THE ECONOMICS OF MONEY, BANKING, AND FINANCIAL MARKETS
Frederic S. Mishkin
Fourth Edition, Harper Collins College Publishers, 2004

CHƯƠNG 3

TỔNG QUAN VỀ HỆ THỐNG TÀI CHÍNH

LỜI DẪN

Inez, nhà phát minh đã thiết kế một rô-bốt giá rẻ, rô-bốt 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 rô-bốt 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 phiếu và cổ phiếu) và những tổ chức trung gian tài chính ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ lương hưu) 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 máy tính 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 tổ chức trung gian tài chính hoạt đông tốt là rất cần thiết để cải thiện đời sống kinh tế của chúng ta và đấy là cốt lõi cho sức mạnh kinh tế của chúng ta.

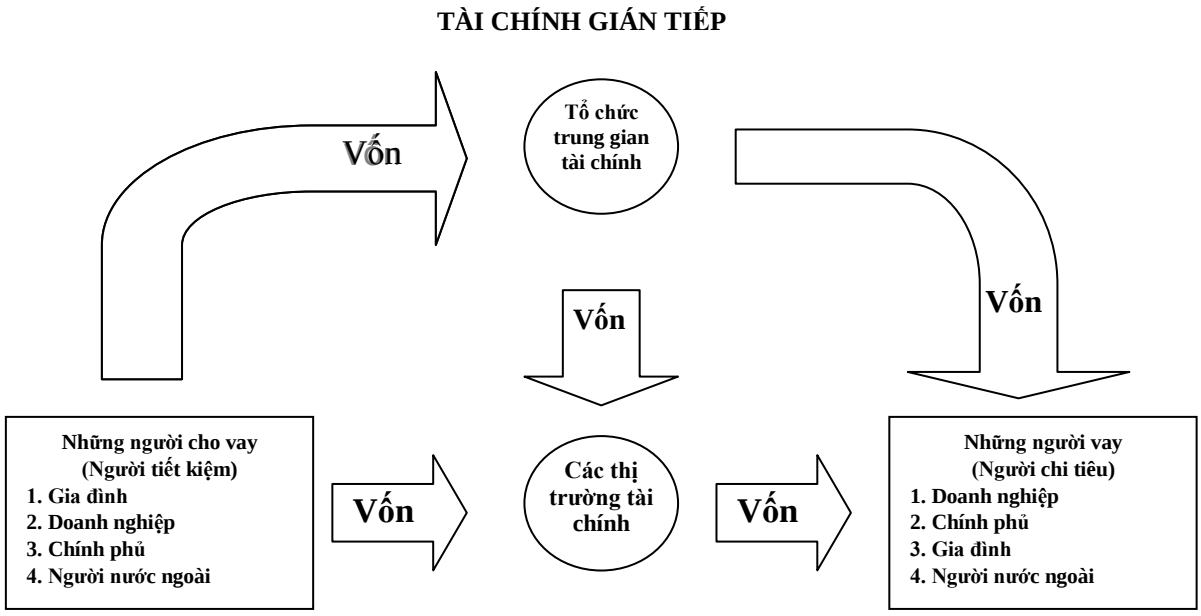
Để nghiên cứu những tác dụng của thị trường tài chính và tổ chức trung gian tài chính đối với nền kinh tế, trước hết chúng ta phải có được một sự hiểu biết về cấu trúc tổng thể và hoạt động của những đối tượng vừa nêu. Ở chương này, chương mở đầu để đi tới vấn đề về những người trung gian tài chính và 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 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 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/người tiết kiệm chủ yếu là những hộ gia đình, 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 quan trọng nhất là các doanh nghiệp 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.



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

Trong tài chính trực tiếp (con đường ở phía dưới đáy Hình 3.1) những người đi 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 trong tương lai của người vay. Trong khi chứng khoán là tài sản có đối với người mua, thì chúng lại là **tài sản nợ** (một khoản nợ hay giấy nợ) đối với những người hay tổ chức phát hành. Ví dụ, nếu General Motors 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 phiếu**, tức là một chứng khoán trong đó công ty có lời hứa thanh toán một cách định kỳ trong một khoảng thời gian nhất 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 để dành được 1000 đô-la năm nay, nhưng không có thể 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 đô-la và không có lãi. Mặt khác, Carl, người thợ mộc có cách dùng sinh lợi cho món 1000 đô-la 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 đô-la mỗi năm. Nếu bạn có thể tiếp xúc được với Carl, rồi cho anh ta vay 1000 đô-la của bạn với một chi phí thuê tiền (tiền lãi) 100 đô-la mỗi năm thì cả hai bạn sẽ

khá hơn. Bạn có thể kiếm được 100 đô-la/năm đối với 1000 đô-la của bạn thay cho việc bạn không nhận được đồng nào, trong khi Carl sẽ kiếm thêm được 100 đô-la/năm (món 200 đô-la kiếm thêm mỗi năm trừ 100 đô-la 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 năng suất 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 doanh nghiệp 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 tiền cố định trong những khoảng thời gian đều đặn (thanh toán lãi) cho tới một thời điểm qui định trước (ngày đáo hạn) là lúc đợt thanh toán cuối cùng được thực hiện. **Kỳ hạn** của một công cụ nợ là thời gian 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 kỳ hạn 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 hai 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 đáo 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 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 tiền 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 dao động giữa một ngàn và năm ngàn tỉ đô-la 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, tầm cỡ của thị trường vay nợ vượt xa tầm cỡ thị trường cổ phiếu : Giá trị của các công cụ nợ (11,1 ngàn tỉ đô-la vào cuối năm 1990) cao gấp hơn 2 lần so với giá trị của cổ phần vốn (4,2 ngàn tỉ đô-la vào cuối năm 1990).

Thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp

Thị trường sơ cấp là một thị trường tài chính trong đó những phát hành mới của một chứng khoán như một trái phiếu hoặc một cổ phiếu được người vay vốn (ví dụ như một công ty hay chính phủ) bán cho người đầu tiên mua nó. **Thị trường thứ cấp** 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 sơ cấp 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 & 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 thứ cấp. Tuy thế, những thị trường trái phiếu (bond markets), trong đó những trái phiếu 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 thứ cấp là các thị trường hối đoái, thị trường hợp đồng tương lai (future markets) là thị trường quyền chọn. Khi một cá nhân mua một chứng khoán ở thị trường thứ cấp 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 trên thị trường sơ cấp.

Thị trường thứ cấp 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 tăng tính thanh khoản cho những công cụ tài chính này. Tính thanh khoản tăng lên của những công cụ này khiến chúng được ưa chuộng hơn và như thế làm cho công ty phát hành bán chúng một cách dễ dàng hơn ở thị trường sơ cấp. Thứ hai, thị trường thứ cấp xác định giá của mỗi chứng khoán mà công ty phát hành bán ở thị trường

sơ cấp. Những tổ chức mua các chứng khoán ở thị trường sơ cấp sẽ chỉ thanh toán cho công ty phát hành với giá mà họ cho rằng thị trường thứ cấp sẽ chấp nhận cho chứng khoán này. Giá chứng khoán ở thị trường thứ cấp càng cao thì giá mà một công ty phát hành sẽ nhận được cho các chứng khoán của mình ở thị trường sơ cấp sẽ càng cao và vì vậy, công ty phát hành nhận được tổng vốn đầu tư cao hơn. Những điều kiện trong thị trường sơ cấp 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 thứ cấp nhiều hơn là các thị trường sơ cấp.

Các sở giao dịch và thị trường phi tập trung

Thị trường thứ cấp có thể được tổ chức theo hai 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 dành cho cổ phiếu và Sở giao dịch thương mại Chicago dành cho hàng hóa (lúa mì, ngô, bạc…). Đó là những ví dụ về giao dịch có tổ chức.

Một phương pháp khác để tổ chức một thị trường thứ cấp là có một **thị trường phi tập trung** (Over-the-Counter Market), trong đó các nhà tự doanh chứng khoán 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 tự doanh tiếp xúc với nhau qua máy tính và biết mức 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 thường niêm yết 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 phiếu chính phủ Mỹ, với một lượng mua bán lớn hơn ở New York, được lập ra theo phương thức thị trường phi tập trung. Khoảng 40 nhà tự doanh chứng khoán lập ra một "thị trường" cho các chứng khoán này bằng cách đứng ra sẵn sàng mua và bán trái phiếu của chính phủ Mỹ. Những thị trường phi tập trung khác gồm các thị trường mua bán chứng chỉ tiền gửi có thể bán lại được, thị trường vay liên ngân hàng, 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 của những chứng khoán được mua bán trên thị trường đó. **Thị trường tiền te** là một thị trường tài chính trog đó chỉ có những công cụ nợ ngắn hạn (kỳ hạn thanh toán dưới 1 năm) được mua bán, còn **thị trường vốn** là thị trường trong đó những công cụ vay nợ dài hạn hơn (kỳ hạn thanh toán trên 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 và như vậy có tính thanh khoản cao hơn. Ngoài ra, chúng ta sẽ thấy ở Chương 4, những chứng khoán ngắn hạn có dao động giá nhỏ hơn so với các chứng khoán dài hạn, từ đó 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 phiếu dài hạn thường do những tổ chức trung gian tài chính, như các công ty bảo hiểm và quỹ lương hưu

nắm giữ; những tổ chức 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 TỔ CHỨC 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 hai, được gọi là tài chính gián tiếp bởi vì nó liên hệ đến một người ở giữa: một tổ chức 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 tổ chức trung gian tài chính thực hiện điều này bằng cách vay vốn của người cho vay/người tiết kiệm và sau đó 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 Motorss vay hoặc qua việc mua một trái phiếu 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 tổ chức trung gian tài chính này (ngân hàng).

Những tổ chức 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 tổ chức trung gian tài chính (như 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 tổ chức trung gian tài chính có thể làm lợi cho phần lớn những người có món tiết kiệm nhỏ 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 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 tổ chức 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 tổ chức trung gian tài chính đóng một vai trò thiết 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 dễ bán trái phiếu trong một thị trường mở cho các công ty hoặc 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 phiếu vì không người nào biết anh ta là ai và liệu anh ta có là một kẻ bội tín hay 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. Điều này 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 hãy xem xét điều gì xảy ra khi những tổ chức trung gian tài chính đi vào hoạt động trong nền kinh tế. Nay những người này có món để dành 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 ra cho vay hoặc mua những chứng khoán như cổ phiếu và trái phiếu. Những tổ chức 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 từ 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 tổ chức trung gian tài chính được minh chứng bởi việc hầu hết người dân Mỹ đầu tư tiết kiệm của mình vào các tổ chức trung gian tài chính và cũng vay vốn từ các tổ chức này. 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 tổ chức 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 đúng không chỉ đối với nước Mỹ mà còn đúng cho các nước công nghiệp khác. (Xem Bài đọc thêm 3.1). Chúng ta sẽ xem xét kỹ hơn vai trò, tầm quan trọng và hoạt động của các tổ chức trung gian tài chính trong nền kinh tế, xem vì sao chúng lại quan trọng đến như vậy và hoạt động như thế nào, từ Chương 8 đến Chương 13.

NHỮNG TỔ CHỨC TRUNG GIAN TÀI CHÍNH

Chúng ta đã nghiên cứu xem vì sao những tổ chức trung gian tài chính giữ một vai trò quan trọng đến như thế trong nền kinh tế. Bây giờ, chúng ta nghiên cứu những tổ chức trung gian tài chính chủ yếu và xem chúng thực hiện chức năng trung gian như thế nào. Có ba 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 tổ chức trung gian tài chính này ở Mỹ được nêu ở Bảng 3.2, bảng này liệt kê tổng số tài sản có của các tổ chức trung gian tài chính vào cuối những năm 1970, 1980 và 1990.

BÀI ĐỌC THÊM 3.1: TOÀN CẢNH

Những tổ chức trung gian tài chính quan trọng như thế nào đối với thị trường chứng khoán: So sánh quốc tế

Khuôn mẫu của việc cấp vốn 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 tổ chức 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, sử dụng các thị trường này một cách mạnh mẽ nhất trong việc cấp vốn cho các công ty.

Tuy nhiên ỏ Mỹ, vốn mà các công ty vay từ những tổ chức 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 hai nước này, vốn vay từ những tổ chức 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 tổ chức trung gian tài chính đã giảm tương đối so với vốn nhận từ thị trường chứng khoán.

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

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

Loại tổ chức trung gian tài chính	Tài sản nợ chủ yếu *(nguồn vốn)*	Tài sản có chủ yếu *(sử dụng vốn)*
Tổ chức nhận tiền gửi		
Ngân hàng thương mại	Tiền gửi	Cho vay kinh doanh và tiêu dùng, cho vay thế chấp mua bất động sản, chứng khoán chính phủ Mỹ và trái phiếu chính quyền địa phương
Hiệp hội tiết kiệm và cho vay	Tiền gửi	Cho vay thế chấp mua bất động sản
Ngân hàng tiết kiệm tương hỗ	Tiền gửi	Cho vay thế chấp mua bất động sản
Liên hiệp tín dụng	Tiền gửi	Cho vay tiêu dùng
Tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng		
Công ty Bảo hiểm nhân thọ	Phí bảo hiểm theo hợp đồng	Trái phiếu công ty và khoản vay thế chấp
Quỹ lương hưu	Tiền đóng góp của người thuê lao động và người LĐ	Trái phiếu và cổ phiếu công ty
Các công ty bảo hiểm cháy và tai nạn	Phí bảo hiểm theo hợp đồng	Trái phiếu địa phương, trái phiếu và cổ phiếu công ty, chứng khoán chính phủ Mỹ
Trung gian đầu tư		
Quỹ đầu tư chung	Cổ phần	Cổ phiếu và trái phiếu
Quỹ đầu tư thị trường tiền tệ	Cổ phần	Các công cụ thị trường tiền tệ
Công ty tài chính	Phiếu nợ thương mại, cổ phiếu và trái phiếu	Cho vay tiêu dùng và kinh doanh

Bảng 3.2. **Những tổ chức trung gian tài chính chủ yếu**

	Giá trị tài sản có (tỉ đô-la, cuối năm)		
Loại tổ chức trung gian tài chính	1970	1980	1990
Tổ chức nhân tiền gửi (ngân hàng)			
Ngân hàng thương mại	517	1357	3356
Công ty tiết kiệm & cho vay	171	614	1098
Ngân hàng tiết kiệm tương hỗ	79	170	264
Liên hiệp tín dụng	18	67	215
Tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng			
Công ty bảo hiểm nhân thọ	201	464	1409
Công ty bảo hiểm cháy và tai nạn	50	174	928
Quỹ lương hưu (tư nhân)	112	470	1169
Quỹ lương hưu của chính quyền tiểu bang và địa phương	60	198	806
Trung gian đầu tư			
Công ty tài chính	64	202	574
Quỹ đầu tư chung	47	62	609
Quỹ đầu tư thị trường tiền tệ	0	76	499

Các tổ chức nhận tiền gửi (ngân hàng)

Các tổ chức nhận tiền gửi (để đơn giản, ta gọi là "các ngân hàng" trong suốt cuốn sách này) là những tổ chức trung gian tài chính, nhận tiền gửi từ các cá nhân, 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 có liên quan đến việc tạo ra tiền gửi, thành phần quan trọng của cung tiền. Hành vi của các ngân hàng giữ một vai trò quan trọng đối với vấn đề lượng cung tiền được xác định như thế nào.

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

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), tiền gửi có kỳ hạn, tiền gửi viết séc được. Theo truyền thống, các tiền vốn huy động được dùng để vay thế chấp mua bất động sản. Những hiệp hội này là nhóm tổ chức trung gian tài chính lớn hàng thứ hai sau nhóm ngân hàng thương mại, gồm khoảng 2500 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. Các khoản cho vay thế chấp mua bất động sản là các khoản vay dài hạn, với kỳ hạn thanh toán nói chung hầu hết là 29 năm. Trong khi đó, nhiều trong số các hiệp hôi hiện hữu đã được lập ra từ nhiều năm trước đây lúc lãi suất ở mức thấp hơn nhiều. Khi lãi suất đã tăng lên, các hiệp hội cho vay và tiết kiệm nhận thấy rằng thu nhập từ những khoản cho vay thế chấp của họ thấp hơn nhiều so với chi phí để huy động vốn. Nhiều trong số đó đã bắt đầu chịu thua lỗ lớn và nhiều hiệp hội đã phải ngừng kinh doanh.

Trước năm 1980, các hiệp hội cho vay và tiết kiệm bị giới hạn chỉ được cho vay thế chấp mua bất động sản 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 tiền gửi và Đạo luật năm 1980 về kiểm soát tiền tệ, trong đó cho phép các S & L phát hành tài khoản séc, cho vay tiêu dùng và thực hiện nhiều hoạt động trước đây chỉ các ngân hàng thương mại mới được làm. Đạo luật Garn-St Germain 1982 (The Garn-St Germain Act of 1982) đã mở rộng thêm các hoạt động được phép của S & L. Cũng như các ngân hàng thương mại, ngày nay các S & L chịu những yêu cầu nộp tiền gửi tại Cục 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 tổ chức trung gian tài chính này sẽ trở thành các đối thủ cạnh tranh lẫn nhau trong tương lai.

Các ngân hàng tiết kiệm tương hỗ (Mutual Savings Banks). Các ngân hàng tiết kiệm tương hỗ rất giống các S & L. Họ huy động vốn bằng cách nhận tiền gửi và dùng chúng trước hết là để cho vay thế chấp mua bất động sản. Cấu trúc tổ chức công ty của các ngân hàng tiêt kiệm tương hỗ hơi khác các S & L ở chỗ chúng luôn được tổ chức dưới hình thức "tương hỗ", tức là hoạt động như một "hợp tác xã" trong đó những người gửi tiền lại là các chủ sở hữu ngân hàng. Có khoảng

500 tổ chức như vậy, với trụ sở tại bang New York và New England. Giống như các S & L, cho tới năm 1980 các ngân hàng tiết kiệm tương hỗ 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 thập niên 1960 tới đầu thập niên 1980. Chúng bị chi phối một cách tương tự bởi đạo luật về các hoạt động ngân hàng năm 1980 và nay có thể phát hành các khoản tiền gửi có thể viết séc và thực hiện các khoản cho vay khác ngoài các khoản cho vay thế chấp.

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,… 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 viết séc và có thể thực hiện các khoản cho vay thế chấp mua bất động sản bên cạnh các khoản cho vay tiêu dùng.

Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng

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

Công ty bảo hiểm nhân thọ. Các công ty bảo hiểm nhân thọ bảo đảm cho dân chúng đề phòng các rủi ro về tài chính nếu chết thanh toán thu nhập hàng năm cho người hưu trí. Các công ty này huy động vốn nhờ phí bảo hiểm mà dân chúng thanh toán để giữ các hợp đồng bảo hiểm có hiệu lực rồi dùng vốn thu được để chủ yếu là mua các trái phiếu công ty và cho vay thế chấp mua bất động sản. Chúng cũng mua cổ phiếu nhưng bị hạn chế về tổng số. Gần đây với hơn 1,4 ngàn tỉ đô-la tài sản có, các công ty bảo hiểm nhân thọ là tổ chức lớn nhất trong những tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng.

Công ty bảo hiểm cháy và tai nạn. Các công ty này bảo hiểm cho những người đóng bảo hiểm của họ trong trường hợp thiệt hại do mất trộm, cháy và tai nạn gây ra. Chúng rất giống các công ty bảo hiểm nhân thọ ở chỗ huy động vốn nhờ phí bảo hiểm cho các hợp đồng bảo hiểm, có nhiều khả năng bị mất vốn hơn nếu có nhiều tai họa xảy ra. Vì lý do này, các công ty bảo hiểm tai nạn dùng vốn của mình mua những tài sản có thanh khoản cao hơn so với những tài sản có mà công ty bảo hiểm nhân thọ mua. Tài sản có nhiều nhất là các trái phiếu địa phương và trái phiếu công ty, cổ phiếu và các chứng khoán chính phủ Mỹ.

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

Những trung gian đầu tư

Nhóm những tổ chức trung gian tài chính này bao gồm các công ty tài chính, các quỹ đầu tư chung và các quỹ đầu tư thị trường tiền tệ.

Công ty tài chính. Các công ty này huy động vốn bằng cách bán phiếu nợ thương mại và phát hành cổ phiếu và trái phiếu. Chúng cho người tiêu dùng vay vốn để mua sắm các thứ như đồ đạc, xe hơi, 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 Motors cho người tiêu dùng vay vốn để mua các xe do hãng sản xuất.

Quỹ đầu tư chung. Những tổ chức 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 cổ phiếu và trái phiếu các loại. Quỹ đầu tư chung cho phép cổ đông tập trung các nguồn vốn của mình để có thể mua được những lô lớn cổ phiếu hoặc trái phiếu có chi phí giao dịch nhỏ. Ngoài ra, các quỹ đầu tư chung cho phép những cổ đông được giữ nhiều danh mục đầu tư đa dạng hơn. Cổ đông có thể bán (mua lại) 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 đầu tư chung. Vì những biến động lớn của giá, nên giá trị cổ phần của quỹ đầu tư chung cũng biến động nhiều. Do đó việc đầu tư vào quỹ tương trợ có thể là một hoạt động rủi ro.

Quỹ đầu tư thị trường tiền tệ. Đây là những tổ chức tài chính tương đối mới. Chúng có các đặc tính của quỹ đầu tư chung 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 đầu tư chung, các quỹ đầu tư thị trường tiền tệ bán cổ phần để huy động vốn, sau đó dùng để mua các công cụ thị trường tiền tệ. Các công cụ 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 ở chỗ, các cổ đông có thể viết 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 viết séc; séc thường không được viết với một tổng số nhỏ hơn mức tối thiểu đã định, ví dụ là 500 đô-la, và phải có một món tiền quan trọng lúc đầu để mở tài khoản. Thực ra, các cổ phần trong một quỹ đầu tư 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 viết séc. Các quỹ đầu tư thị trường tiền tệ đã có một sự tăng trưởng khác thường kể từ năm 1971 khi xuất hiện lần đầu. Tới 1990, tài sản có của các quỹ này lên đến gần 500 tỉ đô-la.

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/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 trên 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 trên thị trường tiền tệ chịu mức dao động giá ít và do đó là loại đầu tư rủi ro thấp nhất. Những loại công cụ chủ yếu ở thị

trường tiền tệ được liệt kê ở Bảng 3.3 cùng với tổng giá trị dư nợ vào cuối thập niên 1970, 1980 và 1990.

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

Loại công cụ	Tổng giá trị dư nợ (tỉ đô-la, cuối năm)		
	1970	1980	1990
Chứng chỉ tiền gửi bán lại được của ngân hàng (mệnh giá lớn)	65	317	543
Tín phiếu kho bạc Mỹ	81	216	527
Phiếu nợ thương mại	33	122	557
Hối phiếu được ngân hàng chấp thuận	7	42	52
Hợp đồng mua lại chứng khoán	3	57	144
Euro đô-la	2	55	92
Vay tiền ngân hàng	16	18	61

Tín phiếu kho bạc Mỹ. Những công cụ vay nợ ngắn hạn này của chính phủ Mỹ được phát hành với kỳ hạn 3, 6, và 12 tháng. Chúng được thanh toán một khoản định sẵn khi đáo hạn và không có một khoản lãi nào. Nhưng thực tế, chúng được thanh toán lãi do việc bán lần đầu có chiết khấu, 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 đô-la, tín phiếu này có thể được thanh toán 10.000 đô-la vào tháng 5/1993.

Tín phiếu kho bạc Mỹ là loại công cụ thanh khoản nhất trong tất cả các loại công cụ thị trường tiền tệ bởi vì chúng được mua bán nhiều 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 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 đáo hạn. 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 tổ chức trung gian tài chính khác nắm giữ.

C***hứng chỉ tiền gửi bán lại được của ngân hàng.*** Một chứng chỉ 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 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 thanh khoản hơn và hấp dẫn những người đầu tư hơn, Citibank đã lần đầu phát hành CD bán lại được đối với mệnh giá lớn (trên 100.000 đô-la). Chúng có thể bán lại ở thị trường thứ cấp. 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 dư nợ gần đây vượt quá 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, quỹ đầu tư thị trường tiền tệ, các tổ chức từ thiện và các cơ quan của chính phủ.

Phiếu nợ thương mại. Phiếu nợ thương mại (commercial paper) là công cụ vay nợ ngắn hạn do các ngân hàng lớn và các công ty nổi tiếng phát hành, ví dụ General Motors 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 phiếu nợ thương mại của họ cho các tổ chức 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. Thị trường phiếu nợ thương mại có tốc độ tăng trưởng rất lớn: Tổng dư nợ của phiếu nợ thương mại đã tăng hơn 1500% (từ 33 tỉ đô-la lên 557 tỉ đô-la) trong thời gian 1970 – 1990.

Hối phiếu được ngân hàng chấp thuận. 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 thuận 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 đảm bảo với một khoản lệ phí bằng cách ngân hàng đóng dấu "đã chấp thuận" 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 thuận 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 thuận" này thường được bán lại ở thị trường thứ cấp bằng cách chiết khấu và như vậy, có tác dụng tương tự như tín phiếu kho bạc. Nói chung, những hối phiếu ngân hàng này được nhiều tổ chức trong số những tổ chức đã nắm giữ các tín phiếu kho bạc nắm giữ và tổng dư nợ cũng đã tăng đáng kể, tăng 600% (từ 7 tỉ đô-la lên 52 tỉ đô-la) từ 1970 tới 1990.

Hợp đồng mua lại chứng khoán (Repurchase Agreement – RP). Hợp đồng mua lại chứng khoán thực tế là những món vay ngắn hạn (thường với kỳ hạn ít hơn hai tuần) 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, ví dụ 1 tỉ đô-la. Công ty muốn đem cho vay ngắn hạn. GM dùng 1 tỉ đô-la 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 đô-la và GM giữ số tín phiếu kho bạc 1 tỉ đô-la 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 chứng khoán này là một nguồn vốn quan trọng đối với các ngân hàng (trên 140 tỉ đô-la), và người cho vay quan trọng nhất ở thị trường này là các công ty lớn.

Vay liên ngân hàng. Đây là những món vay nợ ngắn hạn điển hình giữa các ngân hàng bằng những món tiền gửi của họ tại Quỹ Dự trữ liên bang. Được gọi với cái tên tiếng Anh là "Quỹ Liên bang" (Federal Funds) là có sự hơi lầm lẫn bởi vì các món cho vay này không phải là món của chính phủ liên bang hay Cục 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 liên ngân hàng là khi ngân hàng đó thấy tiền gửi của mình ở Fed không đạt mức quy định phải có. Khi ấy, ngân hàng có thể vay tiền gửi ở đây của những ngân hàng khác; những ngân hàng này chuyển tiền gửi 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 của những khoản vay này, được gọi là **lãi suất liên ngân hàng**, là một phong vũ biểu để đo mức căng thẳng của thị trường tín dụng trong hệ thống ngân hàng; lãi suất cao nghĩa là các ngân hàng đang bị sức ép về vốn, còn lãi suất thấp, là nhu cầu tín dụng của các ngân hàng thấp.

EuroĐô-la. Những đồng đô-la 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 **Euro đô-la.** Các ngân hàng Mỹ có thể vay những khoản tiền gửi này của những ngân hàng khác hoặc của các chi nhánh ở ngoại quốc thuộc sở hữu của họ khi họ cần vốn. **Euro đô-la** đã trở thành một nguồn vốn quan trọng đối với các ngân hàng (trên 90 tỷ đô-la).

Thị trường tiền tệ đã trải qua những thay đổi lớn trong 30 năm qua, với những công cụ tài chính mới 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 trên một năm. Chúng có dao động giá lớn 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 dư nợ vào cuối thập niên 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 đô-la 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 dư nợ của vốn cổ phần. Các cá nhân giữ trên 60% giá trị cổ phiếu, phần còn lại do các quỹ lương hưu, quỹ đầu tư chung và những công ty bảo hiểm nắm.

Vay thế chấp mua bất động sản. Vay thế chấp mua bất động sản là những khoản 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 tài sản thế chấp cho khoản vay. Thị trường vay thế chấp là thị trường nợ lớn nhất ở Mỹ, với tổng số dư của các khoản nợ thế chấp nhà ở (dùng để mua nhà ở) gấp hơn ba 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 hỗ 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 vai trò tích cực trong thị trường vay thế chấp mua bất động sản thông qua ba 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 mua nhà của liên bang). Những tổ chức này cung cấp vốn cho thị trường vay thế chấp mua bất động sản bằng cách bán trái phiếu và dùng tiền thu được để cho vay thế chấp.

Trái phiếu công ty. Đây là loại trái phiếu dài dạn do các công ty phát hành với mức tín nhiệm rất cao. Một trái phiếu công ty thông thường mang lại cho người sở hữu một khoản lãi trả hai lần mỗi năm và thanh toán hết mệnh giá khi đáo hạn. Một số trái phiếu công ty được gọi là trái phiếu có khả năng chuyển đổi, do có đặc điểm phụ thêm là cho phép người giữ chuyển đổi nó thành một số cổ phần vào bất cứ lúc nào cho tới khi đáo hạn. Đặc điểm này khiến các trái phiếu chuyển đổi thêm hấp dẫn đối với những nhà đầu tư so với những trái phiếu không có khả năng chuyển đổi, và cho phép công ty giảm chi phí trả lãi vì các trái phiếu này có thể tăng giá trị nếu giá cổ phiếu tăng lên nhiều. Do tổng dư nợ của cả trái phiếu chuyển đổi và không chuyển đổi đối với

một công ty xác định nào đó là nhỏ, chúng gần như không thanh khoản bằng các chứng khoán khác ví dụ các trái phiếu chính phủ Mỹ.

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

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

Nguồn: Federal Reserve Flow of Fund accounts, Federal Reserve *Bulletin, & Banking and Monetary Statistics 1941-70.*

Quy mô thị trường trái phiếu công ty nhỏ hơn nhiều so với thị trường cổ phiếu. Tổng trị trái phiếu công ty nhỏ hơn ¼ tổng giá trị cổ phiếu. Nhưng, tổng giá trị trái phiếu mới được phát hành mỗi năm lớn hơn nhiều so với tổng giá trị cổ phiếu mới phát hành. Do vậy, đối với các quyết định về tài chính doanh nghiệp, diễn biến của thị trường trái phiếu công ty có thể quan trọng hơn nhiều so với diễn biến của thị trường cổ phiếu. Những người mua trái phiếu công ty quan trọng là công ty bảo hiểm nhân thọ, quỹ lương hưu và hộ gia đình.

Chứng khoán chính phủ Mỹ. Những công cụ nợ dài hạn này do Kho bạc Mỹ phát hành để huy động tiền nhằm bù đắp thâm hụt ngân sách liên bang. Do là những trái phiếu được mua bán rộng rải nhất ở Mỹ (tổng số giao dịch tính trung bình vượt quá 100 tỉ mỗi ngày), chúng là chứng khoán thanh khoản nhất được mua bán trên thị trường vốn. Chúng được Quỹ Dự trữ Liên bang, các ngân hàng, các hộ gia đình và người nước ngoài nắm giữ.

Chứng khoán các cơ quan thuộc chính phủ Mỹ. Đây là những trái phiếu 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 có tác dụng rất giống như các trái phiếu Chính phủ Mỹ, và cũng do các thành phần tương tự nắm giữ.

Trái phiếu chính quyền tiểu bang và chính quyền địa phương. Trái phiếu này còn được gọi là trái phiếu đô thị, là những công cụ tài chính dài hạn do chính quyền tiểu bang và chính quyền địa phương phát hành để huy động vốn đầu tư trường học, đường sá.v.v… Một đặc điểm nổi bật của loại trái phiếu 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, và sở hữu trên một nữa tổng số dư nợ. Nhóm nắm giữ lớn thứ hai là các cá nhân giàu có đang chịu mức thuế thu nhập cao, và sau nữa là các công ty bảo hiểm.

Vay thương mại ngân hàng 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 thứ cấp cho những món vay này và do vậy chúng kém thanh khoản nhất trong các công cụ thị trường vốn liệt kê ở Bảng 3.4.