng pha lê. Vậy chúng ta sẽ sử dụng phân tích kinh tế về đổi mới tài chính đó để giải thích điều có thể xảy ra cho hệ thống tài chính của chúng ta trong các năm tới.

Hướng dẫn nghiên cứu

Trong các ví dụ sau đây, cố gắng sử dụng các phân tích được thảo ra trước đây trong chương này để dự báo điều gì bạn nghĩ sẽ xảy ra cho hệ thống tài chính đó trước khi đọc phần giải thích ở trong sách. Việc này sẽ củng cố các tư liệu và đồng thời cho bạn một vài cảm nghĩ về việc phân tích kinh tế được áp dụng cho thế giới thực như thế nào.

Điều gì xảy ra nếu rủi ro lãi suất giảm trong tương lai ?

Những năm 1970 và 1980 đã chứng kiến việc tăng chưa từng thấy của rủi ro lãi suất. Do "cái gì lên tất phải xuống", có khả năng là rủi ro lãi suất sẽ giảm đi trong tương lai. Sự giảm đi sẽ có tác dụng gì đối với hệ thống tài chính ?

Với rủi ro lãi suất thấp hơn, các nhà đầu tư sẽ có ít nhu cầu hơn trong việc bảo vệ bản thân chống lại rủi ro lãi suất. Một kết quả từ đó là việc tự bảo hộ sẽ ít đi trong các thị trường tài chính kỳ hạn và như vậy việc mua bán các hợp đồng tài chính kỳ hạn sẽ giảm. Ngoài ra, yêu cầu về bảo hiểm để phòng rủi ro lãi suất nhờ vào các thị trường chọn lựa các công cụ vay nợ sẽ giảm. Việc tăng trưởng trong cả hai thị trường này từng diễn ra trong những năm cuối thập kỷ 1970 và 80 sẽ chậm lại và các thị trường này thậm chí có thể thu hẹp. Nếu khối lượng việc mua bán giảm xuống đủ mức thì một số thị trường tài chính kỳ hạn và thị trường chọn lựa các công cụ vay nợ có thể biến mất ?

Điều gì xảy ra nếu lạm phát trong tương lai ?

Đã có nhiều thời kỳ trong lịch sử Mỹ trong đó mức lạm phát đã giảm. Nếu lạm phát sẽ giảm tới một mức thường xuyên thấp hơn hiện nay, hệ thống tài chính sẽ đáp ứng lại như thế nào ?

Một sự giảm lạm phát sẽ làm hạ thấp các lãi suất theo như hiệu ứng Fisher mà chúng ta đã mô tả ở Chương 6. Việc sụt giảm đó của các lãi suất lúc ấy sẽ làm thấp "thuế" và các tiền dự trữ bắt buộc đánh vào các món tiền gửi, $i \times r_0$. Do các ngân hàng sẽ ít có ý muốn né tránh "thuế" này hơn, họ có thể giảm bớt vay mượn từ các thị trường thương phiếu và Eurodollars là các thị trường hiện không phải chịu các khoản tiền dự trữ bắt buộc, và thay vào đó sẽ tìm kiếm các vụ kinh doanh tiền gửi. Một yếu tố khác sẽ làm tăng số lượng tiền gửi là ở chỗ "thuế" tiền gửi thấp hơn sẽ cho phép các ngân hàng thanh toán lãi suất cao hơn cho tiền gửi và như vậy khiến chúng có thêm sức cạnh tranh với các quỹ tương trợ thị trường

tiền tệ. Người gửi tiền lúc ấy sẽ thấy các tổ chức gửi tiền hấp dẫn hơn so với các quỹ thị trường tiền tệ, do đó số các tổ chức gửi tiền sẽ tăng thêm và số các quỹ thị trường tiền tệ sẽ giảm.

Các ví dụ ở đây cho thấy rằng phân tích kinh tế của chúng ta về đổi mới tài chính có thể giúp chúng ta báo trước việc hệ thống tài chính có thể đáp ứng với các thay đổi có thể xảy ra như thế nào. Các ví dụ bổ sung cho tính chất hữu ích của phân tích kinh tế này được nêu ở các bài tập vào cuối của chương này. Tuy nhiên, phân tích nói trên không thể dự báo chính xác mỗi một đổi mới tài chính trong tương lai, bởi vì dạng hiện tại của một đổi mới tài chính phản ánh quá trình khó hiểu của tài trí con người. Các thay đổi về kỹ thuật cũng đóng vai trò quan trọng trong sự đổi mới tài chính và việc báo trước các thay đổi kỹ thuật là một khó khăn ai cũng biết. Ai có thể hình dung ra rằng 30 năm trước đây các computer đã từng choán hết các căn buồng rộng lớn, sẽ được cải tiến thành computer cá nhân thích hợp trên một mặt bàn làm việc như hiện nay?

Sự thật là phân tích kinh tế tuy không bảo chúng ta mọi điều mà chúng ta muốn biết về sự phi thường trong đổi mới tài chính, nhưng nó không giảm giá trị. Phân tích kinh tế là một công cụ hữu ích - nhưng nó có các giới hạn của nó - một phần lớn nghệ thuật sử dụng các lý thuyết kinh tế để tìm hiểu điều gì đang xảy ra chung quanh chúng ta đang công nhận các mục đích để phân tích kinh tế là hữu ích.

TÓM TẮT

1. Phân tích kinh tế về đổi mới tài chính gợi ra rằng một thay đổi trong môi trường kinh tế sẽ kích thích một cuộc tìm kiếm sự đổi mới có thể mang lại lợi nhuận.

2. Các thay đổi về những điều kiện thị trường chúng kích thích cuộc tìm kiếm các lợi nhuận, đã dẫn đến các đổi mới tài chính, ví dụ các món cho vay thế chấp có lãi suất có thể điều chỉnh, các thị trường tài chính kỳ hạn, các thị trường chọn lựa cho các công cụ nợ, các nhà môi giới chiết khấu, và các thị

trường tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu.

3. Sự phát triển kỹ thuật mới cũng kích thích đổi mới tài chính bởi vì nó có thể làm giảm chi phí của việc cung cấp các dịch vụ và các công cụ tài chính mới, và như vậy khiến chúng ta có thể có lợi nhuận. Ba ví dụ về việc kỹ thuật mới đã tác dụng như thế nào để tạo ra đổi mới tài chính là: thẻ tín dụng ngân hàng, chứng khoán hóa, và quốc tế các thị trường tài chính.

4. Việc điều hành dẫn đến đổi mới tài chính qua việc khuyến khích việc "khai mở luôn lách". Ví dụ, bắt đầu vào cuối những năm 1960, các lãi suất cao hơn (do lạm phát cao hơn) đã kết hợp với trần lãi suất tiền gửi và "thuế" đối với tiền gửi để giới hạn các lợi nhuận ngân hàng. Sự mong muốn né tránh các quy định này đã khuyến khích sự đổi mới tài chính, bao gồm việc sử dụng ngày càng nhiều Eurodollars và các thương phiếu, các tài khoản NOW, các tài khoản ATS, RP qua đêm và các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ.

5. Giống như các tổ chức tài chính thay đổi để đáp ứng lại việc điều hành, các cơ quan có thẩm quyền điều hành thay đổi các quy định của họ để đáp ứng lại các đổi mới tài chính. Trong những năm 1960 và 1970

việc theo đuổi mục tiêu bảo đảm các dòng tiền vốn đi vào các tổ chức phát hành vay thế chấp đã dẫn các cơ quan có thẩm quyền điều hành đến việc khuyến khích phân biệt đối xử chống lại những người tiết kiệm có ít tiền và bị các kê hở trong Quy định Q. Tuy nhiên chiến lược này đã tác dụng tốt trong chương trình ngắn hạn, cuối cùng đã dẫn đến các khó khăn tài chính nghiêm trọng cho các tổ chức gửi tiền. Nhằm khuyến khích một hệ thống tài chính ổn định hơn, một số sửa đổi quan trọng trong luật pháp (được thông qua năm 1980 và 1982) đã cho phép: mở các tài khoản NOW trên phạm vi quốc gia, các tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ (MMDA), các dự trữ bắt buộc thối nhất đối với tất cả các tổ chức tiền gửi và việc loại bỏ dần dần các trần lãi suất tiền gửi.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

* 1. "Thay vì coi tình tham ăn là một thói xấu, chúng ta nên coi đó như một phần tử tích cực trong xã hội của chúng ta, nó cải thiện đời sống của chúng ta". Hãy bình câu nói này theo nội dung đổi mới tài chính.

2. Điều gì giải thích sự xuất hiện các thị trường tài chính kỳ hạn cho các công cụ tài chính và các thị trường chọn lựa các công cụ nợ trong những năm 1970 và đầu những năm 1980?

*3. Nếu bạn dự tính vay một khoản có hạn kỳ 3 tháng sau đây 9 tháng, bạn có thể dùng thị trường tài chính kỳ hạn như thế nào để giảm rủi ro lãi suất cho bạn?

4. Ông hác giàu có của bạn vừa chết xong để lại cho bạn 1 triệu đôla, nhưng 6 tháng nữa bạn mới nhận được món thừa kế đó. Nếu lãi suất hiện nay cao, bạn có thể dùng thị trường tài chính kỳ hạn như thế nào để bảo đảm chắc chắn rằng bạn sẽ thu được một lãi suất cao đối với 1 triệu đôla khi bạn nhận được nó? Bạn có thể dùng thị trường chọn lựa như thế nào?

*5. Nếu các computer tác dụng nhanh được chế tạo từ 10 năm trước đây thì cố gắng đầu tiên của các ngân hàng đối với thế tín dụng mua hàng hóa phát hành lớn thành công hay thất bại? Vì sao thành công hoặc

vì sao không ?

6. Vì sao các ngân hàng đã giành thêm tiềm lực cho việc "khai mở luôn lách" trong giai đoạn cuối những năm 1960 và đầu những năm 1970 so với họ đã làm trong những năm 1950 ?

*7. Hãy trả lời câu sau là đúng, sai hay không rõ rệt : "Một nguyên nhân quan trọng làm tăng trưởng thị trường Eurodollars là các quy định của chính phủ".

8. Vì sao trước đây dễ có thể là các tài khoản NOW được một ngân hàng tiết kiệm & cho vay hoặc một ngân hàng tiết kiệm tương trợ nghĩ ra chứ không phải một ngân hàng thương mại ?

*9. Việc điều hành hoạt động ngân hàng đã thành công như thế nào trong việc đạt được mục tiêu của nó là khuyến khích việc sở hữu nhà ở ? Hãy giải thích.

10. Luật pháp ban hành trong những năm 1980 đã giúp đỡ những người tiết kiệm ít tiền như thế nào ?

SỬ DỤNG PHÂN TÍCH KINH TẾ ĐỂ DỰ BÁO TƯƠNG LAI

*11. Nếu Fed bắt đầu thanh toán tiền lãi cho các khoản tiền dự trữ để cải thiện việc kiểm soát tiền tệ, thì điều gì đã có tác dụng đến hệ thống tài chính ?

12. Nếu các trung tâm giao dịch chứng khoán một lần nữa được phép đặt ra các hoa hồng mới giới tối thiểu thì việc gì sẽ xảy ra cho việc ứng dụng phân tích tài chính.

*13. Nếu lạm phát trở nên biến đổi nhiều trong tương lai thì bạn sẽ trông đợi thấy một sự tăng hay giảm về khối lượng mua bán ở thị trường tài chính kỳ hạn ? Ở thị trường chọn lựa các công cụ nợ ?

14. Nếu các tiền dự trữ bắt buộc được bãi bỏ trong tương lai như một số nhà kinh tế biện hộ, thì việc này sẽ có tác dụng gì đến các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ ?

*15. Hãy dự báo điều gì sẽ xảy ra cho hệ thống tài chính nếu các trần lãi suất của Quy định Q được áp đặt trở lại ?