

Chương 12

TÀI CHÍNH PHI NGÂN HÀNG

DẪN NHẬP

Ngân hàng không phải là loại trung gian tài chính duy nhất mà bạn có khả năng sẽ trải nghiệm. Bạn có thể quyết định mua bảo hiểm, nhận một khoản vay trả góp từ một công ty tài chính, hay mua một cổ phiếu. Trong mỗi giao dịch như thế, bạn sẽ tham gia vào hoạt động tài chính phi ngân hàng và sẽ giao dịch với các định chế tài chính phi ngân hàng. Trong nền kinh tế của chúng ta (Hoa Kỳ), tài chính phi ngân hàng cũng đóng vai trò quan trọng trong việc chuyển các nguồn tiền từ những người tiết kiệm – người cho vay đến những người chi tiêu – người đi vay. Hơn nữa, quá trình đổi mới tài chính, mà chúng ta đã thảo luận trong Chương 10, làm tăng tầm quan trọng của hoạt động tài chính phi ngân hàng và đang xóa mờ đi sự phân biệt giữa các định chế tài chính khác nhau. Chương này xem xét một cách chi tiết hơn về những vấn đề các định chế tham gia vào tài chính phi ngân hàng hoạt động như thế nào, các định chế này được quản lý ra sao, và các xu hướng gần đây trong tài chính phi ngân hàng.

BẢO HIỂM

Hằng ngày chúng ta đều phải đối mặt với khả năng xảy ra những sự cố có tính thảm họa nào đó mà có thể dẫn đến những mất mát lớn về tài chính. Thu nhập của chồng hay vợ mình có thể không còn nữa do bị thiệt mạng hay bị ốm đau; một tai nạn xe hơi có thể làm cho chúng ta phải trả những tờ hóa đơn sửa chữa xe rất tốn kém hay những khoản thanh toán tiền bồi thường cho bên bị thương tật. Bởi vì những mất mát tài chính do những cơn hoạn nạn có thể là lớn so với các nguồn lực tài chính của chúng ta, nên chúng ta phải tự bảo vệ mình bằng cách mua bảo hiểm để khi sự cố có tính thảm họa xảy ra thì chúng ta sẽ được trả một số tiền.

Các công ty bảo hiểm nhân thọ bán các hợp đồng bảo hiểm (đơn bảo hiểm) cung cấp thu nhập khi người được bảo hiểm qua đời, người được bảo hiểm được dự đoán sẽ ốm đau, hay về hưu. Các công ty bảo hiểm tài sản và tai họa chuyên môn hóa vào các hợp đồng bảo hiểm chi trả cho những tổn thất xảy ra do tai nạn, hỏa hoạn, hay trộm cắp.

Bảo hiểm nhân thọ

Công ty bảo hiểm nhân thọ đầu tiên ở Hoa Kỳ (Presbyterian Ministers' Fund ở Philadelphia) được thành lập vào năm 1759 và hiện vẫn còn tồn tại. Hiện nay có khoảng 1.400 công ty bảo hiểm nhân thọ, được tổ chức dưới hai dạng: công ty cổ phần hay công ty tương hỗ (mutuals). Các công ty cổ phần được sở hữu bởi các cổ đông; các công ty tương hỗ (mutuals) theo nguyên tắc là được sở hữu bởi những người nắm giữ hợp đồng bảo hiểm (policy holders). Mặc dù trên 90% các công ty bảo hiểm nhân thọ được tổ chức dưới dạng công ty cổ phần, nhưng một số công ty bảo hiểm nhân thọ lớn nhất lại được tổ chức dưới dạng các công ty tương hỗ (mutuals).

Không giống như các ngân hàng thương mại và các tổ chức nhận tiền gửi khác, các công ty bảo hiểm nhân thọ chưa bao giờ trải qua những thất bại rộng khắp, vì thế chính phủ liên bang

(Hoa Kỳ) chưa thấy cần phải quản lý ngành này. Thay vào đó, các tiểu bang mà trong đó công ty bảo hiểm nhân thọ hoạt động chịu trách nhiệm quản lý công ty đó. Quy định quản lý của tiểu bang được nhắm vào thông lệ bán hàng, việc dự phòng đầy đủ tài sản để thanh khoản để trang trải mất mát, và những hạn chế đối với lượng tài sản rủi ro (như là cổ phiếu thường) mà các công ty này có thể nắm giữ. Người có thẩm quyền quản lý thường là một ủy viên hội đồng phụ trách bảo hiểm của tiểu bang.

Bởi vì tỷ lệ tử vong của toàn bộ dân số có thể tiên đoán được với mức độ chắc chắn cao, nên các công ty bảo hiểm nhân thọ có thể tiên đoán một cách chính xác tiền xuất chi của họ cho những người nắm giữ hợp đồng bảo hiểm sẽ là bao nhiêu trong tương lai. Kết quả là các công ty bảo hiểm nhân thọ nắm giữ các tài sản dài hạn không dễ thanh khoản lắm – đó là các trái phiếu công ty và những khế ước thế chấp thương mại cũng như một số cổ phiếu công ty.

Có hai hình thức chính của hợp đồng bảo hiểm nhân thọ: bảo hiểm nhân thọ lâu dài (permanent life insurance) (như bảo hiểm nhân thọ suốt đời, bảo hiểm nhân thọ phổ thông, bảo hiểm nhân thọ khả biến) và bảo hiểm tạm thời (như bảo hiểm nhân thọ có kỳ hạn). Các hợp đồng bảo hiểm nhân thọ lâu dài có phí bảo hiểm không đổi trong suốt thời hạn của hợp đồng bảo hiểm. Vào những năm đầu của hợp đồng bảo hiểm, lượng phí bảo hiểm này cao hơn số tiền cần để bảo hiểm tử vong bởi vì xác suất xảy ra tử vong thấp. Như thế, hợp đồng bảo hiểm này tích lũy dần dần một giá trị tiền mặt vào những năm đầu, nhưng vào những năm sau đó, giá trị tiền mặt giảm xuống bởi vì phí bảo hiểm không đổi thấp hơn số tiền cần để bảo hiểm tử vong, đó là do xác suất xảy ra tử vong lúc này cao hơn. Người nắm giữ hợp đồng bảo hiểm có thể vay tiền dựa trên giá trị tiền mặt của hợp đồng bảo hiểm nhân thọ lâu dài hay có thể đòi giá trị tiền mặt này bằng cách hủy bỏ hợp đồng bảo hiểm.

Ngược lại, bảo hiểm có kỳ hạn có các mức phí bảo hiểm được điều chỉnh hằng năm tương xứng với số tiền cần để bảo hiểm tử vong trong suốt kỳ hạn (như một năm hay năm năm). Kết quả là các hợp đồng bảo hiểm có kỳ hạn có các mức phí bảo hiểm tăng theo thời gian khi xác suất xảy ra tử vong tăng lên (hay có các mức phí bảo hiểm ngang bằng nhưng số tiền trợ cấp tử vong sụt giảm dần). Các hợp đồng bảo hiểm có kỳ hạn không có giá trị tiền mặt và như thế, ngược với các hợp đồng bảo hiểm nhân thọ lâu dài, chúng chỉ thực hiện bảo hiểm chứ không có khía cạnh tiết kiệm trong đó.

Vào thập niên 1960 và thập niên 1970, suất sinh lợi kém từ đầu tư vào bảo hiểm nhân thọ lâu dài đã dẫn đến mức tăng trưởng chậm của cầu đối với các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ. Hậu quả là qui mô ngành bảo hiểm nhân thọ co hẹp lại so với các trung gian tài chính khác. Tỷ trọng của ngành bảo hiểm nhân thọ trong tổng tài sản trung gian tài chính giảm từ 19,6% vào cuối năm 1960 xuống còn 11,5% vào cuối năm 1980. (Xem Bảng 1 để biết các tỷ trọng tương đối trong tổng tài sản trung gian tài chính của mỗi loại trung gian tài chính được thảo luận trong chương này).

Bắt đầu từ giữa thập niên 1970, các công ty bảo hiểm nhân thọ bắt đầu tái cấu trúc hoạt động kinh doanh của họ để trở thành các nhà quản lý tài sản cho các quỹ hưu trí. Một yếu tố quan trọng đằng sau việc tái cấu trúc này là luật được ban hành năm 1974 khuyến khích các quỹ hưu trí chuyển việc quản lý quỹ sang các công ty bảo hiểm nhân thọ. Hiện nay hơn một nửa tài sản được quản lý bởi các công ty bảo hiểm nhân thọ là thuộc về các quỹ hưu trí chứ không phải của các công ty bảo hiểm nhân thọ. Các công ty bảo hiểm cũng đã bắt đầu bán các công cụ đầu tư cho hưu trí như bảo hiểm **niên kim**, là những thỏa thuận qua đó khách hàng trả một khoản phí

bảo hiểm hàng năm để đổi lấy một dòng các khoản thanh toán hàng năm trong tương lai, bắt đầu vào một tuổi được ấn định trước, chẳng hạn là 65 tuổi, và tiếp tục cho đến lúc qua đời. Kết quả của hoạt động kinh doanh mới này là thị phần của các công ty bảo hiểm nhân thọ tính theo tỷ lệ phần trăm trong tổng tài sản trung gian tài chính đã giữ không đổi kể từ 1980.

Bảng 1: Tỷ trọng Tương đối trong Tổng Tài sản Trung gian Tài chính, 1960-2002 (phần trăm)

	1960	1970	1980	1990	2002
Công ty Bảo hiểm					
Bảo hiểm nhân thọ	19.6	15.3	11.5	12.5	13.6
Bảo hiểm tài sản và tai họa	4.4	3.8	4.5	4.9	3.7
Quỹ hưu trí					
Tư nhân	6.4	8.4	12.5	14.9	14.7
Nhà nước (chính quyền tiểu bang và địa phương)	3.3	4.6	4.9	6.7	7.9
Công ty Tài chính	4.7	4.9	5.1	5.6	3.2
Quỹ Hỗ tương					
Cổ phiếu và trái phiếu	2.9	3.6	1.7	2.9	10.6
Thị trường vốn ngắn hạn	0.0	0.0	1.9	4.6	8.8
Tổ chức nhận Tiền gửi (Ngân hàng)					
Các ngân hàng thương mại	38.6	38.5	36.7	30.4	29.8
Các ngân hàng S&L và tiết kiệm hỗ tương	19.0	19.4	19.6	12.5	5.6
Các hội tín dụng	1.1	1.4	1.6	2.0	2.3
Tổng cộng	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Nguồn: Báo cáo Kế toán các Luồng tiền của Hệ thống Dự trữ Liên bang

Bảo hiểm tài sản và tai họa

Ở Hoa Kỳ có vào khoảng 3.000 công ty bảo hiểm tài sản và tai họa, hai công ty lớn nhất trong số đó là State Farm và Allstate. Các công ty bảo hiểm tài sản và tai họa được tổ chức dưới hình thức công ty cổ phần lẫn hình thức công ty tương hỗ (mutual company), và được quản lý bởi các tiểu bang mà các công ty này hoạt động.

Mặc dù các công ty bảo hiểm tài sản và tai họa đã hơi gia tăng được tỷ trọng của mình trong tổng tài sản trung gian tài chính từ năm 1960 đến 1990 (Xem Bảng 1), nhưng trong những năm gần đây các công ty này làm ăn không tốt, và các khoản phí bảo hiểm tăng vùn vụt. Với lãi suất cao trong thập niên 1970 và thập niên 1980, các công ty bảo hiểm đã có thu nhập từ đầu tư cao làm cho họ có thể giữ suất phí bảo hiểm (insurance rate) thấp. Tuy nhiên, kể từ đó, thu nhập từ đầu tư giảm theo sự sụt giảm lãi suất, trong khi sự gia tăng các vụ tố tụng liên quan đến bảo hiểm tài sản và tai họa cũng như sự bùng nổ những số tiền bồi thường theo phán quyết của tòa án trong những vụ kiện như thế đã tạo ra những khoản mất mát đáng kể cho các công ty bảo hiểm.

Để có được khả năng sinh lời như trước kia, các công ty bảo hiểm đã tăng các suất phí bảo hiểm của họ lên vùn vụt – đôi khi tăng gấp đôi hay thậm chí gấp ba phí bảo hiểm – và đã từ chối không bảo hiểm cho một số người. Các công ty bảo hiểm cũng tích cực vận động cho việc áp dụng các giới hạn đối với tiền chi trả bảo hiểm, đặc biệt là đối với sai phạm về y tế. Trong việc tìm kiếm lợi nhuận, các công ty bảo hiểm cũng mở rộng sang lĩnh vực hoạt động xa lạ bằng

cách bảo hiểm việc thanh toán tiền lãi trên các trái phiếu đô thị và trái phiếu công ty và trên các chứng khoán bảo đảm bằng tài sản thế chấp. Một điều lo ngại là các công ty bảo hiểm có thể chấp nhận rủi ro quá mức để làm tăng lợi nhuận. Mỗi quan ngại về sự lành mạnh của ngành bảo hiểm tài sản và tai họa dẫn đến kết quả là các nhà quản lý ngành bảo hiểm đã đề xuất các qui tắc mới, mà các qui tắc này sẽ áp đặt những yêu cầu bắt buộc về vốn trên cơ sở rủi ro đối với các công ty này dựa trên mức độ rủi ro của tài sản và hoạt động của họ.

Các chính sách đầu tư của các công ty này chịu ảnh hưởng của hai sự thực cơ bản. Thứ nhất, bởi vì các công ty này phải chịu thuế thu nhập liên bang, nên phần lớn nhất của tài sản của họ được nắm giữ dưới dạng trái phiếu đô thị miễn thuế. Thứ hai, bởi vì những tổn thất về tài sản khó biết chắc hơn tỷ lệ tử vong của dân số, nên những công ty bảo hiểm này có khả năng tiên đoán kém hơn về việc họ sẽ phải chi trả bao nhiêu cho những người nắm giữ hợp đồng bảo hiểm so với các công ty bảo hiểm nhân thọ. Thiên tai hay những thảm họa không phải do thiên nhiên như vụ động đất ở Los Angeles năm 1994 và Hurricane Floyd (bão tố) năm 1999, tàn phá nhiều phần của Vùng Duyên hải phía Đông, và vụ phá hủy Trung tâm Thương mại Thế giới vào ngày 11 tháng 9 năm 2001 đã làm cho các công ty bảo hiểm tài sản và tai họa tổn thất hàng tỷ đô la. Vì thế, các công ty bảo hiểm tài sản và tai họa nắm giữ nhiều tài sản để thanh khoản hơn các công ty bảo hiểm nhân thọ; các trái phiếu đô thị và chứng khoán của chính phủ Hoa Kỳ chiếm hơn một nửa tài sản của họ, và hầu hết tài sản còn lại được giữ dưới dạng trái phiếu và cổ phiếu công ty.

Các công ty bảo hiểm tài sản và tai họa sẽ bảo hiểm tổn thất do hầu hết các loại biến cố, bao gồm hỏa hoạn, trộm cắp, cướp, sai phạm, động đất, và tai nạn xe cộ. Nếu tổn thất được bảo hiểm quá lớn đến nỗi không có một công ty nào đảm nhận được thì vài công ty có thể cùng nhau viết một hợp đồng bảo hiểm để chia sẻ rủi ro. Các công ty bảo hiểm cũng có thể giảm mức độ chịu rủi ro của mình bằng cách nhờ công ty bảo hiểm khác **tái bảo hiểm** cho mình. Việc tái bảo hiểm phân bổ một phần rủi ro cho một công ty khác, và đôi lại công ty này được hưởng một phần của phí bảo hiểm. Tái bảo hiểm đặc biệt quan trọng đối với các công ty bảo hiểm nhỏ. Bạn có thể nghĩ về việc tái bảo hiểm như là bảo hiểm cho công ty bảo hiểm. Hoạt động chia sẻ rủi ro nổi tiếng nhất là Lloyd's of London, đây là một hội mà trong đó các công ty bảo hiểm khác nhau có thể chấp nhận bảo hiểm một phần hợp đồng bảo hiểm. Lloyd's of London đã khẳng định sẽ bảo hiểm để phòng bất kỳ tình trạng bất ngờ nào – tất nhiên là với giá cao.

Mối đe dọa cạnh tranh từ ngành ngân hàng

Cho đến gần đây, các ngân hàng đã bị hạn chế về khả năng bán các sản phẩm bảo hiểm nhân thọ. Tuy nhiên, tình trạng này đang thay đổi nhanh chóng. Trên hai phần ba các tiểu bang cho phép ngân hàng bán bảo hiểm nhân thọ dưới hình thức này hoặc hình thức khác. Trong những năm gần đây, các cơ quan có thẩm quyền quản lý ngân hàng, đặc biệt là Văn phòng Kiểm Soát viên Tiền tệ (OCC) cũng đã khuyến khích các ngân hàng tham gia vào lĩnh vực bảo hiểm, bởi vì đi vào bảo hiểm sẽ giúp các ngân hàng đa dạng hóa hoạt động kinh doanh, qua đó cải thiện sự lành mạnh về kinh tế của ngân hàng và làm cho ngân hàng ít có khả năng xảy ra thất bại hơn. Thí dụ, năm 1990, OCC đã quyết định rằng việc bán các niên kim là một hình thức đầu tư phụ trợ cho hoạt động kinh doanh của ngân hàng và, vì thế, đó là một hoạt động ngân hàng được phép. Kết quả là thị phần của ngân hàng trên thị trường niên kim đã vượt quá 20%. Hiện nay, hơn 40% các ngân hàng bán các sản phẩm bảo hiểm, và người ta dự kiến con số này sẽ tăng lên trong tương lai.

Các công ty bảo hiểm và các đại lý của họ phản ứng trước mối đe dọa cạnh tranh này bằng cả các vụ tố tụng lẫn những hành động vận động hành lang để ngăn không cho các ngân hàng tham gia vào hoạt động kinh doanh bảo hiểm. Các nỗ lực nói trên của họ đã bị cản trở bởi nhiều quyết định của Tòa án Tối cao có lợi cho các ngân hàng. Đặc biệt quan trọng là một quyết định có lợi cho Ngân hàng Barnet vào tháng ba năm 1996, nêu rõ rằng các luật của tiểu bang ngăn cản không cho các ngân hàng bán bảo hiểm có thể bị thay thế bởi quyết định của các cơ quan quản lý ngân hàng cho phép các ngân hàng bán bảo hiểm. Quyết định nói trên đã bật đèn xanh cho các ngân hàng đẩy mạnh các hoạt động bảo hiểm của mình. Ngoài ra, với việc thông qua Đạo luật Gramm – Leach – Bliley năm 1999, các định chế ngân hàng sẽ tham gia nhiều hơn vào hoạt động kinh doanh bảo hiểm, như thế xóa mờ đi sự phân biệt giữa các công ty bảo hiểm và ngân hàng.

ÁP DỤNG

Quản lý Bảo hiểm

Giống như hoạt động ngân hàng, bảo hiểm là một hoạt động trung gian tài chính chuyển đổi một loại tài sản này thành một loại tài sản khác cho công chúng. Những nhà cung cấp bảo hiểm sử dụng phí bảo hiểm được trả đối với các hợp đồng bảo hiểm (đơn bảo hiểm) để đầu tư vào các tài sản như trái phiếu, cổ phiếu, kế ước thế chấp bất động sản, và các khoản vay khác; kế đó thu nhập từ những tài sản này được sử dụng để chi trả các khoản phải bồi thường đối với các hợp đồng bảo hiểm. Thực ra là các nhà bảo hiểm chuyển đổi các tài sản như trái phiếu, cổ phiếu, khoản vay thành các hợp đồng bảo hiểm cung cấp một tập hợp các dịch vụ (thí dụ, điều chỉnh trái quyền, kế hoạch tiết kiệm, đại lý bảo hiểm ái hữu). Nếu qui trình sản xuất chuyển đổi tài sản của nhà bảo hiểm cung cấp một cách hiệu quả cho khách hàng các dịch vụ bảo hiểm thỏa đáng với chi phí thấp và nếu nhà bảo hiểm này có thể thu được suất sinh lợi cao từ đầu tư của mình thì nhà bảo hiểm này sẽ kiếm được lợi nhuận; nếu không thì sẽ bị thua lỗ.

Trong Chương 9, các khái niệm kinh tế về sự lựa chọn theo hướng bất lợi và tâm lý ý lại đã giúp chúng ta hiểu được các nguyên tắc quản lý ngân hàng liên quan đến việc quản lý rủi ro tín dụng; nhiều trong số các nguyên tắc giống như thế này cũng áp dụng cho các hoạt động cho vay của các nhà bảo hiểm. Một lần nữa, ở đây chúng ta áp dụng các khái niệm về sự lựa chọn theo hướng bất lợi và về tâm lý ý lại để giải thích nhiều thông lệ thực hành quản lý chuyên biệt cho bảo hiểm.

Trong trường hợp một hợp đồng bảo hiểm, tâm lý ý lại phát sinh khi sự tồn tại của bảo hiểm khuyến khích bên được bảo hiểm chấp nhận những rủi ro làm tăng khả năng xảy ra việc phải chi trả bảo hiểm. Thí dụ, một người đã được bảo hiểm mất trộm có thể không thực hiện nhiều biện pháp phòng ngừa, như những người chưa được bảo hiểm, để tránh bị mất trộm bởi vì công ty bảo hiểm sẽ hoàn trả hầu hết tổn thất khi một vụ trộm xảy ra. Khái niệm về sự lựa chọn theo hướng bất lợi cho rằng những người có khả năng nhất trong việc nhận những khoản bồi thường bảo hiểm lớn là những người muốn mua bảo hiểm nhất. Thí dụ, một người bị bệnh nan y ở vào giai đoạn cuối sẽ muốn ký những hợp đồng bảo hiểm y tế và nhân thọ với khoản tiền lớn nhất có thể được, qua đó làm cho công ty bảo hiểm phải chịu tổn thất tiềm tàng lớn. Cả sự lựa chọn theo hướng bất lợi lẫn tâm lý ý lại đều có thể dẫn đến những tổn thất lớn cho các công ty bảo hiểm, bởi vì những điều này dẫn đến tiền chi trả cao hơn đối với các khiếu nại đòi bồi thường bảo hiểm. Vì thế, việc làm giảm sự lựa chọn theo hướng bất lợi và tâm lý ý lại để hạ thấp tiền chi trả nói trên là một mục tiêu quan trọng của các công ty bảo hiểm, và mục tiêu này giải thích các thông lệ thực hành trong ngành bảo hiểm mà chúng ta sẽ thảo luận ở đây.

Sàng lọc

Để làm giảm sự lựa chọn theo hướng bất lợi, các nhà cung cấp bảo hiểm cố gắng sàng lọc những rủi ro bảo hiểm tốt ra khỏi những rủi ro bảo hiểm xấu. Vì thế cho nên các qui trình thu thập thông tin hiệu quả là một nguyên tắc quan trọng của việc quản lý bảo hiểm.

Khi bạn nộp đơn xin bảo hiểm, điều đầu tiên nhân viên bảo hiểm làm là hỏi bạn các câu hỏi về hồ sơ lái xe của bạn (số giấy phạt chạy quá tốc độ cho phép, số tai nạn đã gây ra), loại xe bạn bảo hiểm, và một số yếu tố về cá nhân bạn (tuổi, tình trạng gia đình). Nếu bạn xin bảo hiểm nhân thọ, bạn cũng sẽ đi qua một cuộc hạch hỏi tương tự như thế, nhưng bạn được hỏi thậm chí nhiều câu hỏi về cá nhân hơn như về sức khỏe, thói quen hút thuốc, việc sử dụng rượu và ma túy. Nhà bảo hiểm nhân thọ thậm chí còn đưa bạn đi khám sức khỏe (thường

được thực hiện bởi một công ty độc lập) bao gồm cả việc lấy mẫu máu và nước tiểu. Giống như một ngân hàng tính toán điểm tín dụng để đánh giá một người vay tương lai, các nhà bảo hiểm sử dụng thông tin bạn cung cấp để phân bổ bạn vào một nhóm rủi ro – đó là một ước lượng thống kê về khả năng xảy ra việc bạn sẽ khiếu nại đòi bồi thường bảo hiểm. Dựa trên thông tin này, nhà bảo hiểm có thể quyết định liệu có nên chấp nhận bảo hiểm cho bạn hay từ chối bạn với lý do bạn gây ra rủi ro quá cao và do đó sẽ là một khách hàng không thể mang lại lợi nhuận cho nhà bảo hiểm.

Phí bảo hiểm dựa trên rủi ro

Việc tính phí bảo hiểm dựa trên cơ sở mức độ rủi ro mà một người nắm giữ hợp đồng bảo hiểm gây ra cho nhà cung cấp bảo hiểm là nguyên tắc đã đi vào truyền thống trong việc quản lý bảo hiểm. Sự lựa chọn theo hướng bất lợi giải thích tại sao nguyên tắc này quan trọng như thế đối với khả năng sinh lời của các công ty bảo hiểm.

Để hiểu tại sao một nhà cung cấp bảo hiểm thấy cần phải có phí bảo hiểm dựa trên rủi ro, chúng ta hãy xem xét một thí dụ về phí bảo hiểm dựa trên rủi ro mà mới thoạt nhìn thì dường như là không công bằng. Anh Harry và chị Sally, cả hai đều là sinh viên đại học với thành tích không gây tai nạn giao thông hay bị phạt vì chạy quá tốc độ, xin bảo hiểm ô tô. Thông thường thì anh Harry sẽ bị tính phí bảo hiểm cao hơn nhiều so với chị Sally. Nhà cung cấp bảo hiểm làm như thế bởi vì đàn ông trẻ có tỷ lệ tai nạn ô tô cao hơn nhiều so với phụ nữ trẻ. Tuy nhiên, giả sử rằng một nhà bảo hiểm không tính phí bảo hiểm dựa trên sự phân loại rủi ro mà chỉ tính một phí bảo hiểm dựa trên rủi ro kết hợp trung bình đối với cả đàn ông lẫn phụ nữ. Thì lúc đó chị Sally sẽ bị tính phí bảo hiểm quá nhiều và anh Harry sẽ quá ít. Chị Sally có thể đi đến một nhà bảo hiểm khác và được hưởng suất phí bảo hiểm thấp hơn, trong khi anh Harry sẽ ký hợp đồng bảo hiểm. Bởi vì phí bảo hiểm mà anh Harry phải nộp không đủ cao để trang trải các tai nạn mà anh rất có thể gặp, tính theo trung bình thì nhà cung cấp bảo hiểm sẽ mất tiền đối với anh Harry. Chỉ với phí bảo hiểm dựa trên sự phân loại rủi ro, sao cho anh Harry được tính phí nhiều hơn, thì nhà cung cấp bảo hiểm mới có thể có được lợi nhuận.¹

Các điều khoản hạn chế

Các điều khoản hạn chế trong hợp đồng bảo hiểm là một công cụ quản lý bảo hiểm để làm giảm tâm lý ý lại. Những điều khoản như thế làm cho những người nắm giữ hợp đồng bảo hiểm nản lòng không muốn tham gia vào các hoạt động rủi ro, mà những hoạt động này làm cho việc khiếu nại đòi bồi thường bảo hiểm có khả năng xảy ra nhiều hơn. Thí dụ, những nhà cung cấp bảo hiểm nhân thọ có các điều khoản trong hợp đồng bảo hiểm của họ qui định sẽ không trả trợ cấp tử vong nếu người được bảo hiểm tự tử trong vòng hai năm đầu kể từ khi hợp đồng bảo hiểm có hiệu lực. Các điều khoản hạn chế cũng có thể đòi hỏi người được bảo hiểm có hành vi nhất định nào đó. Nhà bảo hiểm có thể đòi hỏi một công ty cho thuê xe xi-cút-tơ cung cấp mũ bảo hộ cho những người thuê xe khi bảo hiểm bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào gắn với việc cho thuê xe này. Vai trò của các điều khoản hạn chế này chẳng khác gì vai trò của các điều khoản hạn chế đối với các hợp đồng vay nợ trong Chương 8: Cả hai đều nhằm làm giảm tâm lý ý lại bằng cách loại bỏ hành vi không mong muốn.

Ngăn ngừa sự gian lận

Các nhà cung cấp bảo hiểm cũng đối mặt với tâm lý ý lại bởi vì người được bảo hiểm có động cơ khuyến khích mình nói láo với nhà bảo hiểm và tìm cách khiếu nại đòi bồi thường ngay cả khi việc khiếu nại đó không hợp lệ. Thí dụ, một người không tuân thủ các điều khoản hạn chế của hợp đồng bảo hiểm có thể vẫn nộp đơn khiếu nại đòi bồi thường bảo hiểm. Thậm chí còn tệ hơn, một người có thể nộp đơn khiếu nại đòi bồi thường về những sự cố đã không thực sự xảy ra. Như thế, một nguyên tắc quản lý quan trọng đối với các nhà cung cấp bảo hiểm là tiến hành các cuộc điều tra để ngăn ngừa sự gian lận, sao cho chỉ những người nắm giữ hợp đồng bảo hiểm với những khiếu nại đòi bồi thường hợp lệ mới nhận được tiền bồi thường.

Hủy bỏ bảo hiểm

Việc sẵn sàng hủy bỏ các hợp đồng bảo hiểm là một công cụ quản lý bảo hiểm khác. Các nhà cung cấp bảo hiểm có thể làm cho người được bảo hiểm nản lòng không muốn có tâm lý ý lại bằng cách đe dọa hủy bỏ hợp đồng bảo hiểm khi người được bảo hiểm tham gia vào các hoạt động vốn làm cho việc khiếu nại đòi bồi thường có khả năng xảy ra nhiều hơn. Nếu công ty bảo hiểm ô tô của bạn qui định rõ ràng rằng việc bảo hiểm sẽ bị hủy bỏ khi một người lái xe bị quá nhiều giấy phạt chạy quá tốc độ thì bạn sẽ ít có khả năng chạy quá tốc độ hơn.

¹ Lưu ý rằng thí dụ ở đây thực ra là vấn đề thị trường ô tô cũ được mô tả trong Chương 8

Các khoản miễn bồi thường

Khoản miễn bồi thường là khoản tiền cố định mà tổn thất của người được bảo hiểm bị trừ đi khi chi trả tiền bồi thường bảo hiểm. Thí dụ, khoản miễn bồi thường 250 đô la đối với một hợp đồng bảo hiểm ô tô có nghĩa là nếu bạn bị tổn thất 1.000 đô la do tai nạn, nhà bảo hiểm sẽ chỉ trả cho bạn 750 đô la. Khoản miễn bồi thường là một công cụ quản lý bổ sung giúp các nhà cung cấp bảo hiểm làm giảm tâm lý ý lại. Với khoản miễn bồi thường, bạn chịu một khoản tổn thất cùng với nhà bảo hiểm khi bạn khiếu nại đòi bồi thường. Bởi vì bạn cũng sẽ bị mất mát khi bạn gặp tai nạn nên bạn có động cơ khuyến khích lái xe cẩn thận hơn. Như thế, khoản miễn bồi thường làm cho người nắm giữ hợp đồng bảo hiểm hành động phù hợp hơn với những điều có thể mang lại lợi nhuận cho nhà bảo hiểm; tâm lý ý lại được giảm đi. Và do tâm lý ý lại được giảm đi, nhà cung cấp bảo hiểm có thể hạ thấp phí bảo hiểm một mức thừa sức đền bù cho người nắm giữ hợp đồng bảo hiểm về việc họ phải chịu khoản miễn bồi thường đó. Một chức năng khác của khoản miễn bồi thường là loại bỏ chi phí quản lý hành chính trong việc giải quyết những khoản khiếu nại đòi bồi thường nhỏ bằng cách buộc người được bảo hiểm gánh chịu các tổn thất này.

Đồng bảo hiểm giữa nhà bảo hiểm và người được bảo hiểm

Khi người nắm giữ hợp đồng bảo hiểm chia sẻ một tỷ lệ phần trăm của tổn thất cùng với nhà bảo hiểm thì thỏa thuận của họ được gọi là **đồng bảo hiểm** giữa nhà bảo hiểm và người được bảo hiểm. Thí dụ, một số kế hoạch bảo hiểm y tế cung cấp bảo hiểm cho 80% các hóa đơn y tế, và người được bảo hiểm trả 20% sau khi một khoản miễn bồi thường nhất định đã được thực hiện. Đồng bảo hiểm giữa nhà bảo hiểm và người được bảo hiểm có tác dụng làm giảm tâm lý ý lại theo cách thức giống y như khoản miễn bồi thường. Một người nắm giữ hợp đồng bảo hiểm mà phải chịu tổn thất cùng với nhà bảo hiểm thì sẽ có ít động cơ thực hiện các hành động dẫn đến những khoản tiền đòi bồi thường bảo hiểm cao hơn ví dụ như đi bác sĩ khám bệnh một cách không cần thiết. Như thế đồng bảo hiểm giữa nhà bảo hiểm và người được bảo hiểm là một công cụ quản lý hữu ích khác của các nhà cung cấp bảo hiểm.

Các giới hạn đối với số tiền bảo hiểm

Một nguyên tắc quan trọng khác trong quản lý bảo hiểm là cần phải có những giới hạn đối với số tiền bảo hiểm, cho dù khách hàng sẵn lòng chi trả cho mức bao phủ bảo hiểm nhiều hơn. Mức bao phủ bảo hiểm càng cao thì người được bảo hiểm có thể được lợi càng nhiều từ các hoạt động rủi ro làm cho việc chi trả tiền bồi thường bảo hiểm có khả năng xảy ra nhiều hơn và do đó người được bảo hiểm có tâm lý ý lại nhiều hơn. Thí dụ, nếu xe hơi của Zelda đã được bảo hiểm với số tiền bảo hiểm cao hơn giá trị thực sự của nó, thì cô ấy có thể không thực hiện những biện pháp đề phòng thỏa đáng để ngăn ngừa trộm cắp, ví dụ như luôn luôn rút chìa khóa xe ra hay gắn một hệ thống báo động vào. Nếu như xe của cô bị trộm, cô sẽ có lợi bởi vì khoản thanh toán bảo hiểm vượt mức sẽ cho phép cô mua một chiếc xe khác thậm chí còn tốt hơn. Ngược lại, khi những khoản thanh toán bảo hiểm thấp hơn giá trị của chiếc xe, cô sẽ chịu tổn thất nếu xe bị trộm và như thế sẽ thực hiện những biện pháp đề phòng để ngăn ngừa việc mất trộm xe. Các nhà cung cấp bảo hiểm phải luôn luôn nắm chắc rằng mức bao phủ bảo hiểm của họ không cao đến mức mà tâm lý ý lại dẫn đến những tổn thất lớn.

Tóm tắt

Quản lý bảo hiểm hiệu quả đòi hỏi nhiều thông lệ thực hành: việc thu thập thông tin và sàng lọc những người nắm giữ hợp đồng bảo hiểm tương lai, các phí bảo hiểm dựa trên rủi ro, các điều khoản hạn chế, sự ngăn ngừa gian lận, sự hủy bỏ bảo hiểm, các khoản miễn bồi thường, đồng bảo hiểm giữa nhà bảo hiểm và người được bảo hiểm, và các giới hạn đối với số tiền bảo hiểm. Tất cả những thông lệ thực hành này làm giảm tâm lý ý lại và sự lựa chọn theo hướng bất lợi bằng cách làm cho những người nắm giữ hợp đồng bảo hiểm khó hưởng lợi hơn từ việc tham gia vào các hoạt động làm tăng số tiền và khả năng xảy ra khiếu nại đòi bồi thường bảo hiểm. Với những lợi ích có sẵn ít hơn, những người có rủi ro bảo hiểm xấu (tức là những người ngay từ đầu có khả năng tham gia nhiều hơn vào các hoạt động nói trên) nhận thấy có ít lợi ích hơn từ việc bảo hiểm này và như thế ít có khả năng họ tìm cách bảo hiểm.

CÁC QUỸ HƯU TRÍ

Trong việc thực hiện chức năng chuyển đổi tài sản của trung gian tài chính, các quỹ hưu trí cung cấp cho công chúng một loại bảo vệ khác: những khoản chi trả thu nhập khi về hưu. Những người chủ tuyển dụng lao động, các hội, đoàn hay các cá nhân đều có thể thiết lập các kế hoạch hưu trí, thu nhận các nguồn tiền thông qua những khoản đóng góp do những người tham gia vào kế hoạch hưu trí đó trả. Như chúng ta có thể thấy trong Bảng 1, tầm quan trọng của các kế hoạch hưu trí cả công lẫn tư đều tăng lên, với tỷ trọng của chúng trong tổng tài sản trung gian tài chính tăng từ 10% vào cuối năm 1960 lên đến 22,6% vào cuối năm 2002. Chính sách thuế liên bang của Hoa Kỳ là yếu tố chính đằng sau sự tăng trưởng nhanh của các quỹ hưu trí bởi vì những khoản đóng góp của chủ tuyển dụng lao động vào các kế hoạch hưu trí của người làm công được khấu trừ thuế (tax – deductible). Hơn nữa, chính sách thuế của Hoa Kỳ cũng khuyến khích người làm công đóng góp vào các quỹ hưu trí bằng cách làm cho các khoản đóng góp này cũng được khấu trừ thuế và bằng cách làm cho các cá nhân tự làm việc cho mình có thể mở ra các kế hoạch hưu trí tránh thuế của riêng họ, các kế hoạch Keogh, và các tài khoản hưu trí cá nhân (IRAS).

Do những khoản trợ cấp được chi trả mỗi năm của quỹ hưu trí có thể tiên đoán được khá chính xác, nên các quỹ hưu trí đầu tư vào các chứng khoán dài hạn, với phần lớn tài sản được nắm giữ dưới dạng trái phiếu, cổ phiếu, và khế ước thế chấp bất động sản dài hạn. Các vấn đề quản lý chủ yếu của các quỹ hưu trí xoay quanh việc quản lý tài sản: Các nhà quản lý quỹ hưu trí cố gắng nắm giữ các tài sản có suất sinh lợi kỳ vọng cao và hạ thấp rủi ro thông qua sự đa dạng hóa. Họ cũng sử dụng các kỹ thuật chúng ta đã thảo luận trong Chương 9 để quản lý rủi ro tín dụng và lãi suất. Các chiến lược đầu tư của các kế hoạch hưu trí đã thay đổi triệt để qua thời gian. Do hậu quả của Thế chiến Thứ 2, hầu hết tài sản của các quỹ hưu trí đã được giữ dưới dạng trái phiếu chính phủ, với ít hơn 1% dưới dạng cổ phiếu. Tuy nhiên, kết quả tốt của các cổ phiếu trong những thập niên 1950 và 1960 đã mang lại cho các kế hoạch hưu trí suất sinh lợi cao hơn. Điều này làm cho họ chuyển các danh mục đầu tư của họ vào cổ phiếu, hiện nay chiếm vào khoảng hai phần ba tài sản của họ. Kết quả là các kế hoạch hưu trí hiện nay có sự hiện diện mạnh hơn nhiều trên thị trường cổ phiếu: Vào đầu thập niên 1950, họ nắm giữ vào khoảng 1% cổ phiếu công ty lưu hành; hiện nay họ nắm giữ vào khoảng 25%. Các quỹ hưu trí hiện là những đầu thủ chi phối trên thị trường cổ phiếu.

Mặc dù mục đích của tất cả kế hoạch hưu trí đều như nhau, song chúng có thể có một số thuộc tính khác nhau. Thứ nhất là phương pháp thực hiện chi trả: Nếu phúc lợi được xác định bởi những khoản đóng góp vào kế hoạch hưu trí và thu nhập của chúng thì kế hoạch hưu trí đó là một **kế hoạch định hạn mức đóng góp (defined – contribution plan)**; nếu các khoản chi trả thu nhập trong tương lai (phúc lợi) được ấn định trước, thì kế hoạch hưu trí đó là **kế hoạch định hạn mức phúc lợi (defined – benefit plan)**. Trong trường hợp kế hoạch định hạn mức phúc lợi hưu trí, có một thuộc tính khác liên quan đến việc kế hoạch đó được cung cấp tiền như thế nào. Một kế hoạch định hạn mức phúc lợi hưu trí **được cung cấp tiền hoàn toàn** nếu như những khoản đóng góp vào kế hoạch hưu trí và thu nhập của chúng qua các năm đủ để chi trả phúc lợi đã được ấn định khi đến hạn. Nếu các khoản đóng góp và thu nhập của chúng không đủ để chi trả như trên thì kế hoạch hưu trí đó **được cung cấp tiền chưa đủ (underfunded)**. Thí dụ, nếu Jane Brown đóng góp 100 đô la mỗi năm vào kế hoạch hưu trí của cô và lãi suất là 10%, sau mười năm các khoản đóng góp và thu nhập của chúng sẽ có trị giá là 1.753 đô la.² Nếu phúc lợi được ấn định

² \$100 đóng góp vào năm 1 sẽ có giá trị $100 \times (1 + 0,10)^{10} = \$259,37$ vào cuối mười năm; \$100 đóng góp vào năm 2 sẽ có giá trị $100 \times (1 + 0,10)^9 = \$235,79$, và cứ như thế cho đến \$100 đóng góp vào năm thứ 10 sẽ có giá trị \$100

theo kế hoạch hưu trí của cô chi trả cho cô 1.753 đô la hay ít hơn sau mười năm, thì kế hoạch hưu trí đó được cung cấp tiền hoàn toàn bởi vì các khoản đóng góp của cô và thu nhập của chúng sẽ đủ cho việc chi trả nói trên hoàn toàn. Nhưng nếu phúc lợi được ấn định là 2.000 đô la, thì kế hoạch hưu trí này được cung cấp tiền chưa đủ, bởi vì các khoản đóng góp của cô và thu nhập của chúng không trang trải đủ cho số tiền 2.000 đô la này.

Một đặc điểm thứ hai của các kế hoạch hưu trí là thời gian *trao quyền hưởng lợi*, đó là khoảng thời gian mà một người phải được ghi danh vào kế hoạch hưu trí (bằng cách là thành viên của một hội đoàn hay người làm công của một công ty) trước khi được quyền nhận phúc lợi hưu trí. Thông thường, các công ty đòi hỏi người làm công phải làm việc năm năm cho công ty trước khi được trao quyền hưởng lợi và đủ tư cách nhận phúc lợi hưu trí; nếu người làm công rời bỏ công ty trước khi làm đủ năm năm, hoặc do bỏ việc hoặc do bị đuổi việc, thì sẽ bị mất tất cả quyền hưởng phúc lợi.

Các kế hoạch hưu trí tư nhân

Các kế hoạch hưu trí tư nhân được quản lý bởi ngân hàng, công ty bảo hiểm nhân thọ, hay một nhà quản lý quỹ hưu trí. Trong các kế hoạch hưu trí được chủ sử dụng lao động bảo trợ, những khoản đóng góp thường được người chủ và người làm công chia xẻ. Nhiều kế hoạch hưu trí của các công ty được cung cấp tiền chưa đủ (*underfunded*) bởi vì chúng dự định lấy thu nhập hiện hành để hoàn thành các nghĩa vụ trả tiền hưu trí khi các khoản phúc lợi đến hạn phải trả. Nếu các công ty có đủ thu nhập thì việc cung cấp tiền chưa đủ của quỹ hưu trí không gây ra vấn đề khó khăn gì. Nhưng nếu các công ty không có đủ thu nhập thì có thể không có khả năng hoàn thành các nghĩa vụ trả tiền hưu trí. Do những vấn đề tiềm tàng gây nên bởi việc các quỹ hưu trí của công ty được cung cấp tiền chưa đủ, việc quản lý sai lầm, các thông lệ thực hành gian dối, và những sự lạm dụng khác đối với các quỹ hưu trí tư nhân (các quỹ hưu trí của tài xế xe tải khét tiếng về phương diện này), nên Quốc hội đã ban hành Đạo luật về An toàn Thu nhập Hưu trí cho Người làm công (ERISA) vào năm 1974. Đạo luật này thiết lập những tiêu chuẩn tối thiểu đối với việc báo cáo và cáo bạch (công khai) thông tin, ấn định những qui tắc về trao quyền hưởng lợi và mức độ cung cấp tiền chưa đủ (*underfunding*) đặt ra những hạn chế đối với thông lệ đầu tư, và giao phó trách nhiệm giám sát quản lý cho Bộ Lao động.

ERISA cũng tạo ra Công ty Bảo đảm Phúc lợi Hưu trí (gọi là “Penny Benny”), công ty này thực hiện vai trò tương tự như vai trò của FDIC. Penny Benny bảo đảm phúc lợi hưu trí lên đến một mức giới hạn (hiện nay là trên 40.000 đô la một năm mỗi người) nếu một công ty có kế hoạch hưu trí được cung cấp tiền chưa đủ (*underfunded*) bị phá sản hay không thể hoàn thành các nghĩa vụ trả tiền hưu trí vì các lý do khác. Penny Benny tính phí bảo hiểm đối với các kế hoạch hưu trí để chi trả cho sự bảo hiểm này, và Penny Benny cũng có thể vay tiền lên đến 100 triệu đô la từ Kho bạc của Mỹ. Thật đáng tiếc là vấn đề các kế hoạch hưu trí được cung cấp tiền chưa đủ đã tồi tệ hơn trong những năm gần đây. Vào năm 1993, bộ trưởng bộ lao động đã chỉ ra rằng mức cung cấp tiền chưa đủ đã vượt quá 45 tỷ đô la, với chỉ một kế hoạch hưu trí của một công ty, đó là kế hoạch hưu trí của General Motors, đã được cung cấp tiền chưa đủ ở mức 11,8 tỷ đô la. Kết quả là, Penny Benny, bảo hiểm tiền hưu trí cho một phần ba số công nhân, có thể phải trả tiền nếu các công ty có các quỹ hưu trí lớn được cung cấp tiền chưa đủ phá sản.

$x(1 + 0,10) = \$110$. Cộng các con số này lại với nhau, chúng ta có được giá trị tổng cộng của các khoản đóng góp này và thu nhập của chúng vào cuối mười năm:

$$\begin{aligned} & \$259,37 + \$235,79 + \$214,36 + \$194,87 + \$177,16 \\ & + \$161,05 + \$146,41 + \$133,10 + \$121,00 + \$110,00 = \$1.753,11 \end{aligned}$$

Các kế hoạch hưu trí công

Kế hoạch hưu trí công quan trọng nhất là An sinh Xã hội (Social Security) (Quỹ Bảo hiểm Tuổi già và Người Sống sót), bảo hiểm cho hầu như tất cả mọi người làm việc trong khu vực tư nhân. Các nguồn tiền nhận từ công nhân thông qua các khoản khấu trừ, theo Đạo luật Đóng góp Bảo hiểm Liên bang (FICA), từ séc lương của họ hay từ chủ sử dụng lao động qua thuế quỹ lương. Các phúc lợi về An sinh Xã hội bao gồm thu nhập hưu trí, các khoản thanh toán chăm sóc y tế, và trợ cấp cho người mất sức lao động.

Khi hệ thống An sinh Xã hội được thiết lập năm 1935, chính phủ liên bang dự định vận hành quỹ này như một quỹ hưu trí tư nhân. Tuy nhiên, không giống như một kế hoạch hưu trí tư nhân, phúc lợi thường được chi trả lấy từ tiền đóng góp hiện hành, chứ không gắn chặt với các khoản đóng góp trong quá khứ của người tham gia. Hệ thống “pay as you go” (“thu được bao nhiêu thì trả ngay bấy nhiêu”) có lúc đã dẫn đến mức cung cấp tiền chưa đủ hết sức lớn, ước tính trên 1 ngàn tỷ đô la.

Các vấn đề của hệ thống An sinh Xã hội có thể trở nên xấu hơn trong tương lai do sự gia tăng số người về hưu so với dân số còn đi làm. Quốc hội đã cố khắc phục các vấn đề của hệ thống An sinh Xã hội trong nhiều năm, nhưng viễn cảnh của một sự đột biến lớn lao về số người nghỉ hưu, khi 77 tỷ trẻ em sinh ra trong thời kỳ bùng nổ sinh đẻ từ năm 1946 đến 1964 bắt đầu về hưu vào năm 2011, đã dẫn đến những lời kêu gọi phải tiến hành một cuộc “phẫu thuật” triệt để hệ thống An sinh Xã hội (Xem Hộp 1).

Giống như những người chủ tư nhân, các chính quyền tiểu bang, địa phương và chính phủ liên bang, cũng đã thiết lập các kế hoạch hưu trí cho người làm việc cho họ. Các kế hoạch này hoạt động hầu như giống hệt các kế hoạch hưu trí tư nhân và nắm giữ những tài sản tương tự. Việc cung cấp tiền chưa đủ (underfunding) của các kế hoạch này cũng phổ biến, và một số nhà đầu tư vào trái phiếu đô thị lo lắng rằng điều đó có thể dẫn đến những khó khăn trong tương lai về khả năng hoàn thành các nghĩa vụ nợ của chính quyền tiểu bang và chính quyền địa phương.

Hộp 1 Có nên tư nhân hóa hệ thống An sinh Xã hội?

Trong những năm gần đây, lòng tin của công chúng vào hệ thống An sinh Xã hội của Hoa Kỳ đã xuống một mức thấp mới. Một số cuộc điều tra cho thấy rằng người còn trẻ có lòng tin vào sự tồn tại của đĩa bay còn cao hơn lòng tin vào lời hứa hẹn của chính phủ sẽ trả cho họ các phúc lợi về An sinh Xã hội. Nếu không đại tu hệ thống An sinh Xã hội thì hệ thống này sẽ không có khả năng hoàn thành các nghĩa vụ của mình trong tương lai. Chính phủ Hoa Kỳ đã thành lập các ủy ban cố vấn và đã tổ chức các phiên điều trần để giải quyết vấn đề này.

Hiện nay, các tài sản của hệ thống An sinh Xã hội, nằm trong một quỹ tín thác, đều được đầu tư vào chứng khoán Kho bạc Hoa Kỳ. Bởi vì cổ phiếu và trái phiếu công ty có suất sinh lợi cao hơn so với chứng khoán Kho bạc, nên nhiều đề án cứu vãn hệ thống An sinh Xã hội đề xuất đầu tư một phần quỹ tín thác vào các chứng khoán công ty và như thế là tư nhân hóa một phần hệ thống An sinh Xã hội.

Những đề xuất tư nhân hóa có ba hình thức cơ bản:

1. *Chính phủ đầu tư tài sản trong quỹ tín thác vào các chứng khoán công ty.* Kế hoạch này có ưu điểm là có thể cải thiện sinh lợi chung của quỹ tín thác, trong khi giảm đến mức thấp nhất các chi phí giao dịch bởi vì kế hoạch này khai thác được lợi thế kinh tế nhờ qui mô của quỹ tín thác. Những người chỉ trích kế hoạch này cảnh báo rằng quyền sở hữu của chính phủ đối với tài sản tư

nhân có thể dẫn đến gia tăng sự can thiệp của chính phủ vào khu vực tư nhân.

2. *Chuyển các tài sản của quỹ tín thác vào các tài khoản cá nhân mà các tài khoản này có thể được đầu tư vào tài sản tư nhân.* Phương án này có ưu điểm là có thể gia tăng suất sinh lợi từ đầu tư và không đòi hỏi chính phủ có quyền sở hữu tài sản tư nhân. Tuy nhiên, những người chỉ trích cảnh báo rằng phương án này có thể làm cho các cá nhân phải chịu rủi ro lớn hơn và các chi phí giao dịch đối với các tài khoản cá nhân. Các chi phí giao dịch có thể rất cao do qui mô nhỏ của nhiều tài khoản cá nhân này.
3. *Các tài khoản cá nhân thêm vào tài sản trong quỹ tín thác.* Phương án này có các điểm lợi và các điểm bất lợi tương tự như trong phương án 2 và có thể cung cấp nhiều nguồn tiền hơn cho cá nhân lúc về hưu. Tuy nhiên, có thể cần gia tăng thuế một mức độ nào đó để cấp tiền cho các tài khoản cá nhân nói trên.

Liệu có xảy ra việc tư nhân hóa phần nào hệ thống An sinh Xã hội hay không còn là một câu hỏi để ngỏ. Trong ngắn hạn, cải cách An sinh Xã hội rất có thể kéo theo gia tăng thuế, cắt giảm các phúc lợi, hay cả hai. Thí dụ, tuổi bắt đầu nhận được phúc lợi đã được lên kế hoạch sẽ gia tăng từ 65 lên 67, và có thể được tăng thêm nữa, lên 70. Cũng có khả năng mức đỉnh đối với tiền lương chịu thuế An sinh Xã hội sẽ được nâng lên thêm, qua đó gia tăng thuế trả vào hệ thống An sinh Xã hội.

CÁC CÔNG TY TÀI CHÍNH

Các công ty tài chính thu nhận các nguồn vốn bằng cách phát hành tín phiếu công ty (thương phiếu) hay cổ phiếu và trái phiếu hoặc vay từ các ngân hàng, và họ sử dụng tiền thu được để cho vay (thường là những số tiền ít), mà những khoản cho vay này đặc biệt phù hợp với khách hàng và yêu cầu kinh doanh. Chúng ta có thể mô tả qui trình trung gian tài chính của các công ty tài chính bằng cách nói rằng họ vay những số tiền lớn nhưng thường cho vay những số tiền nhỏ – qui trình này hoàn toàn khác với qui trình của các tổ chức ngân hàng, vốn thu nhận tiền ký gửi với số tiền nhỏ và sau đó thường cho vay với số tiền lớn.

Đặc điểm chính của các công ty tài chính là mặc dù nhiều khách hàng vay tiền của họ cũng chính là những khách hàng vay tiền từ các ngân hàng, nhưng các công ty tài chính hầu như không bị điều tiết so với các ngân hàng thương mại và các định chế tiết kiệm. Các tiểu bang qui định số tiền tối đa các công ty tài chính có thể cho các khách hàng cá nhân vay và các điều khoản của hợp đồng vay nợ. Tuy nhiên, không có hạn chế nào đối với việc lập chi nhánh, đối với các tài sản họ nắm giữ hay cách thức họ huy động vốn. Việc thiếu vắng các qui định hạn chế làm cho các công ty tài chính có thể điều chỉnh các khoản cho vay của họ thích hợp hơn với yêu cầu riêng của khách hàng so với các tổ chức ngân hàng.

Có ba loại công ty tài chính: công ty tài chính bán hàng (sales finance companies), các công ty tài chính tiêu dùng (consumer finance companies), các công ty tài chính kinh doanh (business finance companies).

1. *Các công ty tài chính bán hàng (hay công ty tài trợ bán hàng)* được sở hữu bởi một công ty bán lẻ hay sản xuất công nghiệp và cho người tiêu dùng vay để mua các món hàng từ công ty đó. Thí dụ Sears, Roebuck Acceptance Corporation (Công ty Chấp nhận) tài trợ cho người tiêu dùng mua tất cả hàng hóa và dịch vụ tại các cửa hàng của Sears; General Motors Acceptance Corporation tài trợ cho việc mua xe hơi GM. Các công ty tài chính bán hàng cạnh tranh trực tiếp với các ngân hàng để cho người tiêu dùng vay và thường

được người tiêu dùng sử dụng, bởi vì người tiêu dùng thường nhận được các khoản cho vay của các công ty này nhanh hơn và tiện lợi hơn tại địa điểm mua món hàng.

2. *Các công ty tài chính tiêu dùng (hay công ty tài trợ tiêu dùng)* cho người tiêu dùng vay để mua những món hàng cụ thể nào đó như đồ đạc hay đồ gia dụng, để cải thiện nhà cửa, hay để giúp tái tài trợ cho các khoản nợ vay nhỏ. Các công ty tài chính tiêu dùng là các công ty tách biệt (giống như Household Finance Corporation) hay được các ngân hàng sở hữu (Citigroup sở hữu Person-to-Person Finance Company, công ty này có các văn phòng hoạt động trên toàn quốc). Thường thì các công ty này cung cấp các khoản vay cho những người tiêu dùng không thể nhận được tín dụng từ các nguồn khác và tính lãi suất cao hơn.
3. *Các công ty tài chính kinh doanh (hay công ty tài trợ kinh doanh)* cung cấp các dạng tín dụng chuyên biệt cho các doanh nghiệp bằng cách cho vay và mua các khoản phải thu (các hóa đơn còn nợ doanh nghiệp) với một mức chiết khấu; việc cung cấp tín dụng như thế này được gọi là *bao thanh toán (factoring)*. Thí dụ, một doanh nghiệp may quần áo phụ nữ có thể có các hóa đơn chưa được thanh toán (các khoản phải thu) là 100.000 đô la do các cửa hàng bán lẻ còn nợ, các cửa hàng này đã mua áo quần của doanh nghiệp may nói trên. Nếu doanh nghiệp may này cần tiền mặt để mua 100 máy may mới, doanh nghiệp này có thể bán các khoản phải thu của mình với giá thí dụ như 90.000 đô la cho một công ty tài chính. Công ty tài chính này bây giờ có quyền thu 100.000 đô la mà người ta còn nợ doanh nghiệp may nói trên. Ngoài việc bao thanh toán, các công ty tài chính kinh doanh cũng chuyên môn hóa vào việc cho thuê thiết bị theo hợp đồng (như xe lửa, máy bay phản lực, và máy tính), họ mua những thiết bị này và sau đó cho các doanh nghiệp thuê trong một số năm định trước.

CÁC QUỸ HỖ TƯƠNG

Các quỹ hỗ tương (quỹ đầu tư chứng khoán) là các tổ chức trung gian tài chính gộp chung các nguồn lực của nhiều nhà đầu tư nhỏ bằng cách bán cho họ cổ phần và sử dụng số tiền thu được để mua chứng khoán. Thông qua qui trình chuyển đổi tài sản của việc phát hành các cổ phần với mệnh giá nhỏ và mua những lô chứng khoán lớn, các quỹ hỗ tương có thể tận dụng được các khoản chiết khấu khối lượng đối với hoa hồng môi giới và mua danh mục chứng khoán đa dạng. Các quỹ hỗ tương cho phép nhà đầu tư nhỏ thu nhận được những lợi ích của chi phí giao dịch thấp hơn trong việc mua chứng khoán và tận dụng được việc cắt giảm rủi ro bằng cách đa dạng hóa danh mục chứng khoán nắm giữ. Nhiều quỹ hỗ tương do các công ty môi giới điều hành, nhưng các quỹ hỗ tương khác lại được điều hành bởi các ngân hàng hay các nhà cổ vản đầu tư độc lập như Fidelity hay Vanguard.

Các quỹ hỗ tương đã chứng kiến sự gia tăng mạnh thị phần của mình kể từ năm 1980 (Xem Bảng 1) chủ yếu là do thị trường cổ phiếu bùng nổ vào lúc đó. Một nguồn tăng trưởng khác là các quỹ hỗ tương chuyên môn vào các công cụ nợ, xuất hiện lần đầu vào thập niên 1970. Trước năm 1970, các quỹ hỗ tương hầu như chỉ đầu tư vào cổ phiếu thường. Các quỹ hỗ tương mua cổ phiếu thường có thể còn chuyên môn hóa hơn nữa và chỉ đầu tư vào chứng khoán nước ngoài hay vào các ngành chuyên biệt như năng lượng hay công nghệ cao. Các quỹ hỗ tương mua công cụ nợ có thể chuyên môn hóa hơn nữa vào trái phiếu công ty, trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ hay trái phiếu đô thị miễn thuế hay vào các chứng khoán dài hạn hoặc ngắn hạn.

Các quỹ hỗ tương được nắm giữ chủ yếu bởi các hộ gia đình (khoảng 80%), phần còn lại được nắm giữ bởi các định chế tài chính khác và các doanh nghiệp phi tài chính. Quỹ hỗ tương

đã trở nên ngày càng quan trọng hơn trong tiền tiết kiệm của hộ gia đình. Năm 1980, chỉ có 6% các hộ gia đình nắm giữ cổ phần của quỹ hỗ tương; con số này đã tăng lên đến khoảng 50% vào những năm gần đây. Độ tuổi tham gia nhiều nhất vào quyền sở hữu quỹ hỗ tương bao gồm các cá nhân từ 50 đến 70 tuổi, điều này hợp lý bởi vì họ là những người quan tâm nhất đến việc để dành tiền cho thời kỳ hưu trí. Thế hệ X (18-30) là độ tuổi tham gia tích cực thứ hai vào quyền sở hữu quỹ hỗ tương, điều này gợi ý rằng họ có mức độ chấp nhận rủi ro đầu tư cao hơn những người có tuổi cao hơn một chút. Thế hệ X cũng dẫn đầu trong việc tiếp cận các quỹ hỗ tương qua Internet (Xem Hộp 2)

Tầm quan trọng ngày càng tăng của các nhà đầu tư trong các quỹ hỗ tương và các quỹ hưu trí, gọi là *các nhà đầu tư tổ chức (institutional investors)*, đã dẫn đến việc họ kiểm soát trên 50% cổ phiếu lưu hành ở Hoa Kỳ. Như thế, các nhà đầu tư tổ chức là các đầu thủ chiếm ưu thế trên các thị trường cổ phiếu, với trên 70% tổng khối lượng giao dịch hằng ngày trên thị trường cổ phiếu là do họ thực hiện. Quyền sở hữu về cổ phiếu gia tăng cũng có nghĩa là các tổ chức đầu tư ảnh hưởng nhiều hơn đến hội đồng quản trị của các công ty, thường ép buộc thực hiện những thay đổi trong ban lãnh đạo hay về các chính sách của công ty.

Các quỹ hỗ tương được cấu trúc theo hai cách. Cấu trúc khá thông dụng là cấu trúc **quỹ hỗ tương mở**, từ quỹ mở này, các cổ phần có thể được hoàn trả bất kỳ lúc nào với giá gắn chặt với giá trị tài sản của quỹ. Các quỹ hỗ tương cũng có thể được cấu trúc thành **một quỹ hỗ tương đóng** (hay có vốn cố định), trong đó một số lượng cố định cổ phần không thể hoàn trả được bán ra trong đợt chào bán lần đầu và sau đó được giao dịch giống như cổ phiếu thường. Giá thị trường của các cổ phần này biến động theo giá trị của tài sản quỹ nắm giữ. Tuy nhiên, ngược với quỹ hỗ tương mở, giá của các cổ phần ở đây có thể cao hơn hay thấp hơn giá trị của tài sản do quỹ nắm giữ, phụ thuộc vào các yếu tố như tính thanh khoản của các cổ phần này và chất lượng của việc quản lý. Việc các quỹ hỗ tương mở được nhiều người ưa thích hơn là do tính thanh khoản cao hơn của cổ phần có thể hoàn trả của các quỹ này so với cổ phần không thể hoàn trả của các quỹ hỗ tương đóng.

Ban đầu, cổ phần của hầu hết các quỹ hỗ tương mở đều được bán bởi những người bán hàng (thường là người môi giới), họ được trả hoa hồng. Bởi vì hoa hồng này được trả vào lúc mua cổ phần và được trừ ngay khỏi giá trị hoàn trả của các cổ phần này nên người ta gọi các quỹ này là các **quỹ đầu tư cộng phí**. Hiện nay, hầu hết các quỹ hỗ tương là **quỹ đầu tư không cộng phí** (hay miễn phí hoa hồng), cổ phần của các quỹ này được bán trực tiếp trong công chúng mà không phải trả hoa hồng bán hàng. Trong cả hai loại quỹ này, các nhà quản lý được các cổ đông trả các phí quản lý. Các phí quản lý này lên đến xấp xỉ 0,5% giá trị tài sản của quỹ mỗi năm.

Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch quản lý các quỹ hỗ tương. Ủy ban này đã được trao khả năng thực thi việc kiểm soát hoàn toàn đối với các công ty đầu tư trong Luật về Công ty Đầu tư được ban hành năm 1940. Các qui định đòi hỏi việc cáo bạch (công khai) thông tin định kỳ về các quỹ này cho công chúng biết và đòi hỏi những hạn chế đối với các phương pháp vận động tìm kiếm công việc kinh doanh.

Hộp 2: Tài chính Điện tử

Các Quỹ Hỗ tương và Internet

Viện Công ty Đầu tư ước lượng rằng vào năm 2000, 68% các hộ gia đình tham gia vào các quỹ hỗ tương sử dụng Internet, và gần một nửa số cổ đông trực tuyến đó vào các web site liên quan đến quỹ. Internet làm

tăng tính hấp dẫn của các quỹ hỗ tương bởi vì Internet giúp các cổ đông có thể xem xét lại thông tin về kết quả hoạt động và các giá cổ phần cũng như thông tin về tài khoản cá nhân.

Trong tất cả các hộ gia đình Hoa Kỳ đã tiến hành các giao dịch về quỹ hỗ tương từ tháng tư năm 1999 đến tháng Ba năm 2000, 18 phần trăm đã mua hoặc bán trực tuyến trên Internet các cổ phần của quỹ. Số trung vị của các giao dịch về quỹ hỗ tương được tiến hành trên Internet trong thời kỳ 12 tháng nói trên là bốn, trong khi số trung bình là tám, điều này cho thấy một khối lượng lớn các giao dịch trực tuyến đã được tiến hành bởi một số ít cổ đông.

Các cổ đông trực tuyến thường trẻ hơn, có thu nhập hộ gia đình nhiều hơn, và có trình độ giáo dục cao hơn những cổ đông không sử dụng Internet. Cổ đông trực tuyến trung vị có tuổi là 42, có thu nhập hộ gia đình là 100.900 đô la và có trình độ đại học. Cổ đông không sử dụng Internet trung vị có tuổi là 51, có thu nhập hộ gia đình là 41.000 đô la, và không có bằng đại học.

Việc sử dụng Internet để theo dõi và giao dịch các quỹ hỗ tương đang tăng nhanh. Số cổ đông vào web sites chào bán cổ phần quỹ hỗ tương gần gấp đôi trong thời gian từ tháng Tư năm 1999 đến tháng Ba năm 2000.

Các quỹ hỗ tương thị trường vốn ngắn hạn

Có thêm một loại quỹ quan trọng trong gia đình các quỹ hỗ tương do quá trình đổi mới tài chính đã được mô tả trong các chương trước mang lại, đó là *quỹ hỗ tương thị trường vốn ngắn hạn*. Hãy nhớ lại rằng loại quỹ hỗ tương này đầu tư vào các công cụ nợ ngắn hạn (thị trường vốn ngắn hạn) có chất lượng rất cao, như tín phiếu Kho bạc, tín phiếu công ty (thương phiếu), và chứng chỉ tiền gửi ngân hàng. Tuy có sự biến động nào đó về giá trị thị trường của các chứng khoán này, nhưng do thời gian đáo hạn của chúng thường ngắn hơn sáu tháng, nên thay đổi trong giá trị thị trường nhỏ đến mức các quỹ này cho phép các cổ phần của họ được hoàn trả với một giá trị cố định. (Những thay đổi trong giá trị thị trường của các chứng khoán này được tính vào tiền lãi được quỹ chi trả.) Bởi vì các cổ phần này có thể được hoàn trả với giá trị cố định, nên các quỹ cho phép cổ đông hoàn trả cổ phần bằng cách viết séc trên tài khoản của quỹ ở một ngân hàng thương mại. Bằng cách này, cổ phần trong các quỹ hỗ tương thị trường vốn ngắn hạn trên thực tế được dùng như tiền gửi có thể rút séc mà thu được lãi suất thị trường trên chứng khoán nợ ngắn hạn.

Năm 1977, các tài sản trong các quỹ hỗ tương thị trường vốn ngắn hạn ít hơn 4 tỷ đô la; đến năm 1980, các tài sản này đã leo lên trên 50 tỷ đô la và bây giờ là 2,1 ngàn tỷ đô la. Tỷ trọng của các tài sản này trong tổng tài sản trung gian tài chính đã tăng lên đến gần 9% (Xem Bảng 1). Hiện nay, các quỹ hỗ tương thị trường vốn ngắn hạn chiếm khoảng một phần tư giá trị tài sản của tất cả các quỹ hỗ tương.

Hedge Funds (Quỹ tự bảo hiểm rủi ro)

Các quỹ tự bảo hiểm rủi ro (hedge funds) là một loại quỹ hỗ tương đặc biệt với tài sản tổng cộng ước lượng là hơn 500 tỷ đô la. Các quỹ tự bảo hiểm rủi ro gần đây đã được quan tâm đáng kể do cú sốc đối với hệ thống tài chính, là hậu quả của tình trạng gần như sụp đổ của Long-Term Capital Management (quỹ Quản lý Vốn Dài hạn), quỹ này có lúc đã là một trong những quỹ tự bảo hiểm rủi ro quan trọng nhất (Hộp 3). Các quỹ tự bảo hiểm rủi ro nổi tiếng nhất bao gồm Moore Capital Management và the Quantum group of funds gắn kết với George Soros. Giống như các quỹ hỗ tương, các quỹ tự bảo hiểm rủi ro tích góp tiền từ nhiều người và đầu tư nhân danh quỹ, nhưng có nhiều đặc điểm phân biệt các quỹ này với các quỹ hỗ tương truyền thống.

Các quỹ tự bảo hiểm rủi ro có yêu cầu về đầu tư tối thiểu trong khoảng từ 100.000 đô la đến 20 triệu đô la, với khoản đầu tư tối thiểu tiêu biểu là một triệu đô la. Quỹ Quản lý Vốn Dài hạn đòi hỏi khoản đầu tư tối thiểu là 10 triệu đô la. Luật liên bang hạn chế các quỹ tự bảo hiểm rủi ro không được có nhiều hơn 99 nhà đầu tư (hội viên trách nhiệm hữu hạn), những người này phải có thu nhập hàng năm ổn định là 200.000 đô la hoặc nhiều hơn hay giá trị tài sản ròng là 1 triệu đô la, không kể giá trị nhà ở của họ. Những hạn chế này nhằm mục đích cho phép các quỹ tự bảo hiểm rủi ro gần như không bị điều tiết, dựa trên lý thuyết cho rằng người giàu có thể tự lo lấy thân. Nhiều trong số 4.000 quỹ tự bảo hiểm rủi ro được đặt ở hải ngoại để tránh các qui định hạn chế của các cơ quan quản lý.

Các quỹ tự bảo hiểm rủi ro cũng khác với các quỹ hỗ tương truyền thống ở điểm các quỹ này thường đòi hỏi các nhà đầu tư để tiền của họ trong quỹ trong những thời gian dài, thường là vài năm. Mục đích của yêu cầu này là cho các nhà quản lý đủ chỗ thoải mái để theo đuổi các chiến lược dài hạn. Các quỹ tự bảo hiểm rủi ro cũng thường tính phí cao đối với các nhà đầu tư. Quỹ thông thường tính phí hàng năm là 1% trên tài sản quỹ quản lý cộng với 20% lợi nhuận, và một số quỹ còn tính phí cao hơn đáng kể. Thí dụ quỹ Long – Term Capital tính các nhà đầu tư phí quản lý tài sản là 2% và thu nhận 25% lợi nhuận.

Thuật ngữ *hedge fund* (quỹ tự bảo hiểm rủi ro) rất dễ gây hiểu lầm, bởi vì chữ “hedge” thường chỉ các chiến lược tránh rủi ro. Như việc gần như thất bại của Long – Term Capital chứng tỏ, bất chấp danh xưng bằng tiếng Anh là quỹ tự bảo hiểm tránh rủi ro, các quỹ này có thể và thực sự chấp nhận các rủi ro lớn. Nhiều quỹ tự bảo hiểm rủi ro tham gia vào các chiến lược được gọi là các chiến lược “trung dung với thị trường”, trong đó họ mua một chứng khoán, ví dụ một trái phiếu, mà chứng khoán này có vẻ rẻ và họ bán một số lượng tương đương của một chứng khoán tương tự mà dường như được định giá cao. Nếu các lãi suất tính chung tăng hay giảm, thì quỹ này cũng đã được tự bảo hiểm rủi ro, bởi vì sự sụt giảm giá trị của chứng khoán này được bù đắp bởi sự gia tăng giá trị của chứng khoán kia. Tuy nhiên, quỹ này đang đầu cơ dựa trên vấn đề liệu chênh lệch giữa giá của hai chứng khoán nói trên có thay đổi theo hướng đã được các nhà quản lý quỹ tiên đoán hay không. Nếu đánh cuộc sai, quỹ này có thể mất nhiều tiền, đặc biệt khi nó đã sử dụng đòn bẩy vay nợ để giữ các vị thế của mình; nghĩa là quỹ này đã vay nợ rất nhiều dựa trên các vị thế này đến nỗi phần vốn cổ phần của quỹ thật là nhỏ so với qui mô danh mục đầu tư của nó. Khi quỹ Long – Term Capital được giải cứu, quỹ này có đòn bẩy vay nợ là 50 trên 1; nghĩa là tài sản lớn gấp năm mươi lần vốn cổ phần (vốn sở hữu chủ) và thậm chí trước khi quỹ này gặp rắc rối, đòn bẩy vay nợ của nó là 20 trên 1.

Tiếp theo sau tình trạng gần như sụp đổ của quỹ Long – Term Capital, nhiều chính khách Hoa Kỳ đã kêu gọi phải quản lý các quỹ này. Tuy nhiên, nhiều trong số các quỹ này hoạt động ở hải ngoại, ở những nơi như Cayman Islands, ngoài phạm vi quyền hạn của Hoa Kỳ, thật hết sức khó quản lý chúng. Điều mà các cơ quan quản lý của Hoa Kỳ có thể làm là đảm bảo rằng các ngân hàng đầu tư và các ngân hàng Hoa Kỳ có những nguyên tắc hướng dẫn rõ ràng về số tiền cho vay mà họ có thể cung cấp cho các quỹ tự bảo hiểm rủi ro (*hedge funds*), và đòi hỏi các tổ chức ngân hàng này phải được các quỹ tự bảo hiểm rủi ro, cáo bạch thông tin với mức độ thỏa đáng về tính rủi ro của các vị thế của các quỹ này.

Hộp 3. Sự thảm hại của Quỹ Quản lý Vốn Dài hạn

Long – Term Capital Management (quỹ Quản lý Vốn Dài hạn) là một quỹ tự bảo hiểm rủi ro với đội ngũ các nhà quản lý toàn là ngôi sao, bao gồm 25 tiến sĩ, hai người đoạt giải Nobel về kinh tế học (Myron

Scholes và Robert Merton), một người nguyên là Phó chủ tịch của Hệ thống Dự trữ Liên bang (David Mullins), và một trong những người mua bán trái phiếu thành công nhất trên Phố Uôn (John Meriwether). Vào tháng chín năm 1998, quỹ này đã được đưa tin trên trang đầu của các báo bởi vì tình trạng gần như sụp đổ của nó đã gây náo động thị trường và đòi hỏi một kế hoạch cứu giúp tư nhân do Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York tổ chức.

Kinh nghiệm của Long – Term Capital chứng minh rằng các quỹ tự bảo hiểm rủi ro hoàn toàn không phải là không bị rủi ro, bất kể họ sử dụng các chiến lược trung dung với thị trường. Long – Term Capital gặp khó khăn khi quỹ này nghĩ rằng chênh lệch giữa giá trên các trái phiếu Kho bạc dài hạn và giá trên các trái phiếu công ty dài hạn là quá cao, và đánh cược rằng “điều bất thường” này sẽ biến mất và chênh lệch này sẽ hẹp lại. Theo sau sự sụp đổ của hệ thống tài chính của Nga vào tháng Tám năm 1998, các nhà đầu tư đã đánh giá tính rủi ro của các chứng khoán công ty cao hơn và như chúng ta thấy trong Chương 6, chênh lệch giữa các giá trên trái phiếu công ty dài hạn và trái phiếu Kho bạc đã tăng lên thay vì giảm xuống như Long – Term Capital trước đó đã tiên đoán. Hậu quả là Long – Term Capital đã bị lỗ lớn đối với các vị thế của nó, ăn thâm phần lớn vị thế vốn cổ phần.

Đến giữa tháng Chín, Long – Term Capital đã không huy động được đủ tiền để đáp ứng đòi hỏi của các chủ nợ của mình. Trước tình trạng Long – Term Capital đối mặt với yêu cầu tiềm tàng phải thanh lý danh mục đầu tư 80 tỷ đô la vào chứng khoán và hơn 1 ngàn tỷ đô la giá trị danh nghĩa trong các công cụ phái sinh (được thảo luận trong Chương 13). Vào ngày 23 tháng Chín, Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York đã can thiệp và tổ chức một kế hoạch cứu giúp với các chủ nợ của Long – Term Capital. Cơ sở lý lẽ cho việc can thiệp của Hệ thống Dự trữ Liên bang là sự thanh lý đột ngột danh mục đầu tư của Long – Term Capital chắc sẽ tạo ra rủi ro hệ thống không thể chấp nhận. Hàng chục tỷ đô la chứng khoán khó thanh khoản sẽ bị bán tổng bán tháo trên một thị trường đã hốt hoảng, gây nên những khoản lỗ khổng lồ tiềm tàng cho nhiều người cho vay và các tổ chức hay định chế khác. Kế hoạch cứu giúp đòi hỏi các chủ nợ, các ngân hàng và các ngân hàng đầu tư, cung cấp thêm 3,6 tỷ đô la cho Long – Term Capital để đổi lại sự kiểm soát của ban quản lý chặt chẽ hơn nhiều đối với các nguồn tiền và sự cắt giảm 90% phần vốn cổ phần của các nhà quản lý quỹ. Vào giữa năm 1999, John Meriwether bắt đầu giảm dần các hoạt động của quỹ.

Mặc dù không sử dụng nguồn tiền nào của nhà nước, nhưng việc tham gia của Hệ thống Dự trữ Liên bang (Fed) vào việc tổ chức kế hoạch cứu giúp Long – Term Capital đã gây ra nhiều tranh cãi. Những người chỉ trích cho rằng việc can thiệp của Fed làm tăng tâm lý ỷ lại qua việc làm yếu đi kỷ luật mà thị trường áp đặt lên các nhà quản lý quỹ bởi vì họ có thể dự kiến sẽ có sự can thiệp của Fed trong tương lai theo kiểu như thế này. Những người khác lại nghĩ rằng hành động của Fed là cần thiết để ngăn chặn một cú sốc đối với hệ thống tài chính mà lẽ ra có thể kích thích một cuộc khủng hoảng tài chính. Cuộc tranh luận về vấn đề liệu Fed đáng lý ra có nên can thiệp hay không có thể còn tiếp tục một thời gian nữa.

HOẠT ĐỘNG TRUNG GIAN TÀI CHÍNH CỦA CHÍNH PHỦ

Chính phủ đã tham gia vào hoạt động trung gian tài chính bằng hai cách cơ bản: thứ nhất bằng cách thành lập các tổ chức tín dụng liên bang, mà các tổ chức tín dụng này trực tiếp tham gia vào hoạt động trung gian tài chính và, thứ hai, bằng cách cung cấp những bảo đảm của chính phủ cho các khoản vay tư nhân.

Các tổ chức tín dụng liên bang

Để thúc đẩy việc xây dựng nhà ở, chính phủ đã thiết lập ba tổ chức chính phủ cung cấp tiền cho thị trường thế chấp bằng cách bán trái phiếu và sử dụng tiền thu được để mua nợ thế chấp bất động sản: the Government National Mortgage Association (GNMA, hay “Ginnie Mae”) (Hiệp hội Cho vay Thế chấp Quốc gia của Chính phủ), the Federal National Mortgage Association (FNMA, hay “Fannie Mae”) (Hiệp hội Thế chấp Quốc gia Liên bang), và the Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC, hay “Freddie Mac”) (Công ty Cho vay Thế chấp Mua nhà Liên bang).

Ngoại trừ Ginnie Mae, đây là một cơ quan của liên bang và như thế là một đơn vị của chính phủ Hoa Kỳ, hai tổ chức kia là các tổ chức được liên bang bảo trợ (FSEs) hoạt động như các công ty tư nhân với những mối ràng buộc chặt chẽ với chính phủ. Kết quả là nợ của các tổ chức được bảo trợ không được chính phủ Hoa Kỳ bảo đảm một cách công khai như các trái phiếu Kho bạc. Tuy nhiên, trên thực tiễn thì không có khả năng chính phủ liên bang cho phép việc vi phạm không trả nợ đối với nợ của các tổ chức được bảo trợ này.

Nông nghiệp là một lĩnh vực khác mà trong đó hoạt động trung gian tài chính của các tổ chức chính phủ đóng vai trò quan trọng. Hệ thống Tín dụng Trang trại (gồm có các Ngân hàng Hợp tác xã, các Ngân hàng Tín dụng Trang trại, và nhiều hội tín dụng trang trại khác nhau) phát hành chứng khoán và sau đó sử dụng tiền thu được để cho các chủ trang trại và nông dân vay.

Trong những năm gần đây, các tổ chức trung gian tài chính của chính phủ đã trải qua những khó khăn về tài chính. Hệ thống Tín dụng Trang trại là một thí dụ. Làn sóng ngày càng tăng lên của các vụ phá sản trang trại có nghĩa là Hệ thống Tín dụng Trang trại thua lỗ hàng tỷ đô la, và hậu quả là tổ chức này đòi hỏi sự cứu giúp từ chính phủ liên bang năm 1987. Tổ chức này được cho phép vay nợ lên đến 4 tỷ đô la, số nợ này sẽ được hoàn trả trong một thời kỳ dài 15 năm, ngoài ra còn nhận được trên 1 tỷ đô la trợ giúp. Ở Washington, người ta ngày càng quan ngại về sự lành mạnh của các tổ chức tín dụng liên bang. Để chặn đứng các vụ cứu giúp của chính phủ như vụ cứu giúp Hệ thống Tín dụng Trang trại nói trên, Luật về Cải cách Tín dụng Liên bang năm 1990 ấn định các qui tắc mới đòi hỏi các tổ chức như thế phải tăng vốn của chúng để tạo ra được một mức đệm lớn hơn nhằm bù trừ những thua lỗ tiềm tàng. Tuy nhiên, người ta ngày càng quan ngại nhiều hơn về Fannie Mae và Freddie Mac (Hộp 4)

Hộp 4: Phải chăng Fannie Mae và Freddie Mac trở nên quá liều lĩnh so với vị trí của chúng?

Với sự tăng trưởng của Fannie Mae và Freddie Mac lên qui mô vô cùng lớn, người ta ngày càng quan ngại rằng những tổ chức được chính phủ liên bang bảo trợ này có thể đe dọa sự lành mạnh của hệ thống tài chính. Fannie Mae và Freddie Mac sở hữu hoặc bảo hiểm rủi ro cho gần một nửa nợ thế chấp nhà ở của Hoa Kỳ (tổng cộng là 2 ngàn tỷ đô la). Trên thực tế, số nợ được họ phát hành trong công chúng hơn hẳn một nửa số nợ do chính phủ liên bang phát hành. Vì thế cho nên thất bại của một trong hai tổ chức này sẽ áp đặt một cú sốc trầm trọng lên hệ thống tài chính. Mặc dù chính phủ liên bang không có khả năng sẽ đứng nhìn và để cho các tổ chức này thất bại, nhưng trong trường hợp như thế thì người đóng thuế sẽ đối mặt với các chi phí đáng kể, như trong cuộc khủng hoảng S&L.

Những mối quan ngại về tính an toàn và sự vững chắc của các tổ chức này nảy sinh bởi vì chúng có các tỉ số vốn trên tài sản nhỏ hơn nhiều so với các ngân hàng. Những người chỉ trích cũng buộc tội rằng Fannie Mae và Freddie Mac đã trở nên lớn đến nỗi các tổ chức này sử dụng quá nhiều ảnh hưởng chính trị. Ngoài ra, các tổ chức được liên bang bảo trợ này có những xung đột lợi ích, bởi vì chúng phải phục vụ hai ông chủ: với tư cách là công ty có cổ phần mua bán tự do, chúng được cho là phải tối đa hóa lợi nhuận cho các cổ đông, nhưng là những tổ chức của chính phủ, chúng được yêu cầu phải làm việc vì lợi ích của công chúng. Những mối quan ngại này đã dẫn đến những lời kêu gọi cải cách các tổ chức này, với nhiều người ủng hộ việc tư nhân hóa hoàn toàn như đã được thực hiện một cách tự nguyện bởi Hiệp hội Kinh doanh Giấy Vay nợ của Sinh viên ("Sallie Mae") vào giữa thập niên 1990.

CÁC HOẠT ĐỘNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Sự hoạt động êm xuôi của các thị trường chứng khoán, trong đó trái phiếu và cổ phiếu được giao dịch mua bán, đòi hỏi nhiều định chế tài chính, bao gồm các nhà môi giới và các nhà tự doanh chứng khoán, các ngân hàng đầu tư, và các trung tâm giao dịch (thị trường qua sàn giao dịch).

Trong Chương 2, chúng ta chưa đưa vào danh sách các tổ chức trung gian tài chính một định chế nào trong các định chế nói trên. Lý do là vì các định chế này không thực hiện chức năng trung gian là thu nhận các nguồn tiền bằng cách phát hành nợ và sau đó sử dụng các nguồn tiền đó để mua các tài sản tài chính. Dầu sao, các định chế này thật quan trọng trong quá trình chuyển các nguồn tiền từ người tiết kiệm sang người chi tiêu và có thể được xem là “các nhà tạo thuận lợi cho tài chính”.

Tuy nhiên, trước tiên chúng ta phải nhớ lại sự phân biệt giữa các thị trường chứng khoán sơ cấp và thứ cấp đã được thảo luận trong Chương 2. Trên thị trường sơ cấp, các đợt phát hành chứng khoán mới được bán cho những người mua bởi công ty hay tổ chức chính phủ vay các nguồn tiền này. Sau đó thị trường thứ cấp giao dịch mua bán các chứng khoán đã được bán trên thị trường sơ cấp (và như thế được gọi là người trung gian). *Các ngân hàng đầu tư* giúp đỡ trong việc bán chứng khoán lần đầu trên thị trường sơ cấp; các nhà *môi giới chứng khoán* và các *nhà tư doanh chứng khoán* giúp đỡ trong việc giao dịch mua bán chứng khoán trên các thị trường thứ cấp, một số thị trường thứ cấp này được tổ chức thành các trung tâm giao dịch.

Nghệp vụ ngân hàng đầu tư

Khi một công ty mong muốn vay (huy động) tiền, công ty đó thường thuê mượn các dịch vụ của một nhà ngân hàng đầu tư để giúp bán các chứng khoán của công ty. (Tuy danh xưng là nhà ngân hàng đầu tư, nhưng đây không phải là một nhà ngân hàng theo nghĩa thông thường; nghĩa là nó không tham gia vào hoạt động trung gian tài chính, nhận tiền gửi và sau đó cho vay). Một số công ty ngân hàng đầu tư Hoa Kỳ nổi tiếng là Merrill Lynch, Salomon Smith Barney, Morgan Stanley Dean Witter, Goldman Sachs, Lehman Brothers và Credit Suisse First Boston, họ đã rất thành công không những ở Hoa Kỳ mà còn ở các nước khác trên thế giới nữa.

Các nhà ngân hàng đầu tư giúp đỡ trong việc bán chứng khoán như sau. Thứ nhất, họ cố vấn cho công ty về việc liệu công ty nên phát hành trái phiếu hay cổ phiếu. Nếu các nhà ngân hàng đầu tư đề nghị công ty phát hành trái phiếu, thì họ sẽ cho ý kiến cố vấn về thời gian đáo hạn (kỳ hạn) và các khoản thanh toán lãi trên các trái phiếu này nên là bao nhiêu. Nếu họ đề nghị công ty nên bán cổ phiếu, thì họ sẽ cho ý kiến cố vấn về giá cổ phiếu nên là bao nhiêu. Điều này tương đối dễ làm nếu công ty có các cổ phiếu được phát hành trước đó hiện bán được trên thị trường, được gọi là **seasoned issues** (chứng khoán dày dặn, chứng khoán thời thượng). Tuy nhiên, khi một công ty phát hành cổ phiếu lần đầu tiên trong đợt phát hành ra thị trường được gọi là **chào bán lần đầu cho công chúng** (initial public offering (IPO)), thì sẽ khó khăn hơn trong việc xác định giá thích hợp nên là bao nhiêu. Lúc đó, tất cả kỹ năng và tài chuyên môn của công ty ngân hàng đầu tư cần được áp dụng để xác định giá thích hợp nhất. IPO đã trở nên rất quan trọng trong nền kinh tế Hoa Kỳ, bởi vì IPO là nguồn huy động vốn chính cho các công ty Internet, mà đã trở thành một thời thượng ở Phố Uôn vào cuối thập niên 1990. IPO không những đã giúp cho các công ty này có được vốn để mở rộng đáng kể hoạt động, mà còn làm cho những chủ sở hữu ban đầu của các công ty này giàu lên rất nhiều. Một người chỉ chừng 20 đến 30 tuổi và thật vụng về bỗng chốc trở thành nhà triệu phú khi phần góp vốn trong công ty Internet của anh ta được định giá cao sau đợt chào bán lần đầu cho công chúng các cổ phần trong công ty này. Tuy nhiên, với việc nổ tung chiếc bong bóng công nghệ vào năm 2000, nhiều trong số các công ty nói trên đã mất phần lớn của cải khi giá trị các cổ phần của chúng giảm xuống mức thực tế.

Khi công ty quyết định mình sẽ phát hành loại công cụ tài chính nào, công ty này sẽ cung cấp cho các *nhà bảo lãnh phát hành* (underwriters) – đó là các nhà ngân hàng đầu tư bảo lãnh cho công ty một giá nhất định đối với các chứng khoán và sau đó bán các chứng khoán này ra công chúng. Nếu đợt phát hành nhỏ, thì chỉ có một công ty ngân hàng đầu tư bảo lãnh phát hành (thường chính là công ty ngân hàng đầu tư ban đầu đã cung cấp ý kiến cố vấn về đợt phát hành đó). Nếu đợt phát hành lớn, vài công ty ngân hàng đầu tư hình thành một *xanh-di-ca* để cùng nhau bảo lãnh phát hành đợt chứng khoán đó, như thế giới hạn được rủi ro mà mỗi ngân hàng phải chấp nhận. Các nhà bảo lãnh phát hành bán các chứng khoán nói trên cho công chúng nói chung bằng cách liên hệ với những người mua tiềm năng, như các ngân hàng và các công ty bảo hiểm, một cách trực tiếp hay bằng cách đăng quảng cáo trên các nhật báo như *Wall Street Journal* (Xem hộp “Theo dõi Tin Tài chính”)

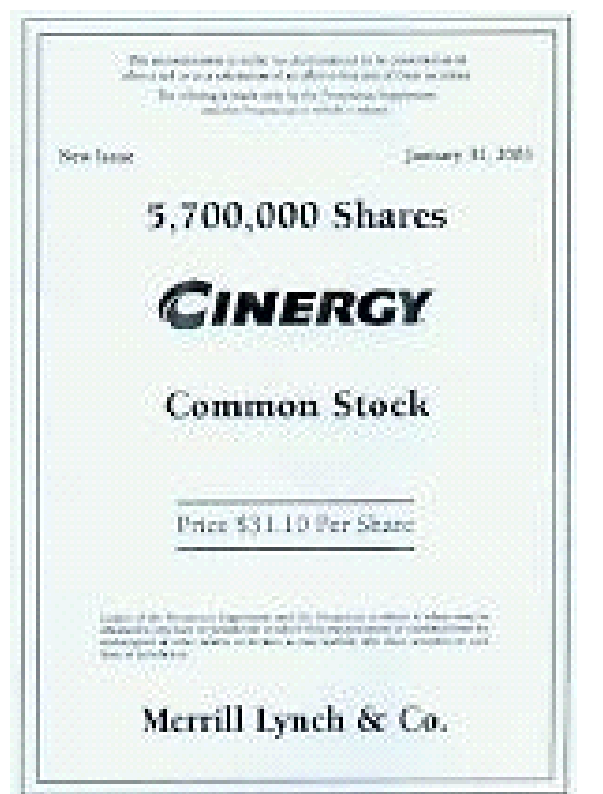
Các hoạt động của các nhà ngân hàng đầu tư và hoạt động của các thị trường sơ cấp được điều tiết mạnh mẽ bởi Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch (SEC) của Hoa Kỳ. Ủy ban này được thành lập bởi các Luật về Giao dịch và Chứng khoán ban hành năm 1933 và 1934 để đảm bảo thông tin đầy đủ đến tay các nhà đầu tư triển vọng. Các nhà phát hành các chứng khoán mới ra công chúng nói chung (đối với những số tiền lớn hơn 1,5 triệu đô la trong một năm với kỳ hạn thanh toán dài hơn 270 ngày) phải nộp một báo cáo đăng ký với SEC và phải cung cấp cho các nhà đầu tư tiềm năng một bản cáo bạch trình bày tất cả thông tin liên quan về các chứng khoán đó. Sau đó, nhà phát hành phải đợi 20 ngày, kể từ khi nộp báo cáo đăng ký với SEC, trước khi nhà phát hành có thể bán bất kỳ chứng khoán nào. Nếu SEC không phản đối trong suốt thời kỳ chờ đợi 20 ngày đó, thì nhà phát hành có thể bán chứng khoán đó.

Theo dõi Tin Tài chính

Các đợt phát hành chứng khoán mới

Thông tin về các chứng khoán mới đang phát hành được trình bày trong các mẫu quảng cáo riêng biệt được công bố trong Tập san Phố Uôn (*Wall Street Journal*) và các báo khác. Những mẫu quảng cáo này được gọi là “cáo thị bán chứng khoán” hay theo tiếng Anh là “tombstones” (“bia mộ”) do cách trình bày của chúng, và thường được tìm thấy trong phần “Tiền tệ và Đầu tư” của Tập san Phố Uôn. Cáo thị bán chứng khoán cho biết số cổ phần của cổ phiếu được phát hành (5,7 triệu cổ phần đối với Cinergy) và ngân hàng đầu tư tham gia bán Chứng khoán.

Nguồn: Tập san Phố Uôn, Thứ tư, 12 tháng Hai, 2003, trang C5.



Các nhà môi giới chứng khoán và các nhà tự doanh chứng khoán

Các nhà môi giới chứng khoán và các nhà tự doanh chứng khoán tiến hành giao dịch mua bán trên các thị trường thứ cấp. Các nhà môi giới làm đại lý cho các nhà đầu tư trong việc mua hay bán chứng khoán. Chức năng của họ là tìm ra những người mua thích hợp với những người bán, họ được trả hoa hồng môi giới cho chức năng đó. Ngược với các nhà môi giới, các nhà tự doanh chứng khoán liên kết những người mua và những người bán lại bằng cách sẵn sàng mua và bán các chứng khoán với giá định trước. Vì thế cho nên các nhà tự doanh nắm giữ tồn kho chứng khoán và kiếm sống bằng cách bán các chứng khoán này với giá hơi cao hơn giá họ đã trả để mua chúng – đó là trên “chênh lệch” giữa giá chào bán và giá hỏi mua. Đây có thể là một hoạt động kinh doanh rủi ro cao bởi vì các nhà tự doanh nắm giữ các chứng khoán mà giá của chúng có thể tăng hoặc giảm; trong những năm gần đây, nhiều công ty (hay hãng) chuyên về trái phiếu đã sụp đổ. Ngược lại, các nhà môi giới chứng khoán không đối mặt với rủi ro bởi vì họ không sở hữu các chứng khoán liên quan đến các giao dịch kinh doanh của họ.

Các **Công ty (hãng) môi giới chứng khoán (brokerage firms)** tham gia vào cả ba hoạt động trên thị trường chứng khoán, làm nhà môi giới, nhà tự doanh, và cả nhà ngân hàng đầu tư. Công ty môi giới lớn nhất ở Hoa Kỳ là Merrill Lynch; những công ty nổi tiếng khác là PaineWebber, Morgan Stanley Dean Witter, và Salomon Smith Barney. SEC không những điều tiết nghiệp vụ ngân hàng đầu tư của các công ty môi giới mà còn hạn chế các nhà môi giới và các nhà tự doanh không cho họ trình bày sai các chứng khoán và mua bán dựa trên *thông tin tay trong*, đó là thông tin không công khai chỉ có ban quản lý một công ty mới được biết.

Các lực cạnh tranh đã dẫn đến một sự phát triển quan trọng: Các công ty môi giới bắt đầu tham gia vào các hoạt động mà theo truyền thống do các ngân hàng thương mại thực hiện. Vào năm 1977, Merrill Lynch xây dựng tài khoản quản lý tiền mặt (cash management account, (CMA)), cung cấp một gói dịch vụ tài chính bao gồm thẻ tín dụng, các khoản cho vay ngay, những đặc quyền viết séc, tự động đầu tư tiền thu được từ việc bán chứng khoán vào một quỹ hỗ trợ thị trường vốn ngắn hạn, và nghiệp vụ kế toán thống nhất. CMA được các công ty môi giới khác sử dụng và phổ biến nhanh. Kết quả là sự phân biệt giữa các hoạt động của hệ thống ngân hàng và các hoạt động của các định chế tài chính phi ngân hàng trở nên mờ đi (Xem Hộp 5). Một phát triển khác là tầm quan trọng ngày càng tăng của Internet trong các thị trường chứng khoán (Hộp 6).

Hộp 5**Sự quay trở lại của siêu thị tài chính?**

Vào thập niên 1980, các công ty mơ đến việc tạo ra “các siêu thị tài chính”, ở đó sẽ là nơi mua sắm một cửa các dịch vụ tài chính. Khách hàng có thể gửi tiền vào các tài khoản sử dụng séc của mình, mua cổ phần từ các quỹ hỗ trợ, nhận một khoản nợ thế chấp bất động sản hay một khoản vay dành cho sinh viên, nhận một hợp đồng (đơn) bảo hiểm xe hơi hay bảo hiểm nhân thọ, lấy thẻ tín dụng, hay mua bất động sản. Vào đầu thập niên 1980, Sears, sở hữu Allstate Insurance và một công ty con về tài chính tiêu dùng rồi, đã mua Coldwell Banker Real Estate and Dean Witter, một công ty môi giới. Sears cũng mua lại một ngân hàng tiết kiệm đặt cơ sở ở California 6 tỷ đô la và đưa ra thị trường Thẻ Discover. Thật đáng tiếc, khái niệm siêu thị tài chính chưa bao giờ hiệu nghiệm ở Sears. (Thật ra, khái niệm này đã bị chế giễu là “stocks ‘n’ socks”) (“cổ phiếu và bít tất”). Các công ty dịch vụ tài chính của Sears đã thua lỗ và Sears bắt đầu bán đại hạ giá các doanh nghiệp này vào cuối thập niên 1980 và đầu thập niên 1990.

Sears không phải là công ty duy nhất thấy khó thành công với khái niệm siêu thị tài chính. Vào thập niên 1980, American Express mua Shearson, Loeb Rhodes, một công ty chứng khoán và môi giới, chỉ để tìm thấy rằng nó không thể sinh lời. Tương tự, việc Bank of America mua Charles Schwab, nhà môi giới chiết khấu, cũng chứng

tổ là không thể sinh lời. Citicorp and Travelers Group, sáp nhập vào tháng Mười năm 1998 với quan điểm cho rằng Quốc hội sẽ tháo bỏ tất cả rào cản đối với việc kết hợp các hoạt động kinh doanh nghiệp vụ ngân hàng và phi ngân hàng trong một công ty dịch vụ tài chính (mà sau đó Quốc hội đã làm vào năm 1999), đánh cuộc rằng siêu thị tài chính là một ý tưởng đã đến lúc có thể biến thành hiện thực. Citigroup hy vọng rằng đã đến lúc tận dụng lợi thế kinh tế theo phạm vi. Với sự thành công của Citigroup trong nghiệp vụ ngân hàng bán lẻ và kinh doanh thẻ tín dụng – Citigroup là nhà phát hành thẻ tín dụng lớn nhất, với trên 60 triệu lưu hành – và sự thành công của Travelers trong hoạt động kinh doanh chứng khoán và bảo hiểm, công ty sáp nhập, Citigroup, hy vọng sẽ tạo ra lợi nhuận không lồ bằng cách cung cấp cho khách hàng nơi mua sắm tài chính thuận tiện.

Hộp 6: Tài chính Điện tử

Internet đến Wall Street

Diễn biến quan trọng trong những năm gần đây là tầm quan trọng ngày càng tăng của Internet trên các thị trường chứng khoán. Những đợt chào bán cổ phiếu lần đầu cho công chúng (IPO) hiện nay được thực hiện trên Internet, và nhiều công ty môi giới cho phép các khách hàng tiến hành giao dịch chứng khoán trực tuyến hay truyền lệnh mua và lệnh bán qua thư điện tử. Vào tháng Sáu, năm 1999, Sở Giao dịch Chứng khoán New York đã bị rung động bởi thông báo công ty môi giới cung cấp toàn bộ dịch vụ lớn nhất của mình, Merrill Lynch, sẽ bắt đầu cung cấp dịch vụ giao dịch mua bán trực tuyến, với giá chỉ có 29,95 đô la một giao dịch mua bán, cho năm triệu khách hàng của Merrill Lynch. Bây giờ việc giao dịch mua bán trực tuyến có mặt khắp nơi. Hoạt động môi giới sẽ không bao giờ giống như trước đây.

Trung tâm giao dịch chính thức (Thị trường qua sàn giao dịch)

Như được thảo luận trong Chương 2, các thị trường thứ cấp có thể được sắp xếp như là các thị trường không qua trung tâm (thị trường qua quầy: over – the – counter), trong đó những giao dịch mua bán được tiến hành bằng cách sử dụng các nhà tự doanh, hoặc như là các trung tâm giao dịch chính thức (các thị trường qua sàn giao dịch: organized exchanges), trong đó các giao dịch mua bán được tiến hành tại một địa điểm tập trung. Trung tâm (Sở) Giao dịch Chứng khoán New York (NYSE), giao dịch mua bán hàng ngày chứng khoán, là trung tâm giao dịch chính thức lớn nhất trên thế giới, và Trung tâm (Sở) Giao dịch Chứng khoán Hoa Kỳ (AMEX) lớn thứ hai, nhưng nhỏ hơn, chỉ giao dịch mua bán một số ít chứng khoán (dưới 100), nằm ở những nơi như Boston và Log Angeles.

Các thị trường chứng khoán chính thức thật sự hoạt động như một hình thức lai ghép giữa một thị trường đấu giá (đấu thầu) (trong đó người mua và người bán giao dịch với nhau tại địa điểm tập trung) với một thị trường nhà tự doanh (dealer market) (trong đó các nhà tự doanh kiến tạo thị trường bằng cách mua và bán các chứng khoán với các giá định trước). Các chứng khoán được giao dịch trên sàn của trung tâm giao dịch với sự giúp đỡ của một loại nhà môi giới – nhà tự doanh đặc biệt được gọi là **nhà chuyên môn (specialist)**. Nhà chuyên môn khớp các lệnh mua và các lệnh bán đã nộp ở cùng mức giá và như thế thực hiện chức năng môi giới. Tuy nhiên, nếu các lệnh mua và các lệnh bán không khớp với nhau được, nhà chuyên môn mua các cổ phiếu hay bán từ tồn kho chứng khoán riêng, theo cách này nhà chuyên môn thực hiện chức năng của nhà tự doanh. Bằng cách đảm nhận cả hai chức năng nói trên, nhà chuyên môn duy trì việc giao dịch có trật tự cho các chứng khoán mà nhà chuyên môn này chịu trách nhiệm.

Các trung tâm giao dịch chính thức mà trong đó các chứng khoán được giao dịch cũng do SEC điều tiết. SEC không những có thẩm quyền áp đặt các qui định chi phối hành vi của các nhà môi giới và các nhà tự doanh tham gia vào các trung tâm giao dịch này, mà SEC còn có thẩm

quyền thay đổi qui tắc do các trung tâm giao dịch này ấn định. Thí dụ, năm 1975, SEC không thừa nhận các qui tắc ấn định tỷ lệ hoa hồng môi giới tối thiểu. Kết quả là các tỷ lệ hoa hồng môi giới giảm mạnh, đặc biệt là đối với các tổ chức đầu tư (các quỹ hỗ tương và các quỹ hưu trí), các tổ chức này mua những lô cổ phiếu lớn. Những Điều luật Bổ sung Sửa đổi năm 1975 vào Luật về Chứng khoán xác nhận hành động nói trên của SEC bằng cách cấm việc ấn định các mức hoa hồng môi giới tối thiểu.

Hơn nữa, Những Điều luật Bổ sung Sửa đổi năm 1975 vào Luật về Chứng khoán còn chỉ thị cho SEC tạo dễ dàng cho một hệ thống thị trường quốc gia hợp nhất việc giao dịch tất cả chứng khoán được đưa vào danh mục giao dịch trên các trung tâm giao dịch quốc gia và khu vực cũng như các chứng khoán được giao dịch trên thị trường không qua trung tâm (over-the-counter) bằng cách sử dụng hệ thống yết giá tự động của Hiệp hội Quốc gia các Nhà Tự doanh Chứng khoán (NASDAQ). Máy tính và các thiết bị viễn thông tiên tiến, vốn làm giảm chi phí liên kết các thị trường này, đã khuyến khích việc mở rộng hệ thống thị trường quốc gia. Như thế, chúng ta thấy rằng luật pháp và công nghệ máy tính hiện đại đang mở lối cho một ngành chứng khoán có tính cạnh tranh hơn.

Quá trình quốc tế hóa các thị trường vốn dài hạn đang tăng lên khuyến khích một xu hướng khác trong giao dịch chứng khoán. Các công ty nước ngoài ngày càng được đưa vào danh mục giao dịch trên các thị trường chứng khoán của Hoa Kỳ, và các thị trường này đang tiến đến giao dịch cổ phiếu một cách quốc tế, 24 giờ một ngày.

TÓM TẮT

1. Các nhà cung cấp bảo hiểm, được các tiểu bang của Hoa Kỳ quản lý, thu nhận các nguồn tiền bằng cách bán các hợp đồng bảo hiểm chi trả trợ cấp (phúc lợi) khi các sự cố có tính thảm họa xảy ra. Các công ty bảo hiểm tài sản và tai họa nắm giữ nhiều tài sản để thanh khoản hơn các công ty bảo hiểm nhân thọ bởi vì tính không chắc chắn cao hơn về các khoản trợ cấp mà các công ty bảo hiểm tài sản và tai họa phải chi trả. Tất cả các nhà bảo hiểm đều đối mặt với các vấn đề tâm lý ỷ lại và sự lựa chọn theo hướng bất lợi. Điều này giải thích lý do phải sử dụng các công cụ quản lý bảo hiểm như việc thu thập thông tin và sàng lọc những người nắm giữ hợp đồng bảo hiểm tiềm năng, các phí bảo hiểm dựa trên rủi ro, các điều khoản hạn chế, việc ngăn ngừa gian lận, việc hủy bỏ bảo hiểm, các khoản miễn bồi thường, đồng bảo hiểm giữa nhà bảo hiểm và người được bảo hiểm, và các giới hạn đối với số tiền bảo hiểm.

2. Các kế hoạch hưu trí cung cấp các khoản thanh toán thu nhập cho người về hưu sau khi họ đã đóng góp cho các kế hoạch này trong nhiều năm. Các quỹ hưu trí đã trải qua quá trình tăng trưởng rất nhanh nhờ được khuyến khích bởi chính sách thuế liên bang và hiện nay đóng vai trò quan trọng trên thị trường chứng khoán. Nhiều kế hoạch hưu trí được cung cấp tiền chưa đủ (underfunded), điều này có nghĩa là trong những năm tương lai, chúng sẽ phải chi trả phúc lợi cao hơn giá trị của các khoản đóng góp và thu nhập của các khoản đóng góp này. Vấn đề cung cấp tiền chưa đủ (underfunding) đặc biệt trầm trọng đối với các kế hoạch hưu trí công như hệ thống An sinh Xã hội. Để ngăn ngừa sự lạm dụng, Quốc Hội đã ban hành Luật Bảo đảm Thu nhập Hưu trí cho Người Lao động (ERISA), thiết lập những tiêu chuẩn tối thiểu về báo cáo, trao quyền hưởng lợi, và mức độ cung cấp tiền chưa đủ của các kế hoạch hưu trí tư nhân. Luật này cũng thành lập một Công ty Bảo đảm Phúc lợi Hưu trí, bảo hiểm phúc lợi hưu trí.

3. Các công ty tài chính huy động các nguồn tiền bằng cách phát hành thương phiếu (tín phiếu công ty), cổ phiếu và trái phiếu và họ sử dụng tiền thu được để cung cấp các khoản cho vay đặc biệt phù hợp với yêu cầu của khách hàng và doanh nghiệp. Hầu như không được điều

tiết so với các ngân hàng thương mại và các định chế tiết kiệm, các công ty tài chính đã thiết kế được các khoản cho vay phù hợp với các yêu cầu cụ thể của khách hàng một cách rất nhanh chóng và đã tăng trưởng nhanh.

4. Các quỹ hỗ tương (quỹ đầu tư chứng khoán) bán cổ phần và sử dụng tiền thu được để mua chứng khoán. Các quỹ hỗ tương mở phát hành các cổ phần có thể được hoàn trả vào bất cứ thời điểm nào với giá gắn chặt với giá trị tài sản của quỹ. Các quỹ hỗ tương đóng (công ty đầu tư vốn cố định) phát hành các cổ phần không thể hoàn trả, được giao dịch giống như cổ phiếu thường. Các quỹ hỗ tương đóng ít thông dụng hơn các quỹ hỗ tương mở bởi vì cổ phần của họ không dễ thanh khoản bằng. Các quỹ hỗ tương thị trường vốn ngắn hạn chỉ nắm giữ các chứng khoán ngắn hạn chất lượng cao, cho phép các cổ phần được hoàn trả với giá trị cố định bằng cách sử dụng séc. Cổ phần trong các quỹ này trên thực tế có chức năng như tiền gửi có thể rút séc ở ngân hàng, thu được lãi suất thị trường. Tất cả các quỹ hỗ tương đều được điều tiết bởi Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch (SEC).

5. Các nhà ngân hàng đầu tư giúp đỡ trong việc bán lần đầu các chứng khoán trên các thị trường sơ cấp, trong khi các nhà môi giới và các nhà tự doanh chứng khoán giúp đỡ trong việc giao dịch mua bán các chứng khoán trên các thị trường thứ cấp, một số thị trường thứ cấp được tổ chức thành các trung tâm giao dịch (thị trường qua sàn giao dịch). SEC điều tiết các định chế tài chính trên các thị trường chứng khoán và đảm bảo thông tin đầy đủ đến tay các nhà đầu tư triển vọng.

Frederic S. Mishkin, *The Economics Of Money, Banking, and Financial Markets*, Fourth Edition,
Harper Collins College Publishers, 1995