

Chương 3

VAY MƯỢN VÀ NỢ NẦN

Một khoản trợ cấp tín dụng hướng tới phục vụ cho khối lượng vay mượn của một đơn vị chính phủ có tính chất kích thích vay mượn một cách đáng chê trách.

James A. Maxwell¹

Tóm tắt bản tin²

Cuộc sống vẫn tiếp diễn ở quận Cam (Orange). Bất chấp sự thất bại trị giá trên hai tỷ USD và tuyên bố phá sản của chính quyền địa phương, quận lớn thứ năm trên cả nước – và một trong những quận giàu có nhất - vẫn còn ở vào trạng thái kinh tế tốt.

Nơi mà mọi thứ không bao giờ giữ nguyên như cũ là trên thị trường trái phiếu đô thị... Hậu quả của thảm họa này sẽ còn được cảm nhận trong nhiều năm – trong tình trạng niềm tin của các nhà đầu tư, trong sự gia tăng giám sát bằng luật pháp, và trong cách thức các nhà phân tích tín dụng và các tổ chức bảo lãnh phát trái phiếu thăm định tình hình tài chính của các đơn vị phát hành.

... Điều đó có thể dẫn đến những luật lệ và qui định mới thắt chặt mọi thứ từ cách thức phát hành trái phiếu cho đến cách thức đầu tư tiền thu từ việc bán trái phiếu. Cũng chính những phản ứng này đã xảy ra theo sau vụ thành phố New York mất khả năng thanh toán trái phiếu tạm thời vào năm 1975 và sau vụ Hệ thống Cung ứng Điện Công cộng Washington mất khả năng thanh toán trái phiếu và vốn gốc vào năm 1983.

Vai trò của việc tài trợ bằng nợ vay

Nợ của chính quyền địa phương và tiểu bang lớn đến mức nào?

Năm 1991, các chính quyền địa phương - tiểu bang nói chung có tổng nợ đang lưu hành vào khoảng gần 916 tỷ USD, tương ứng với hơn 3600 USD trên một đầu người ở Hoa Kỳ. Và như thể hiện qua bảng 10-1, mức độ nợ nần này tăng trưởng đáng kể trong vòng 30 năm qua, khi các tiểu bang và địa phương gia tăng vay mượn vì nhiều mục đích. Tuy nhiên, độ lớn nợ nần của chính quyền tiểu bang - địa phương vẫn tương đối ổn định so với qui mô của nền kinh tế (13 đến 16 phần trăm GDP) và so với tổng thu ngân sách hàng năm của chính quyền các cấp (90 đến 120 phần trăm). Thế nhưng, qui mô tương đối của nợ biến động khi các tiểu bang và địa phương trả dứt nợ cũ và bổ sung lượng vay mượn mới. Và phần lớn nợ tiểu bang - địa phương đang lưu hành được sử dụng để tài trợ cho chi tiêu đầu tư và vì thế được cân đối bằng tài sản của tiểu bang - địa phương. Hơn 30 năm qua đã có ít nhiều sự tập trung hoá nợ của chính quyền địa phương -

¹ *Financing State and Local Governments* (Washington DC: The Brookings Institution, 1965), trang 236.

² Lemov, Penelope, "After the Fiscal Quake," In lại với sự cho phép của tác giả, *Governing*, bản quyền 1993, 1994, và 1995. Tháng 2 năm 1995, trang 34.

tiểu bang, với nợ của chính quyền tiểu bang hiện chiếm khoảng 38 phần trăm tổng nợ của chính quyền các cấp so với khoảng 27 phần trăm vào năm 1964.

BẢNG 10-1 Nợ đang lưu hành của chính quyền tiểu bang và địa phương

Năm	Tổng nợ (tỷ USD)	Nợ trên đầu người	Nợ tính theo phần trăm GDP	Nợ tính theo phần trăm thu hàng năm ^a	Tỷ trọng nợ của tiểu bang	Tỷ trọng nợ của địa phương
1991	\$915,5	\$3623	16,1%	118%	37,7%	62,3%
1990	860,6	3460	15,6	119	37,0	63,0
1987	718,7	2953	15,9	110	37,0	63,0
1982	399,3	1719	13,0	90	36,9	63,1
1977	257,5	1190	12,9	86	35,0	65,0
1972	174,5	838	14,4	97	31,2	68,8
1967	114,6	579	14,0	122	28,3	71,7
1964	92,2	480	14,5	133	27,1	72,9

^a Tổng thu theo định nghĩa trong tài khoản sản lượng và thu nhập của quốc gia.

Nguồn: Cục điều tra dân số Hoa Kỳ, *Governmental Finances*, các năm khác nhau.

Tại sao chính quyền tiểu bang và địa phương vay mượn?

Chính quyền tiểu bang - địa phương vay mượn vì ba mục đích cơ bản: để tài trợ cho các dự án đầu tư công cộng như trường học, đường sá, hệ thống cấp thoát nước; để hỗ trợ và trợ cấp cho các hoạt động tư nhân như các khoản vay mua nhà trả góp của tư nhân, cho sinh viên vay, và phát triển công nghiệp; và để đáp ứng nhu cầu cho việc chi tiêu ngắn hạn hay các dự án đặc biệt. Ngoài ra, chính quyền tiểu bang - địa phương còn có thể vay mượn mới để trả dứt nợ cũ sớm hơn nếu lãi suất thị trường giảm (được gọi là *tái tài trợ - refinancing*). Trong trường hợp đó, chính quyền chỉ thay thế nợ cũ bằng nợ mới có chi phí rẻ hơn. Khác với chính quyền liên bang, luật lệ hay hiến pháp tiểu bang thường cấm chính quyền tiểu bang - địa phương vay mượn để tài trợ thâm hụt ngân sách hoạt động. Tiếp theo, chúng ta sẽ lần lượt xem xét từng trường hợp trong ba lý do vay mượn này.

BẢNG 10-2 Chi tiêu đầu tư của chính quyền tiểu bang và địa phương

Năm	Tổng chi tiêu (tỷ USD)	Chi tiêu trên đầu người	Tỷ lệ phần trăm chi tiêu trong các lĩnh vực:			
			Giáo dục	Đường sá	Cấp thoát nước	Các tiện ích khác
1991	\$131,6	\$522	23,7%	31,8%	14,5%	8,3%
1987	98,3	404	18,1	28,8	13,6	9,5
1982	66,4	285	16,5	27,4	14,5	13,1
1977	44,9	208	20,6	27,8	14,5	8,5
1972	34,2	164	23,5	36,0	10,0	4,7
1967	24,5	124	27,3	38,9	8,8	4,0

Nguồn: Văn phòng điều tra dân số Hoa Kỳ, *Governmental Finances*, các năm khác nhau.

Theo truyền thống, chi tiêu đầu tư tiêu biểu cho nguyên nhân chính khiến chính quyền tiểu bang - địa phương vay mượn. Năm 1991, các chính quyền tiểu bang - địa phương chi tiêu hơn 131 tỷ USD vào hàng hoá đầu tư, tương đương với khoảng 522 USD một người, như thể hiện qua bảng 10-2. Phần lớn nhất trong giá trị vay mượn đó, gần 32 phần trăm, được dành cho chi tiêu vào đường xá, 23,7 phần trăm được đầu tư vào các công trình giáo dục, 14,5 phần trăm đầu tư vào hệ thống cấp thoát nước, và 8,3 phần trăm vào các công trình tiện ích khác của tiểu bang - địa phương bao gồm điện, khí thiên nhiên, và các phương tiện giao thông công cộng. Như vậy, bốn khoản mục chi tiêu này chiếm hơn 78 phần trăm chi tiêu đầu tư của tiểu bang - địa phương. Từ cuối thập niên 60 đến giữa thập niên 80, tỷ trọng chi tiêu đầu tư cho các cơ sở vật chất ngành giáo dục và đường xá giảm xuống, khi các trường học và đường sá đã có đủ và nhu cầu tăng thêm phương tiện bớt căng thẳng. Tuy nhiên, bắt đầu vào cuối thập niên 80, xu hướng này đảo ngược khi tỷ trọng chi tiêu đầu tư cho giáo dục và đường sá lại gia tăng. Việc chi tiêu đầu tư mới trong những lĩnh vực này trong hầu hết các trường hợp là bảo trì và thay thế các cơ sở vật chất ban đầu đã được tạo ra trong 30 hay 40 năm qua, hiện đang xuống cấp.

Đặc điểm kinh tế then chốt của hàng hoá đầu tư là đòi hỏi phải có chi tiêu ban đầu tương đối lớn để trang bị cơ sở vật chất rồi sau đó tạo ra lợi ích trong nhiều năm. Có hai cách để chính quyền tiểu bang - địa phương tài trợ cho việc mua sắm đầu tư như vậy: hoặc là thông qua tích lũy tiền dự trữ từ thuế khoá trong nhiều năm (*pay as you go*) và thông qua vay tiền rồi sẽ hoàn trả cùng với lãi vay bằng thuế khoá trong những năm tương lai (*pay as you use*). Các tài trợ thông qua vay mượn rồi trả bằng thuế thừa nhận bản chất không thường xuyên của chi tiêu đầu tư và sự kiện là những người hưởng lợi từ cơ sở vật chất được đầu tư sẽ là các công dân tương lai của địa phương. Thông qua vay mượn tiền mặt để xây dựng cơ sở vật chất ngày hôm nay, nhưng thực chất là sẽ thanh toán cho cơ sở vật chất bằng thuế tương lai, những người nào nhận được dịch vụ từ cơ sở vật chất sẽ là người chi trả cho cơ sở vật chất.

Nhưng đôi khi cách tài trợ thông qua vay mượn rồi trả bằng thuế cũng bị phê phán là tạo ra động cơ khiến chính quyền các cấp đầu tư thái quá nếu những cử tri phê duyệt các dự án không nhận thức được chi phí tương lai của dự án. Nếu những cử tri hiện nay tin rằng phần lớn chi phí của cơ sở vật chất sẽ được chi trả bởi những người nộp thuế tương lai (khi vốn vay được hoàn trả), thì họ có thể sẽ bị cám dỗ muốn ủng hộ nhiều dự án đầu tư hơn so với mức họ thực sự sẵn lòng chi trả cho các dự án đó. Một động cơ như vậy có thể lớn hơn tại những địa phương có tỷ lệ những cử tri là công dân tạm trú nhiều hơn. Tuy nhiên, động cơ vay mượn như thế có thể được bù trừ nếu các nghĩa vụ thuế tương lai (để hoàn trả khoản vay) được chuyển hoá vào giá nhà ở. Trong trường hợp đó, giá nhà sẽ giảm và các cư dân hiện tại sẽ không thể tránh né nghĩa vụ chi trả cho cơ sở vật chất, ngay cả thông qua vay mượn.

Theo truyền thống, chính quyền tiểu bang - địa phương thường tài trợ cho chi tiêu đầu tư bằng ba loại nguồn vốn: viện trợ từ ngân sách liên bang, tiền vay mượn, và thu ngân sách hiện tại (thuế). Cho dù việc chi tiêu cho các dự án đầu tư riêng lẻ rõ ràng là “lớn nhỏ,” không giống hệt như nhau theo thời gian, nhưng nếu chỉ để tu bổ bảo trì lượng đầu tư hiện tại, nhiều chính quyền địa phương có xu hướng thực hiện việc chi tiêu đầu tư theo hàng năm. Do đó, việc chi tiêu hàng hoá đầu tư từ năm này sang năm khác sẽ trở nên đều đặn như nhau hơn so với dự đoán, và người ta có thể chi tiêu cho hàng hoá đầu tư mỗi năm theo một tỷ lệ nhất định trong thu ngân sách hàng năm. Năm 1989, ngân sách liên bang viện trợ khoảng một phần tư chi tiêu đầu tư của tiểu bang - địa phương, tiền vay mượn khoảng 55 phần trăm, và thu ngân sách tiểu bang - địa phương hiện tại chiếm khoảng 20 phần trăm (Crawford, 1992).

Tuy nhiên, có những khác biệt đáng kể giữa các tiểu bang cả về giá trị đầu tư thực hiện và tỷ trọng chi tiêu đầu tư được tài trợ bằng nghĩa vụ nợ chung. Ví dụ, Temple (1994) từng thuật rằng những tiểu bang có thu nhập càng cao càng có xu hướng có giá trị nợ vay trên đầu người nhiều hơn vì hai lý do: dân cư của những tiểu bang thu nhập cao đòi hỏi phải có chi tiêu đầu tư nhiều hơn so với dân cư ở những tiểu bang thu nhập thấp và dường như những tiểu bang thu nhập cao cũng quyết định tài trợ cho một tỷ lệ lớn chi tiêu đầu tư của họ bằng cách vay mượn hơn so với các hình thức tài trợ khác. Một cách giải thích khả dĩ cho việc tài trợ bằng vay mượn này là các tiểu bang thu nhập cao được cho là có rủi ro tín dụng tốt hơn và vì vậy sẽ chịu chi phí vay mượn thấp hơn; một cách giải thích khác là các tiểu bang thu nhập cao cũng có nhiều dân lưu trú hơn, mà những người này thì thích việc vay mượn, cho rằng chi phí vay mượn đó sẽ được hoãn lại đến tương lai.

Trong những năm gần đây, việc vay mượn của chính quyền tiểu bang - địa phương để trợ cấp cho các dự án đầu tư của cá nhân và doanh nghiệp tư nhân đã trở nên một thành phần vay mượn lớn thứ hai của tiểu bang - địa phương, và trong một số trường hợp, còn là thành phần đứng đầu. Chính quyền tiểu bang - địa phương phải trả lãi suất đi vay thấp hơn so với các cá nhân và doanh nghiệp tư nhân (vì thu nhập lãi của nhà đầu tư vào trái phiếu tiểu bang - địa phương không bị chính quyền liên bang đánh thuế, như chúng ta sẽ thảo luận trong phần tiếp theo). Do đó, chính quyền tiểu bang - địa phương có thể vay mượn với lãi suất tương đối thấp hơn rồi cho doanh nghiệp và cá nhân vay lại với lãi suất bằng hoặc hơi cao hơn, nhưng vẫn thấp hơn so với mức mà các nhà đầu tư tư nhân này đứng ra vay. Các ví dụ bao gồm vay mượn dành cho các chương trình cho sinh viên vay, hay cho vay mua nhà trả góp (mortgage), các cơ sở xử lý chất thải, và cho vay phát triển công nghiệp. Loại vay mượn này ngày càng thuận lợi bởi sự sinh sôi nảy nở của các cơ quan huy động khác nhau thuộc chính quyền tiểu bang và các công ty phát triển kinh tế địa phương, thường đứng ra tổ chức việc vay mượn của tiểu bang - địa phương phục vụ cho các hoạt động tư nhân. Về bản chất, chính các chính quyền tiểu bang - địa phương hay thông qua các cơ quan của họ đã chuyển giao thẩm quyền vay mượn với lãi suất miễn thuế cho các nhà đầu tư tư nhân mà nếu không, họ phải chịu chi phí vay mượn cao hơn.

Lý do cơ bản thứ ba khiến chính quyền tiểu bang - địa phương phải vay mượn là để cân đối dòng tiền giữa các thời kỳ thu ngân sách khác nhau, hay để điều chỉnh tình trạng thiếu hụt ngân sách ngắn hạn do sai số trong dự báo số thu. Thông thường, thu ngân sách của chính quyền tiểu bang - địa phương không đồng đều trong năm tài khoá; mà có xu hướng tập trung vào những thời điểm nhất định trong năm. Các chính quyền địa phương thường thu thuế tài sản chỉ một hay hai lần trong năm, và những thời điểm này có thể không tương ứng với thời điểm bắt đầu năm tài khoá khi việc chi tiêu bắt đầu diễn ra. Và cho dù phần lớn các khoản thuế của chính quyền tiểu bang được thu hàng tháng hay hàng quý (thông qua khấu trừ thu nhập tại nguồn chẳng hạn), mô thức thu thuế này có thể không tương ứng với mô thức chi tiêu của tiểu bang. Ví dụ, một số tiểu bang thực hiện thanh toán viện trợ giữa chính quyền các cấp cho các địa phương vào đầu năm tài khoá của tiểu bang.

Do đó, nếu chính quyền một tiểu bang hay địa phương muốn chi tiêu bằng ngân sách trong một năm tài khoá trước khi nhận được số thu ngân sách, chính quyền có thể đi vay trong một thời gian ngắn dựa vào số thu sẽ nhận được sau này. Tương tự, chính quyền có thể vay mượn trong một năm tài khoá để bù đắp tình trạng thiếu hụt số thu, và nguồn tiền sẽ được bù lại trong năm tới. Vay mượn vì mục đích bù đắp ngân lưu thường chỉ trong thời hạn ba tháng hay sáu tháng. Điều quan trọng cần hiểu là loại vay mượn này *không* phải để tài trợ thâm hụt trên cơ sở lâu dài. Ngân sách được cân đối trong chu kỳ một năm hay hai năm, và chỉ vì thu và chi

không xảy ra cùng một lúc trong thời gian đó. Điều này cũng tương tự như việc tài trợ cá nhân, trong đó, cá nhân sử dụng thẻ tín dụng ngân hàng để thực hiện việc mua sắm rồi sau đó trả lại đầy đủ vào cuối tháng khi nhận tiền lương. Cá nhân không chi tiêu nhiều hơn thu nhập, mà chỉ đang vay mượn để chi tiêu trước khi nhận được thu nhập mà thôi.

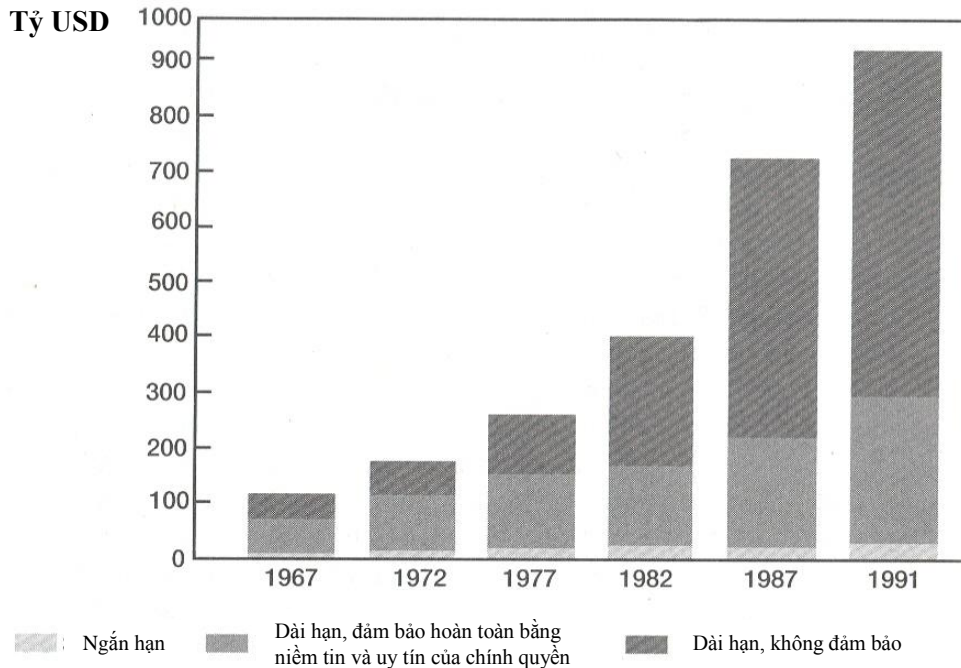
Chính quyền tiểu bang và địa phương vay mượn như thế nào?

Chính quyền tiểu bang và địa phương vay mượn bằng cách bán trái phiếu. **Trái phiếu** là một cam kết hay thỏa thuận tài chính giữa người vay và người cho vay (đôi khi còn gọi là nhà đầu tư). Người cho vay mua trái phiếu từ người vay vào thời điểm hiện tại, trao tiền cho người vay. Đổi lại, người cho vay nhận được cam kết từ người vay là sẽ trả một số tiền cố định (hay lãi vay) mỗi năm trong một thời hạn cố định và hoàn trả lại số tiền ban đầu (vốn gốc) vào một ngày tương lai. Ví dụ, chính quyền tiểu bang hay địa phương có thể bán một trái phiếu với mệnh giá là 10.000 USD với tiền lãi thanh toán hàng năm là 500 USD trong thời gian 20 năm; đến năm thứ 20 khoản vay sẽ được hoàn trả. Nếu người cho vay (nhà đầu tư) trả 10.000 USD để mua trái phiếu đó, thì người cho vay nhận được suất sinh lợi là 5 phần trăm ($500 \text{ USD} / 10.000 \text{ USD} = 0,05$), và chính quyền tiểu bang hay địa phương phải trả chi phí lãi vay là 5 phần trăm. Nếu trái phiếu được bán với giá thấp hơn 10.000 USD, thì nhà đầu tư nhận được suất sinh lợi cao hơn, và chính quyền đi vay phải chịu chi phí vay mượn cao hơn. Ví dụ, nếu trái phiếu được bán với giá 9.090,91 USD, thì lãi suất hiệu dụng xấp xỉ bằng 5,5 phần trăm ($500 \text{ USD} / 9.090,91 \text{ USD} = 0,055$).³

Các loại trái phiếu chính quyền tiểu bang - địa phương khác nhau tương ứng với các nguyên nhân vay mượn khác nhau của chính quyền. Đại đa số trái phiếu phát hành và do vậy cũng là đại đa số nợ của chính quyền tiểu bang - địa phương – là **nợ dài hạn**, có thời hạn hoàn trả vốn gốc lâu hơn một năm, thường là 10, 20, hoặc thậm chí đến 30 năm. Về mặt lịch sử, nợ dài hạn từng chiếm hơn 90 phần trăm nợ tiểu bang - địa phương; năm 1991, gần 98 phần trăm tổng nợ đang lưu hành của tiểu bang - địa phương là trái phiếu dài hạn, như biểu thị qua hình 10-1. Nợ dài hạn được sử dụng cho gần như mọi mục đích ngoại trừ việc vay mượn bù đắp thiếu hụt ngân lưu tạm thời, mà bản chất là nợ ngắn hạn. Việc vay mượn dài hạn đặc biệt thích hợp khi tài trợ cho các dự án đầu tư trên cơ sở kế hoạch vay rồi hoàn trả bằng thuế khoá (pay as you use) vì thời hạn của khoản vay có thể được ấn định tương ứng với vòng đời dự kiến của dự án.

³ Chi phí lãi vay hiệu dụng hơi cao hơn vì người vay phải hoàn trả người cho vay 10.000 USD khi đến hạn.

HÌNH 10-1 Nợ đang lưu hành của chính quyền tiểu bang - địa phương (theo loại nợ)

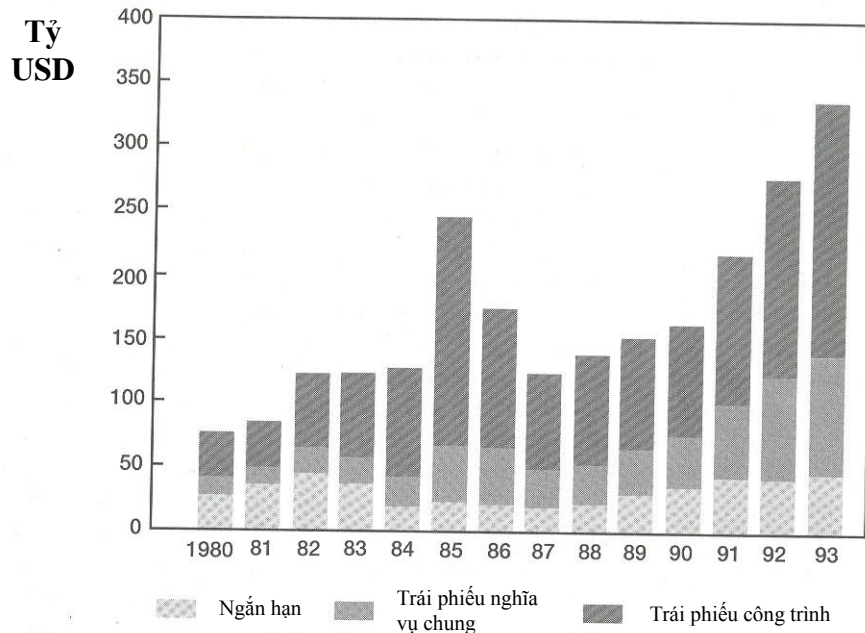


Có hai loại trái phiếu dài hạn của tiểu bang - địa phương. **Trái phiếu nghĩa vụ chung** (general obligation – GO) cam kết bằng toàn bộ niềm tin và uy tín của chính quyền phát hành để bảo đảm an toàn cho người mua trái phiếu. Điều này có nghĩa là chính quyền phát hành phải sử dụng tiền từ bất kỳ nguồn nào sẵn có để trả lãi và hoàn trả vốn gốc cho nhà đầu tư. Chính quyền có thể sử dụng số thu từ bất kỳ loại thuế hay phí nào đó để thanh toán nợ, và nếu các nguồn thu hiện tại không đủ cho mục đích đó, thì chính quyền cam kết huy động thuế hay phí để tạo ra đủ nguồn tiền cần thiết. Nếu vì một lý do nào đó, chính quyền tiểu bang hay địa phương không thể hay không sẵn lòng tạo ra nguồn tiền cần thiết để hoàn trả lãi hay vốn gốc cho người giữ trái phiếu (trái chủ), thì ta nói chính quyền bị **vỡ nợ** hay mất khả năng thanh toán đối với trái phiếu. Trong trường hợp đó, chính quyền thực chất là phá sản và trái chủ có thể kiện ra tòa để thu giữ tài sản của chính quyền hay cơ quan phát hành trái phiếu. Trái phiếu GO chiếm khoảng 30 phần trăm nợ dài hạn đang lưu hành của tiểu bang - địa phương năm 1991 (xem hình 10-1). Tương tự, khoảng 31 phần trăm tổng trái phiếu dài hạn bán ra năm 1993 là trái phiếu GO (xem hình 10-2).

Loại trái phiếu dài hạn thứ hai được gọi là **trái phiếu công trình** hay trái phiếu không có bảo đảm (revenue bond hay non-guaranteed bond). Với trái phiếu công trình, chỉ có số thu từ một nguồn cụ thể là bảo đảm dùng để hoàn trả lãi và vốn gốc cho nhà đầu tư. Nếu số thu từ nguồn đó không đủ để hoàn trả toàn bộ lãi vay hay vốn gốc, thì trái chủ phải gánh chịu thiệt hại. Do đó, nói chung, trái phiếu công trình là việc đầu tư rủi ro hơn so với trái phiếu GO nhìn từ góc độ nhà đầu tư. Lấy ví dụ, cơ quan giao thông vận tải của một tiểu bang hay địa phương có thể phát hành trái phiếu công trình để tài trợ cho việc xây dựng một chiếc cầu, cam kết tiền thu từ phí qua cầu sẽ dùng để hoàn trả cho nhà đầu tư. Nếu mức độ sử dụng chiếc cầu trên thực tế nhỏ hơn dự kiến và nếu lượng chênh lệch không được bù đắp bằng cách thu phí cao hơn, thì trái chủ có thể gánh chịu thiệt hại. Hay lấy một ví dụ khác, một trường đại học tiểu bang phát hành trái phiếu công trình để xây dựng ký túc xá, cam kết tiền thuê phòng ký túc xá của sinh viên sẽ dùng để hoàn trả khoản

vay. Sự an toàn hay rủi ro của trái phiếu này phụ thuộc vào thành công của trường đại học trong việc cho sinh viên sử dụng ký túc xá. (Lưu ý rằng điều này có thể là một lý do khiến một số trường cao đẳng và đại học yêu cầu sinh viên ở một độ tuổi nhất định hay một số lớp nhất định phải sống ở ký túc xá).

HÌNH 10-2 Lượng trái phiếu của chính quyền tiểu bang - địa phương đã phát hành (ngắn hạn và dài hạn, 1980-93)



Trái phiếu công trình cũng được chính quyền tiểu bang - địa phương sử dụng để hỗ trợ cho các dự án đầu tư tư nhân được phép, được gọi là **trái phiếu phục vụ hoạt động tư nhân**. Ví dụ, chính quyền tiểu bang có thể bán trái phiếu công trình và sử dụng tiền thu được để thực hiện các khoản cho vay mua nhà trả góp dành cho những gia đình có thu nhập thấp. Trong trường hợp đó, trái chủ sẽ được hoàn trả bằng tiền thanh toán của người mua nhà hay có thể từ việc bán bất động sản thế chấp. Hiển nhiên, sự an toàn của trái phiếu này phụ thuộc vào điều kiện kinh tế của người mua nhà và thị trường nhà ở. Nếu có quá nhiều cá nhân không thanh toán nổi khoản trả góp của họ hay giá trị nhà ở giảm sút, thì có thể sẽ không có đủ số thu để hoàn trả cho trái chủ. Thực chất, sự an toàn của trái phiếu phục vụ hoạt động tư nhân phụ thuộc vào thành công kinh tế của các cá nhân hay doanh nghiệp tư nhân được trợ cấp này. Đến năm 1991, có khoảng 70 phần trăm nợ dài hạn đang lưu hành của tiểu bang - địa phương là trái phiếu công trình, trong khi có khoảng 67 phần trăm trái phiếu dài hạn mới phát hành năm 1992 và 1993 là trái phiếu công trình (hình 10-1 và 10-2).

Ta cũng cần hiểu đôi chút về các chi tiết thủ tục liên quan đến việc bán trái phiếu chính quyền tiểu bang - địa phương. Thứ nhất, chính quyền phát hành sẽ thuê một số dịch vụ trung gian trong quá trình bán trái phiếu trên thực tế. Những dịch vụ này bao gồm nhóm luật sư tư vấn về trái phiếu, những người sẽ xem xét tính hợp pháp của trái phiếu, khẳng định với các nhà đầu tư tiềm năng rằng chính quyền đã thực hiện các thủ tục pháp lý cần thiết và thích hợp để bán trái phiếu, và làm việc để bảo đảm rằng tiền lãi sẽ được miễn thuế thu nhập liên bang; một nhà tư vấn

tài chính và một đơn vị bảo lãnh phát hành (có thể cùng là một doanh nghiệp hay các doanh nghiệp khác nhau), đơn vị này sẽ tư vấn về cơ cấu của trái phiếu, chuẩn bị các chứng từ tài chính cần thiết, và quảng bá trái phiếu cho các nhà đầu tư. Thứ hai, chính quyền tiểu bang - địa phương thường có một thứ hạng tín dụng được đánh giá bởi ít nhất một trong hai đơn vị xếp hạng tín dụng tư nhân chính, Moody's Investor Service hay Standard and Poor's. Thứ hạng tín dụng (ký hiệu AAA, AA, A, hay BBB v.v...) nhằm cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư tiềm năng về rủi ro được nhận thức của trái phiếu và vì thế phụ thuộc vào tình hình ngân sách và kinh tế của chính quyền phát hành và mục đích cụ thể hay dự án sử dụng số tiền vay mượn.⁴

Cuối cùng, nhìn chung có một thị trường năng động cho các nhà đầu tư mua và bán trái phiếu miễn thuế của chính quyền tiểu bang - địa phương, có thể thông qua các quỹ hỗ trợ nếu không có cách nào khác. Điều này có nghĩa là một số nhà đầu tư có thể bán trái phiếu chính quyền tiểu bang - địa phương cho các nhà đầu tư khác, qua đó nhận lại vốn gốc trước khi trái phiếu đến hạn. Quỹ hỗ trợ được thành lập bởi một công ty đầu tư mua nhiều trái phiếu đô thị và bán cổ phần của quỹ cho các nhà đầu tư cá nhân. Thông qua mua cổ phần của quỹ hỗ trợ, nhà đầu tư cá nhân sẽ trực tiếp sở hữu một tập hợp trái phiếu. Lẽ dĩ nhiên, giá bán trái phiếu của chủ sở hữu sẽ phụ thuộc vào tiền lãi thanh toán hàng năm, lãi suất thị trường hiện hành, và thời hạn còn lại của trái phiếu. Trên thực tế, trong một số trường hợp, trái phiếu có thể được mua lại bởi chính quyền phát hành trước thời hạn đã định. Trong trường hợp như vậy, người ta nói rằng trái phiếu có một điều khoản thu hồi, hay điều khoản mua lại (call provision), có nghĩa là đơn vị phát hành có thể mua lại trái phiếu với giá tối đa được qui định trước. Chính quyền phát hành có thể muốn mua lại trái phiếu để trả dứt nợ trước hạn nhằm tránh chi phí lãi vay tương lai hoặc để nợ được tái tài trợ nếu lãi suất thị trường đang giảm.

Các xu hướng trong việc bán trái phiếu tiểu bang - địa phương.

Bắt đầu vào khoảng năm 1970, xu hướng rõ rệt nhất trong hoạt động trái phiếu của tiểu bang - địa phương là sự gia tăng ngoạn mục việc sử dụng trái phiếu không có bảo đảm hay trái phiếu công trình, khi các tiểu bang gia tăng mục đích vay mượn cho những hoạt động mà theo truyền thống vẫn được gọi là các mục đích tư nhân hay các hoạt động tư nhân. Như biểu thị qua hình 10-2, kể từ năm 1980, mỗi năm doanh số bán trái phiếu công trình dài hạn đều lần lượt doanh số bán trái phiếu nghĩa vụ chung. Do đó, đến năm 1991, gần 70 phần trăm nợ dài hạn đang lưu hành của tiểu bang và địa phương là trái phiếu không có bảo đảm, như biểu thị qua hình 10-1. Đây là sự thay đổi ấn tượng về bản chất của nợ tiểu bang - địa phương. Trong các thập niên 50, 60 và 70, hơn một nửa nợ tiểu bang - địa phương là nghĩa vụ nợ chung, hay trái phiếu dựa vào niềm tin và uy tín chung của chính quyền; có đến 56 phần trăm nợ là dưới hình thức này vào cuối năm 1977. Ngoài việc tài trợ cho nhiều hoạt động tư nhân hơn, sự thay đổi hướng tới trái phiếu công trình còn gia tăng là do khi phát hành trái phiếu GO, chính quyền các tiểu bang - địa phương thường đứng trước nhiều qui định giới hạn hơn so với phát hành trái phiếu công trình, bao gồm qui định giới hạn nợ tiểu bang, và thường phải có sự chấp thuận của cử tri khi phát hành trái phiếu GO mới.

Sự thay đổi lớn thứ hai trên thị trường trái phiếu tiểu bang - địa phương trong 15 năm qua là sự gia tăng nhanh chóng sử dụng trái phiếu miễn thuế của tiểu bang - địa phương phục vụ cho các mục đích tư nhân phi truyền thống. Trái phiếu miễn thuế phục vụ hoạt động tư nhân này thực

⁴ Tìm đọc chi tiết hơn về thông lệ thực hành vay mượn của chính quyền tiểu bang - địa phương trong ấn bản của Kaufman (1987), trang 287-317.

chất là giúp tiểu bang - địa phương chuyển giao thẩm quyền vay mượn miễn thuế của họ cho các cá nhân và doanh nghiệp tư nhân trong những hoạt động mà nếu không sẽ phải được tài trợ thông qua nợ chịu thuế. Do đó, các đơn vị tư nhân này có thể vay mượn với lãi suất miễn thuế mà nhìn chung thấp hơn so với lãi suất chịu thuế. Loại hình được sử dụng nhiều nhất trong các trái phiếu này là trái phiếu phát triển công nghiệp khối lượng phát hành nhỏ; đây là loại trái phiếu chỉ được bán ra bởi chính quyền các cấp hay các cơ quan phát triển như Công ty Phát triển Kinh tế, để hỗ trợ đầu tư tư nhân vào các vùng lãnh thổ hành chính các cấp; trái phiếu công trình thể chấp nhằm cung ứng các khoản vay cầm cố tư nhân cho cá nhân mua nhà để ở; trái phiếu đầu tư bởi các tổ chức phi lợi nhuận như bệnh viện và tổ chức giáo dục; và trái phiếu phục vụ việc cho sinh viên đại học vay, xây dựng nhà ở cho thuê (đặc biệt cho những cá nhân có thu nhập thấp) và xử lý chất thải rắn (Kenyon, 1991, trang 83).

Trái phiếu miễn thuế vì mục đích tư nhân là trái phiếu công trình; người giữ trái phiếu sẽ được hoàn trả bằng tiền thu được từ hoạt động tư nhân cơ bản đó. Trong trường hợp trái phiếu phát triển công nghiệp chẳng hạn, tiền thu được từ việc bán trái phiếu có thể được sử dụng để tài trợ một phần cho việc xây dựng một trung tâm mua sắm mới hay việc mở rộng sản xuất của một công ty công nghiệp. Tiền lãi và vốn gốc của trái phiếu này thực chất sẽ được đơn vị xây dựng trung tâm mua sắm hay công ty công nghiệp hoàn trả, cho dù việc trả tiền có thể được thực hiện thông qua cơ quan phát triển. Tương tự, một tiểu bang hay địa phương có thể bán trái phiếu và sử dụng tiền thu được để thực hiện các khoản cho vay trả góp thông qua các tổ chức tài chính tư nhân. Những khoản vay này sẽ tính lãi thấp hơn các khoản vay thế chấp tư nhân thông thường và thường chỉ dành cho những hộ gia đình có thu nhập thấp hơn một tỷ lệ phần trăm nào đó, chẳng hạn như 125 phần trăm, so với thu nhập trung vị của khu vực. Tính sự đảm bảo cho trái chủ trong trường hợp này liên quan đến việc thanh toán trả góp của người vay và giá trị thị trường của bất động sản thế chấp.

BẢNG 10-3 Nợ dài hạn đang lưu hành của chính quyền tiểu bang, theo chức năng

Năm	Tỷ lệ phần trăm sử dụng cho các mục đích:					
	Giáo dục	Đường sá	Bệnh viện	Phát triển nhà ở và cộng đồng	Các công trình tiện ích	Các mục đích tư nhân
1992	11,9	na	na	na	3,7	46,9
1989	10,9	na	na	na	4,2	47,4
1987	15,4	7,1	11,0	2,3	4,5	na
1982	16,7	10,2	6,5	na	3,8	na
1977	22,2	19,1	3,7	na	na	na
1972	26,4	30,7	1,6	na	na	na
1967	27,2	36,1	1,1	na	na	na

na: Không có số liệu.

Nguồn: Bộ Thương mại Hoa Kỳ, Văn phòng điều tra dân số, *State Government Finances*, các năm khác nhau.

BẢNG 10-4 Nợ dài hạn đang lưu hành của chính quyền thành phố, theo chức năng^a

Năm	Tỷ lệ phần trăm sử dụng cho các mục đích:					
	Cấp nước	Thoát nước	Phát triển nhà ở và công đồng	Điện lực	Giao thông công cộng	Các mục đích tư nhân
1991	12,3	Na	na	8,9	1,5	24,0
1989	12,1	Na	na	8,8	1,1	26,6
1987	12,0	Na	na	9,6	1,0	0,1
1982	11,1	8,9	11,5	11,7	3,8	na
1977	10,3	7,3	10,8	9,6	6,6	na
1972	12,8	8,5	12,0	6,8	8,7	na
1967	15,2	9,2	12,9	5,4	12,2	na

^a Số liệu của các năm 1987-91 cho tất cả các thành phố. Trong các năm 1977-82, áp dụng cho những thành phố có dân số hơn 300.000 người. Đối với năm 1972 và 1967, số liệu là cho 48 thành phố lớn nhất.

Nguồn: Bộ Thương mại Hoa Kỳ, Văn phòng điều tra dân số, *City Government Finances*, các năm khác nhau.

Sự thay đổi mục đích sử dụng nợ dài hạn của tiểu bang và địa phương được phản ánh qua số liệu trong bảng 10-3 và bảng 10-4. Năm 1987, có 22,5 phần trăm nợ dài hạn của tiểu bang được sử dụng cho các phương tiện giáo dục (15,4 phần trăm) và đường sá (7,1 phần trăm). So với năm 1967, tỷ lệ sử dụng cho giáo dục và đường sá chiếm hơn 60 phần trăm nợ dài hạn của tiểu bang. Đến năm 1992, mục đích giáo dục chiếm không đến 12 phần trăm nợ của tiểu bang, trong khi khoản mục mới “mục đích tư nhân” chiếm khoảng 47 phần trăm. Những thay đổi tương tự, cho dù kém ấn tượng hơn, cũng thể hiện rõ rệt đối với nợ của chính quyền thành phố. Năm 1967, hệ thống nước chiếm khoảng 15 phần trăm nợ dài hạn của chính quyền thành phố, nhưng chỉ còn 12 phần trăm vào năm 1987, và nợ dành cho hệ thống giao thông công cộng (transit) giảm từ hơn 12 phần trăm tổng nợ chỉ còn khoảng 1 phần trăm. Năm 1991, vay mượn dành cho các mục đích tư nhân chiếm khoảng một phần tư nợ đang lưu hành của chính quyền thành phố. Một lần nữa, những thay đổi này phản ánh sự hoàn tất chủ yếu công việc xây dựng cơ sở hạ tầng giáo dục, đường sá, cấp và thoát nước cũng như sự gia tăng sử dụng trái phiếu công trình phục vụ hoạt động tư nhân. Sự giảm sút độ lớn tương đối của nợ thành phố dành cho hệ thống giao thông công cộng một phần còn phản ánh vai trò gia tăng của chính quyền liên bang trong việc tài trợ cho các hệ thống giao thông.

Một xu hướng rõ rệt thứ ba là độ lớn vay mượn và nợ nần của tiểu bang - địa phương ngày càng gia tăng. Từ khoảng 13 phần trăm GDP vào cuối thập niên 70 và đầu thập niên 80, cho đến năm 1991, nợ tiểu bang - địa phương đang lưu hành tăng lên hơn 16 phần trăm GDP. Tương tự, nợ đang lưu hành tăng từ dưới 90 phần trăm thu ngân sách hàng năm lên khoảng 118 phần trăm thu ngân sách trong cùng kỳ. Như vậy, sự gia tăng sử dụng trái phiếu công trình cho các mục đích tư nhân không thay thế nhiều cho nghĩa vụ nợ chung khi nó làm tăng tổng lượng vay mượn và nợ nần. Quả thật, khối lượng phát hành nợ GO cũng vẫn tiếp tục gia tăng như thể hiện qua hình 10-2.⁵

Nhân tố quan trọng cuối cùng cần lưu ý là độ nhạy của vay mượn của tiểu bang - địa phương trước chi phí lãi vay và chính sách thuế liên bang. Một phần sự gia tăng đáng kể của khối lượng trái phiếu phát hành trong năm 1991 cho đến 1993 có thể được qui cho sự kiện là lãi

⁵ Vay mượn của tiểu bang - địa phương giảm sút vào năm 1994, còn khoảng 200 tỷ USD. Một phần sự giảm sút này phản ánh việc giảm hoạt động tái tài trợ nợ cũ. Tìm đọc ấn bản của Petersen, 1994.

suất giảm xuống đến những mức lãi suất danh nghĩa thấp nhất trong hơn một thập niên. Nhưng doanh số bán trái phiếu tiểu bang - địa phương cũng nhạy cảm trước những thay đổi của chính sách thuế liên bang. Doanh số cao khác thường vào năm 1985 chủ yếu phản ánh những thay đổi dự đoán trước về thuế trong năm 1986 mà sẽ làm cho trái phiếu trở nên kém hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư và hạn chế việc sử dụng trái phiếu của các cấp chính quyền. Cũng vì lẽ đó, nhiều tiểu bang và địa phương vội vã bán trái phiếu trước khi xảy ra những thay đổi này, việc bán trái phiếu mà nếu không có những thay đổi đó, sẽ được hoãn đến một vài năm sau. Tương tự, những thay đổi dự kiến trước trong luật thuế vào năm 1992 và 1993 khiến nhiều nhà đầu tư muốn mua trái phiếu tiểu bang - địa phương hơn, đã làm giảm chi phí lãi vay và góp phần gia tăng doanh số bán trái phiếu trong những năm này. Mỗi quan hệ giữa thị trường trái phiếu tiểu bang - địa phương và thuế thu nhập liên bang hết sức quan trọng và vì thế sẽ là chủ đề của phần tiếp theo.

Miễn thuế thu nhập liên bang đối với tiền lãi trái phiếu của tiểu bang và địa phương

Đặc điểm kinh tế cơ bản về trái phiếu chính quyền tiểu bang - địa phương và một số trái phiếu phục vụ cho vài hoạt động tư nhân do các tiểu bang và địa phương phát hành là: thu nhập lãi mà nhà đầu tư nhận được sẽ không bị đánh thuế thu nhập liên bang, cả thuế thu nhập cá nhân và thuế thu nhập công ty. Tuy nhiên, thu nhập lãi đó có thể bị đánh thuế thu nhập tiểu bang. Thông thường, các tiểu bang sẽ miễn thuế đối với thu nhập lãi của dân cư từ trái phiếu do chính tiểu bang hay các địa phương thuộc tiểu bang đó phát hành, nhưng không miễn thuế đối với những trái phiếu được phát hành bởi các tiểu bang khác. Tương tự, thu nhập lãi từ trái phiếu chính quyền liên bang được miễn thuế thu nhập tiểu bang. Cũng vì lẽ đó, trái phiếu chính quyền tiểu bang - địa phương được xem là một loại đầu tư được che chắn thuế hay được ưu đãi thuế đối với những người cho vay.

BẢNG 10-5 Ảnh hưởng của việc miễn thuế thu nhập của trái phiếu tiểu bang - địa phương đối với các nhà đầu tư khác nhau

Trái phiếu mệnh giá 10.000 USD

Thuế suất biên	Trái phiếu tiểu bang - địa phương miễn thuế với lãi suất 6 phần trăm			Trái phiếu công ty chịu thuế với lãi suất 8 phần trăm		
	Tiền lãi hàng năm (s)	Tiền thuế	Suất sinh lợi ròng (%)	Tiền lãi hàng năm (r)	Tiền thuế	Suất sinh lợi ròng (%)
0,15	\$600	0	6%	\$800	\$120	6,8%
0,25	600	0	6	800	200	6,0
0,28	600	0	6	800	224	5,76
0,32	600	0	6	800	256	5,44
0,36	600	0	6	800	288	5,12
0,50	600	0	6	800	400	4,0

$t^* =$ Thuế suất ứng với suất sinh lợi bằng nhau của hai loại trái phiếu

$$t^* = (r - s)/r = (8 - 6)/8 = 0,25$$

Việc miễn thuế liên bang đối với thu nhập lãi từ trái phiếu tiểu bang - địa phương xuất phát từ bộ luật Thuế thu nhập liên bang đầu tiên năm 1913. Trong nhiều năm, một số người lập luận rằng chính quyền liên bang không có thẩm quyền hiến pháp để áp đặt thuế đối với thu nhập từ chứng khoán của chính quyền tiểu bang - địa phương. Bắt đầu bằng vụ kiện của *McCulloch* với *Maryland* vào năm 1819, toà án tối cao Hoa Kỳ đã xây dựng học thuyết *miễn can thiệp lẫn*

nhau, rằng các tiểu bang và liên bang đều miễn can thiệp về thuế lẫn nhau. Tuy nhiên, đợt sửa đổi Hiến pháp lần thứ 16 đã thiết lập quyền của chính quyền liên bang được thu trực tiếp thuế thu nhập từ “bất kể nguồn nào phát sinh”. Vấn đề hiến pháp là liệu đợt sửa đổi thứ 16 có cho phép chính quyền liên bang đánh thuế đối với thu nhập lãi trái phiếu của tiểu bang - địa phương hay không. Trong một vụ kiện năm 1988 (*Nam Carolina với Baker*), toà án tối cao phán quyết rằng chính quyền liên bang có thẩm quyền đánh thuế thu nhập lãi trái phiếu của tiểu bang - địa phương. Khi đó, quyết định của chính quyền liên bang miễn thuế thu nhập lãi của một số trái phiếu tiểu bang - địa phương nào đó sẽ là một quyết định công khai về việc trợ cấp cho hoạt động đầu tư trái phiếu đó.

Ảnh hưởng kinh tế chủ yếu của việc miễn thuế là giúp trái phiếu tiểu bang - địa phương có lãi suất thấp hơn so với các loại trái phiếu tương tự phải chịu thuế. Hệ quả là, việc miễn thuế đóng vai trò trợ cấp cho chính quyền tiểu bang - địa phương, thông qua chi phí vay mượn thấp hơn, và trợ cấp cho nhà đầu tư vào trái phiếu đó, thông qua sinh lợi ròng (sau thuế) cao hơn. Những ảnh hưởng của việc miễn thuế này được minh họa trong bảng 10-5. Trong ví dụ này, trái phiếu của một tiểu bang - địa phương có mệnh giá 10.000 USD với lãi suất định kỳ (coupon rate) 6 phần trăm được so sánh với trái phiếu công ty có cùng rủi ro và thời hạn nhưng có lãi suất 8 phần trăm. Một nhà đầu tư vào trái phiếu tiểu bang - địa phương miễn thuế sẽ nhận được tiền lãi là 600 USD hàng năm mà không phải chịu thuế thu nhập liên bang và thuế thu nhập tiểu bang nếu trái phiếu được phát hành ngay tại tiểu bang đó. Do đó, sinh lợi ròng hay sinh lợi sau thuế của một nhà đầu tư mua 10.000 USD trái phiếu sẽ là 6 phần trăm (600 USD / 10.000 USD).

Tiếp tục minh họa, ngược lại, một nhà đầu tư mua trái phiếu công ty chịu thuế sẽ nhận được tiền lãi hàng năm là 800 USD và phải đóng thuế thu nhập tiểu bang và liên bang trên số tiền đó. Giá trị thuế phụ thuộc vào thuế suất thu nhập biên của nhà đầu tư – nghĩa là nấc thuế thu nhập của nhà đầu tư. Do đó, một người đóng thuế với thuế suất thu nhập biên 15 phần trăm sẽ phải đóng 120 USD tiền thuế trên 800 USD thu nhập lãi. Như vậy, sinh lợi ròng hay sinh lợi sau thuế của người nộp thuế là 680 USD, hay 6,8 phần trăm (680 USD/10.000 USD). Với thuế suất thu nhập biên 25 phần trăm, sinh lợi ròng là 600 USD, hay 6 phần trăm. Tuy nhiên, một người nộp thuế với thuế suất thu nhập biên 28 phần trăm sẽ chỉ nhận được suất sinh lợi ròng 5,76 phần trăm từ trái phiếu chịu thuế (thuế bằng 224 USD, cho nên sinh lợi ròng là 576 USD). Nếu t = thuế suất thu nhập biên và r = lãi suất danh nghĩa của trái phiếu chịu thuế, thì sinh lợi ròng đối với nhà đầu tư vào trái phiếu chịu thuế là $(1 - t)r$. Do vậy, nhà đầu tư có thuế suất thu nhập biên 50 phần trăm chỉ nhận được suất sinh lợi 4 phần trăm khi đầu tư vào trái phiếu chịu thuế có lãi suất 8 phần trăm.

Như thể hiện qua bảng 10-5, những người nộp thuế với thuế suất thu nhập biên trên 25 phần trăm sẽ nhận được sinh lợi ròng cao hơn thông qua đầu tư vào trái phiếu tiểu bang - địa phương miễn thuế lãi suất 6 phần trăm, thay vì đầu tư vào trái phiếu công ty chịu thuế với lãi suất 8 phần trăm. Mặt khác, người người nộp thuế có thuế suất biên 25 phần trăm sẽ nhận được cùng suất sinh lợi ròng là 6 phần trăm bất kể đầu tư vào trái phiếu tiểu bang hay trái phiếu công ty, trong khi những người có thuế suất biên dưới 25 phần trăm sẽ nhận được sinh lợi ròng cao hơn nhờ đầu tư vào trái phiếu chịu thuế và nộp thuế thu nhập như qui định. *Thuế suất thu nhập biên mà ở đó, việc đầu tư vào trái phiếu chịu thuế và trái phiếu miễn thuế đều mang lại cho nhà đầu tư suất sinh lợi như nhau, thì bằng với khoảng chênh lệch phần trăm giữa lãi suất của trái phiếu chịu thuế và lãi suất của trái phiếu miễn thuế.* Về mặt toán học, mối quan hệ này là:

$$t^* = (r - s)/r$$

trong đó:

t^* = Thuế suất thuế thu nhập mà ở đó nhà đầu tư nhận được sinh lợi như nhau từ việc đầu tư vào trái phiếu miễn thuế và trái phiếu chịu thuế

r = Lãi suất của trái phiếu chịu thuế

s = Lãi suất của trái phiếu miễn thuế

Do đó, ta suy ra rằng trái phiếu của chính quyền tiểu bang - địa phương có thể có lãi suất thấp hơn so với trái phiếu của khu vực tư nhân hay trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ tương ứng nhờ được miễn thuế. Lãi suất hàng năm của trái phiếu chính quyền tiểu bang - địa phương dài hạn, trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ thời hạn 30 năm, và trái phiếu công ty hạng AAA từ năm 1974-93 được trình bày trong bảng 10-6. Lãi suất của trái phiếu miễn thuế quả thật thấp hơn lãi suất của trái phiếu chịu thuế, cho dù mức chênh lệch lãi suất thay đổi theo thời gian theo tình hình cung và cầu đối với từng loại chứng khoán cụ thể. Trong thập niên 70, chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu tiểu bang - địa phương và trái phiếu công ty nói chung vào khoảng từ 20 đến 30 phần trăm. Chênh lệch lãi suất cũng nằm trong khoảng này trong thập niên 60, cho dù các mức chênh lệch từ 30 đến 40 phần trăm thịnh hành trong một số thời kỳ trước đó. Tuy nhiên, chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu chịu thuế và trái phiếu miễn thuế nhỏ hơn nhiều trong những năm gần đây, bình quân không đến 20 phần trăm giữa trái phiếu tiểu bang - địa phương và trái phiếu công ty trong thập niên 80 và từ 21 đến 22 phần trăm trong thập niên 90. Sự thay đổi này một phần là do sự cắt giảm thuế suất thu nhập biên của liên bang vào thập niên 80.

BẢNG 10-6 So sánh lãi suất trái phiếu, 1970-93

Năm	Lãi suất hàng năm của trái phiếu tiểu bang - địa phương được miễn thuế	Lãi suất hàng năm của trái phiếu kho bạc thời hạn 30 năm	Chênh lệch so với lãi suất trái phiếu tiểu bang - địa phương theo phần trăm của lãi suất trái phiếu kho bạc	Lãi suất hàng năm của trái phiếu công ty hạng AAA	Chênh lệch so với lãi suất trái phiếu tiểu bang - địa phương theo phần trăm của lãi suất trái phiếu công ty
1993	5.63	6.59	14.57%	7.22	22.02%
1992	6.41	7.67	16.43	8.14	21.26
1991	6.89	8.14	15.36	8.77	21.44
1990	7.25	8.61	15.80	9.32	22.21
1989	7.24	8.45	14.32	9.26	21.81
1988	7.76	8.96	13.39	9.71	20.08
1987	7.73	8.59	10.01	9.38	17.59
1986	7.38	7.80	5.38	9.02	18.18
1985	9.18	10.79	14.92	11.37	19.26
1984	10.14	12.41	18.31	12.71	20.24
1983	9.47	11.18	15.30	12.04	21.35
1982	11.57	12.76	9.33	13.79	16.10
1981	11.23	13.45	16.51	14.17	20.75
1980	8.51	11.27	24.49	11.94	28.73
1979	6.39	9.29	31.22	9.63	33.65
1978	5.90	8.49	30.51	8.73	32.42
1977	5.56	7.75	25.07	8.02	30.67

1976	6.49	7.86	17.43	8.43	23.01
1975	6.89	8.19	15.87	8.83	21.97
1974	6.09	8.05	24.35	8.57	28.94

^a Chỉ số Standard and Poor's, các đô thị được xếp hạng cao.

^b Trái phiếu kho bạc thời hạn 20 năm.

Nguồn: Hội đồng Thống đốc Cục dự trữ liên bang, *Federal Reserve Bulletin*, các vấn đề khác nhau; *Economic Report of the President*, 1994.

Chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu tiểu bang - địa phương miễn thuế và trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ chịu thuế nói chung nhỏ hơn so với chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu tiểu bang - địa phương và trái phiếu công ty, phản ánh rủi ro thấp hơn của trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ so với chứng khoán công ty. Và chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu tiểu bang - địa phương và trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ biến thiên nhiều hơn đáng kể so với giữa trái phiếu tiểu bang - địa phương và trái phiếu công ty, phản ánh tác động có liên quan của các yếu tố cung và cầu trên thị trường của hai loại trái phiếu. Trong những năm gần đây, mức chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ và lãi suất trái phiếu tiểu bang - địa phương miễn thuế vào khoảng 15 phần trăm.

Rủi ro vỡ nợ nhận thức được của ba loại trái phiếu này cũng ảnh hưởng đến lãi suất tương đối. Trái phiếu kho bạc được tin là có rủi ro thấp nhất về phương diện này, nhưng rủi ro tương đối của trái phiếu tiểu bang - địa phương so với trái phiếu công ty xét theo cả nhóm thì không rõ ràng. Thứ hạng tín dụng của chính quyền tiểu bang hay địa phương, vốn phụ thuộc phần lớn vào tình hình kinh tế và ngân sách tiểu bang hay địa phương, sẽ xác định tỷ lệ chi trả thực sự của chính quyền đó, và những vụ vỡ nợ thỉnh thoảng cũng xảy ra với trái phiếu tiểu bang - địa phương, như gần đây vừa xảy ra với quận Cam (Orange) và Hệ thống Điện lực công cộng tiểu bang Washington. Dĩ nhiên, trái phiếu công ty cũng được xếp hạng tương tự dựa vào tình hình kinh tế của công ty, và các vụ vỡ nợ và phá sản của công ty cũng có xảy ra. Có lẽ sự mô tả đặc điểm chính xác nhất là trong trái phiếu công ty và trái phiếu tiểu bang - địa phương, mức độ rủi ro vỡ nợ khác biệt nhau nhiều và phản ánh qua chênh lệch lãi suất trong từng loại trái phiếu.

Chi phí sử dụng trái phiếu phục vụ cho mục đích tư nhân.

Do chênh lệch chi phí lãi, việc sử dụng thẩm quyền vay mượn miễn thuế của tiểu bang - địa phương phục vụ cho các mục đích tư nhân khác tạo ra một số vấn đề kinh tế. Việc thay thế trái phiếu miễn thuế cho nợ chịu thuế của cá nhân và doanh nghiệp làm giảm nguồn thu thuế thu nhập của chính quyền liên bang, buộc phải có thuế suất thu nhập liên bang cao hơn, chi tiêu chính phủ liên bang thấp hơn, hay thâm hụt ngân sách liên bang nhiều hơn. Một dự toán ngân sách chính quyền liên bang năm 1986 cho thấy rằng việc miễn thuế thu nhập đối với thu nhập lãi trái phiếu tiểu bang - địa phương phục vụ mục đích tư nhân dự kiến làm giảm thu ngân sách liên bang hơn 11 tỷ USD vào năm 1986.⁶ Ngoài ra, thất thu ngân sách liên bang này lớn hơn so với lượng tiết kiệm chi phí lãi của người vay. Nghiên cứu của Văn phòng Phân tích Thuế thuộc Bộ Tài chính Hoa Kỳ cho thấy rằng việc thay thế 10 tỷ USD nợ miễn thuế cho lượng nợ công ty chịu thuế tương đương sẽ làm tăng thâm hụt ngân sách liên bang thêm 1,31 USD ứng với 1 USD chi phí vay mượn mà các công ty tiết kiệm được.⁷ Khoản chênh lệch giữa thất thu ngân sách liên bang và tiết kiệm chi phí lãi của người vay sẽ thuộc về người mua trái phiếu miễn thuế. Việc mở rộng quyền vay mượn miễn thuế cho các cá nhân và doanh nghiệp tư nhân cũng làm trầm trọng thêm tính kém hiệu quả trong phân bổ do hậu quả của việc miễn thuế: tiền đầu tư được chuyển

⁶ Tìm đọc ấn bản của U.S. Executive Office of the President (1985, bảng G-2).

⁷ Toder và Neubig (1985, trang 410).

giao vào những dự án mà chính quyền tiểu bang và địa phương chọn lựa để nhận được trợ cấp vay mượn.

Các biện pháp hạn chế trái phiếu phục vụ cho mục đích tư nhân.

Bắt đầu vào khoảng năm 1968, phản ứng trước tình trạng giảm sút thu ngân sách thuế thu nhập liên bang và sự biến dạng đầu tư gây ra do trợ cấp vay mượn, chính quyền liên bang bắt đầu hạn chế việc sử dụng nợ miễn thuế của chính quyền các cấp. Biện pháp hạn chế đầu tiên áp dụng cho cái gọi là **trái phiếu phát triển công nghiệp** (industrial development bonds, IDB), được định nghĩa là trái phiếu trong đó hơn 25 phần trăm tiền huy động sẽ được sử dụng bởi một công ty tư nhân, hay hơn 25 phần trăm dịch vụ nợ (tức lãi và vốn gốc) sẽ được hoàn trả bằng hoạt động kinh doanh tư nhân. Nếu cả hai điều kiện trên là đúng, trái phiếu sẽ không được miễn thuế. Tuy nhiên, cũng có nhiều ngoại lệ, bao gồm: a) nhà ở, b) các cơ sở vật chất cho hội nghị và thể thao, c) sân bay, bãi đỗ xe, phương tiện giao thông công cộng, và các phương tiện vận tải khác, d) các cơ sở tiện ích địa phương và xử lý chất thải, e) các cơ sở kiểm soát ô nhiễm, f) phát triển đất đai cho các khu công nghiệp, và g) cái gọi là trái phiếu phát triển công nghiệp lượng phát hành thấp - dưới 5 triệu USD. Danh sách ngoại lệ dài và rộng này khiến cho các tiểu bang và địa phương vẫn có cơ hội để tiếp tục sử dụng việc vay mượn miễn thuế phục vụ cho các mục đích tư nhân phi truyền thống.

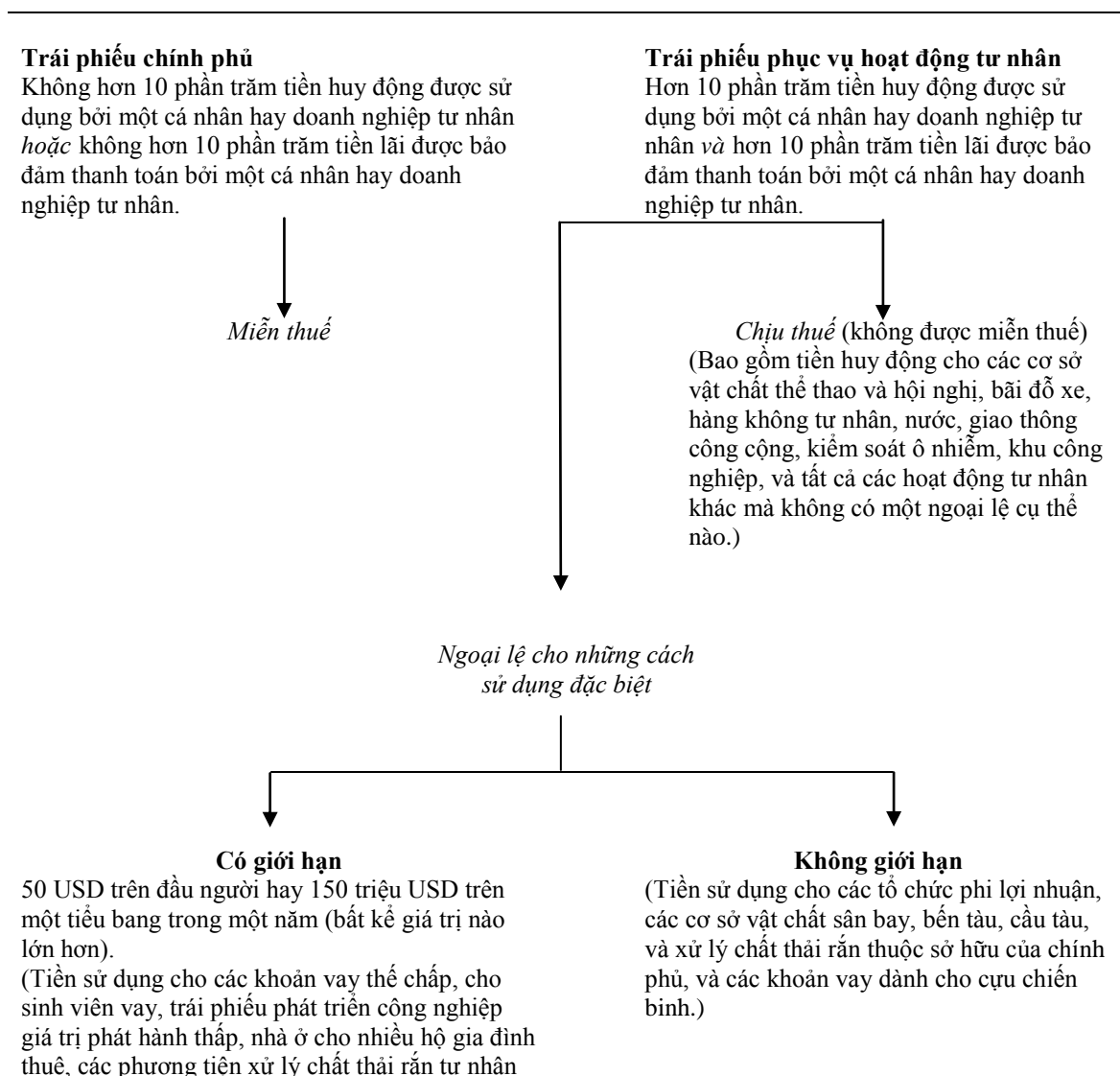
Từ năm 1968 đến 1984, Quốc hội thực hiện một số thay đổi trong các luật lệ định nghĩa giá trị và các loại trái phiếu tiểu bang - địa phương miễn thuế được phép huy động. Việc miễn thuế được mở rộng cho các loại trái phiếu phục vụ việc cho sinh viên vay vào năm 1976; qui định về trái phiếu phát triển công nghiệp lượng phát hành thấp được tăng lên đến 10 triệu USD vào năm 1978; các qui định hạn chế được ban hành cho trái phiếu công trình phục vụ cho vay mua nhà trả góp vào năm 1980 nhằm ưu tiên dành các khoản vay này cho những cá nhân có thu nhập thấp; các giới hạn được đặt ra cho giá trị trái phiếu cho vay thế chấp mà tiểu bang có thể phát hành; việc sử dụng trái phiếu phát triển công nghiệp lượng phát hành thấp cho một số chức năng nhất định (bao gồm dịch vụ thực phẩm và giải khát bán lẻ) được bãi bỏ vào năm 1982; và Luật giảm thâm hụt năm 1984 qui định giá trị tối đa trái phiếu phát triển công nghiệp và trái phiếu cho sinh viên vay mà một tiểu bang được phép phát hành.

Luật Cải cách thuế năm 1986 đã có những thay đổi đáng kể nhất đối với thị trường trái phiếu miễn thuế, bao gồm việc ban hành các qui định thắt chặt hơn việc sử dụng trái phiếu miễn thuế phục vụ cho những gì mà bây giờ được gọi là *hoạt động tư nhân*. Thứ nhất, trái phiếu tiểu bang - địa phương được xếp vào loại **trái phiếu phục vụ hoạt động tư nhân** nếu hơn 10 phần trăm tiền huy động trái phiếu được sử dụng bởi một cá nhân hay doanh nghiệp tư nhân (kiểm tra việc sử dụng hay doanh nghiệp) và nếu hơn 10 phần trăm vốn gốc hay lãi được chi trả từ cá nhân hay doanh nghiệp tư nhân (kiểm tra lãi chứng khoán). Những trái phiếu không đáp ứng cả hai điều kiện này được gọi là **trái phiếu chính phủ** và được miễn thuế. Tất cả những trái phiếu tiểu bang - địa phương khác đều là trái phiếu hoạt động tư nhân, và chỉ những trái phiếu hoạt động tư nhân nào được phát hành vì những mục đích được qui định cụ thể trong luật thuế mới được miễn thuế. Trái phiếu phục vụ hoạt động tư nhân miễn thuế được phép huy động cho những mục đích như cho vay mua nhà trả góp, cho sinh viên vay, trái phiếu phát triển công nghiệp lượng phát hành thấp, các tổ chức phi lợi nhuận, và một số mục đích khác. Trái phiếu hoạt động tư nhân phục vụ tất cả các mục đích khác đều phải chịu thuế.

Thứ hai, Luật cũng thắt chặt các giá trị giới hạn tối đa hàng năm của tiểu bang cho các trái phiếu hoạt động tư nhân miễn thuế này. Các giới hạn tối đa này được giảm xuống còn 50 USD trên đầu người hay 150 triệu USD vào năm 1988 và những năm tiếp theo. Cuối cùng, việc sử dụng trái phiếu miễn thuế cho một số loại dự án – sân bay, các trung tâm hội nghị, nhà thi đấu thể thao, bãi đỗ xe, phương tiện giao thông công cộng, và các khu công nghiệp – chính thức bị cấm hoặc bị hạn chế nghiêm ngặt. Các luật lệ và thủ tục xác định liệu một loại trái phiếu tiểu bang - địa phương có phải là trái phiếu miễn thuế hay không được phác thảo trong bảng 10-7. Mục đích của tất cả sự thay đổi luật thuế này là nhằm giảm khối lượng vay mượn miễn thuế của chính quyền tiểu bang và địa phương phục vụ cho các loại mục đích tư nhân này.

Việc miễn thuế đối với trái phiếu tiểu bang - địa phương và chênh lệch lãi suất gây ra giữa loại trái phiếu này và các loại chứng khoán khác là nhân tố cơ bản làm nền tảng cho các vấn đề kinh tế về vay mượn của chính quyền tiểu bang - địa phương. Do đó, bây giờ chúng ta sẽ chuyển sang các ý nghĩa kinh tế và phân tích việc miễn thuế.

BẢNG 10-7 Xác định trái phiếu tiểu bang - địa phương miễn thuế



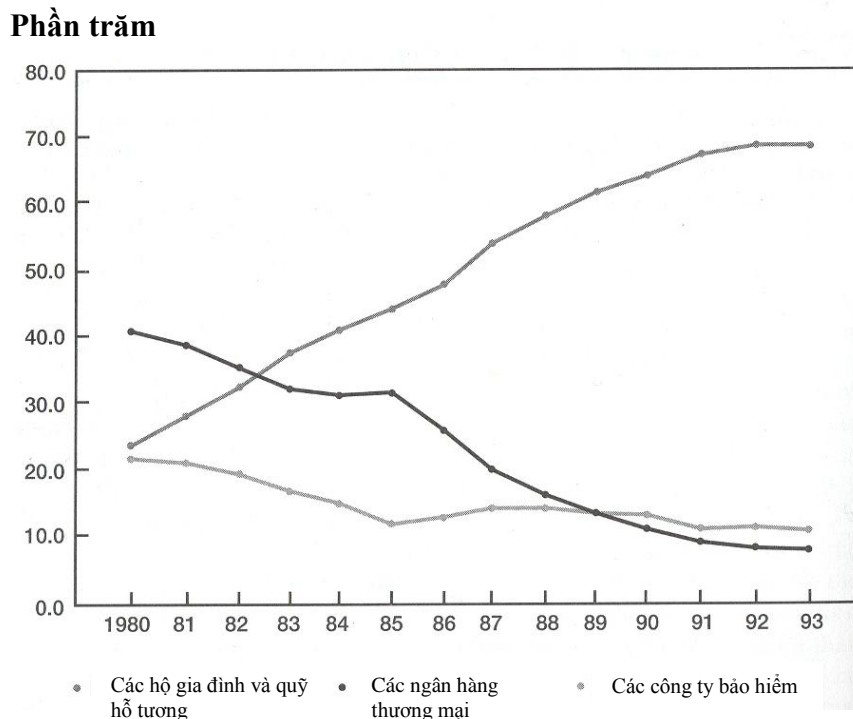
và thoát nước, cấp nước và các tiện ích khác, xử lý chất thải độc hại, các phương tiện giao thông công cộng, tái thiết các vùng bị tai họa.)

Ý nghĩa và phân tích việc miễn thuế

Bản chất và hành vi của các nhà đầu tư.

Về cơ bản, những người đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu, và các công cụ khác mong muốn đạt được suất sinh lợi sau thuế cao nhất ứng với một mức độ rủi ro nhất định. Vì vậy, các nhà đầu tư sẽ nhận thấy trái phiếu tiểu bang - địa phương miễn thuế là hấp dẫn về mặt tài chính nếu thuế suất thu nhập biên của nhà đầu tư lớn hơn tỷ lệ phần trăm chênh lệch lãi suất hiệu dụng của trái phiếu miễn thuế so với lãi suất các chứng khoán chịu thuế khác. Qui tắc tổng quát này áp dụng cho các loại nhà đầu tư khác nhau, kể cả cá nhân và doanh nghiệp. Trong phân minh họa trong bảng 10-5 với lãi suất miễn thuế 6 phần trăm và lãi suất chịu thuế 8 phần trăm, những nhà đầu tư nào có thuế suất thu nhập biên cao hơn 25 phần trăm sẽ nhận được sinh lợi cao hơn từ trái phiếu miễn thuế. Do đó, những cá nhân và doanh nghiệp này dự kiến sẽ là người cung ứng vốn (người mua trái phiếu) cho chính quyền tiểu bang - địa phương.

HÌNH 10-3 Sở hữu trái phiếu tiểu bang - địa phương đang lưu hành (1980-93)



Về mặt lịch sử, những người mua trái phiếu tiểu bang - địa phương gần như gồm ba nhóm khác nhau – các cá nhân (cả trực tiếp và thông qua quỹ hỗ tương), các ngân hàng thương mại, và các công ty bảo hiểm tài sản và tính mạng – như minh họa qua hình 10-3. Ba nhóm này sở hữu khoảng 90 phần trăm trái phiếu chính quyền tiểu bang - địa phương đang lưu hành trong

thập niên 80 và 90. Các ngân hàng và các công ty bảo hiểm (nhưng thường thì không phải các loại công ty khác) là những người nắm giữ trái phiếu chủ yếu vì hoạt động kinh doanh của họ thực chất là đầu tư tiền mặt. Tuy nhiên, đã có những thay đổi lớn về phân phối sở hữu giữa ba nhóm này theo thời gian. Trong khi các cá nhân sở hữu hơn 40 phần trăm nợ của chính quyền tiểu bang - địa phương vào thập niên 50, tỷ trọng nắm giữ của họ giảm dần chỉ còn khoảng 25 phần trăm vào năm 1980, nhưng lại tăng mạnh lên hơn 65 phần trăm vào năm 1993. Ngược lại, tỷ trọng nắm giữ trái phiếu tiểu bang - địa phương của các ngân hàng thương mại tăng mạnh trong suốt thập niên 60 và đầu những năm 70, nhưng giảm dần trong thập niên 80, chỉ còn không đến 10 phần trăm nợ đang lưu hành. Tỷ trọng sở hữu của các công ty bảo hiểm cũng giảm trong thập niên 80 (cũng chỉ còn khoảng 10 phần trăm), nhưng giảm mạnh hơn so với tỷ trọng sở hữu của ngân hàng.

Điều quan trọng là cần hiểu rằng số liệu sở hữu này phản ánh tổng sở hữu hay sở hữu bình quân của trái phiếu tiểu bang - địa phương, chứ không phải nhu cầu đối với trái phiếu phát hành mới. Ta không nên cho rằng lượng phát hành trái phiếu mới sẽ được ba nhóm này mua theo tỷ lệ trên đây. Trong nhiều trường hợp, phân tích kinh tế hữu ích hơn là xem thử nhóm nào tiêu biểu cho **các nhà đầu tư biên**, nghĩa là những người mà thuế suất thu nhập của họ vừa đủ làm cho trái phiếu miễn thuế có sức thu hút tài chính ở mức cận biên. Ví dụ, giả sử có một mức chênh lệch 25 phần trăm giữa lãi suất trái phiếu chịu thuế và lãi suất trái phiếu miễn thuế. Nếu thuế suất thu nhập công ty là 35 phần trăm, thì những ngân hàng và công ty bảo hiểm hoạt động có lãi sẽ nhận thấy trái phiếu miễn thuế hấp dẫn và họ sẽ gia tăng nắm giữ trái phiếu này. Lập luận tương tự cũng áp dụng cho những cá nhân có thuế suất thu nhập biên (thuế thu nhập tiểu bang và liên bang) cao hơn 25 phần trăm. Nếu có nhiều trái phiếu được bán ra hơn, đòi hỏi phải có nhiều nhà đầu tư hơn, các nhà đầu tư tiềm năng sẽ là những cá nhân có thuế suất vào khoảng 25 phần trăm hay hơi thấp hơn. Nếu tỷ lệ phần trăm chênh lệch lãi suất thu hẹp lại, những cá nhân này sẽ nhận thấy trái phiếu miễn thuế hấp dẫn. Trong trường hợp đó, nhóm đầu tư biên là những cá nhân có thu nhập trung bình, cho dù đa số trái phiếu đang lưu hành có thể được sở hữu bởi các ngân hàng, công ty bảo hiểm và những cá nhân có thu nhập cao.

Cá nhân. Trong quá khứ, những cá nhân đầu tư vào trái phiếu tiểu bang - địa phương chủ yếu xuất phát từ những hộ gia đình có thu nhập cao, vì hai lý do. Thứ nhất, khi chênh lệch lãi suất nằm trong phạm vi 30 phần trăm, các nhà đầu tư phải có thuế suất biên của thuế thu nhập liên bang tương đối cao, nói chung từ 30 đến 40 phần trăm, thì mới nhận thấy sinh lợi của trái phiếu miễn thuế là hấp dẫn. Ứng với cơ cấu thuế suất chia thành nhiều nấc của thuế thu nhập cá nhân liên bang lúc bấy giờ, thuế suất thu nhập biên vào cỡ đó đòi hỏi thu nhập gộp tương đối cao.

Thứ hai, trái phiếu tiểu bang - địa phương được bán với mệnh giá tương đối lớn (thường ít nhất là 10.000 USD), mà trong quá khứ đã hạn chế người mua trong phạm vi những cá nhân ít ra cũng phải sẵn lòng đầu tư đến mức đó. Trong những năm gần đây, hạn chế này đã được nới lỏng do sự phát triển các quỹ hỗ trợ trái phiếu miễn thuế, trong đó, một trung gian tài chính mua trái phiếu và bán cổ phần của một quỹ hỗ trợ bao gồm nhiều loại trái phiếu khác nhau với giá trị tương đối nhỏ. Ngoài việc mở rộng thị trường trái phiếu miễn thuế cho nhiều nhà đầu tư cá nhân hơn, phương pháp này cũng làm giảm rủi ro cho các cá nhân thông qua cho phép họ sở hữu những cổ phần bao gồm các loại trái phiếu khác nhau phát hành bởi nhiều chính quyền khác nhau. Và các cá nhân cũng dễ dàng chuyển trái phiếu thành tiền mặt trước khi đến hạn, vì họ có thể bán lại cổ phần của quỹ lấy tiền mặt.

Tuy nhiên, trong những năm gần đây, chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu miễn thuế và trái phiếu chịu thuế chỉ vào khoảng 15 đến 20 phần trăm, làm cho trái phiếu miễn thuế trở nên hấp dẫn đối với một tập hợp đông đảo các cá nhân hơn. Sự thay đổi lãi suất này cùng với tình trạng có sẵn và tính thanh khoản của quỹ hỗ trợ trái phiếu miễn thuế và quỹ thị trường tiền tệ dường như đã góp phần làm tăng sở hữu cá nhân, cả trực tiếp cũng như gián tiếp thông qua các quỹ tập hợp trái phiếu miễn thuế.

Cho dù bằng chứng cho thấy rằng đại đa số nợ miễn thuế mà thuộc sở hữu cá nhân là thuộc về những cá nhân có thu nhập cao, nhưng cũng có một nghịch lý thú vị: một số cá nhân có thu nhập thấp, và do vậy cũng có thuế suất biên thuế thu nhập liên bang thấp, cũng mua trái phiếu tiểu bang - địa phương miễn thuế. Daniel Feenberg và Lames Poterba (1991) từng thuật rằng khoảng một phần năm tổng tiền lãi của trái phiếu miễn thuế vào năm 1988 được trao cho những cá nhân có thuế suất biên dưới 20 phần trăm, những người có thu nhập thấp và có thể nói rằng họ sẽ nhận được sinh lợi ròng cao hơn nếu đầu tư vào trái phiếu chịu thuế. Trong một số trường hợp, điều này có lẽ xảy ra do thu nhập của cá nhân thay đổi nhưng họ không thay đổi loại hình đầu tư. Trong một số trường hợp khác, các cá nhân nhận được những lượng lớn thu nhập lãi miễn thuế, khiến họ được đưa vào những nấc thuế suất thấp hơn. Tuy nhiên, những cách giải thích này xem ra không giải thích được toàn bộ sự quan tâm vào trái phiếu miễn thuế của các nhà đầu tư ngoài dự đoán này.

Công ty và ngân hàng. Việc phân tích hành vi của các công ty đầu tư vào trái phiếu tiểu bang - địa phương, cụ thể là các ngân hàng và các công ty bảo hiểm, có phần nào không chắc chắn hơn so với khi phân tích hành vi của các cá nhân vì một số nguyên nhân về mặt tổ chức. Các ngân hàng thương mại vay mượn theo lãi suất chịu thuế, ví dụ như thông qua nhận tiền gửi từ cá nhân và bán chứng chỉ tiền gửi (certificates of deposit, CD). Cho đến năm 1987, các ngân hàng thương mại được phép khấu trừ chi phí lãi trả cho tiền gửi khi tính thu nhập chịu thuế thu nhập liên bang, ngay cả nếu tiền được sử dụng để mua trái phiếu tiểu bang - địa phương miễn thuế. Cũng vì lẽ đó, chi phí vay mượn của ngân hàng là lãi suất danh nghĩa trả cho tiền gửi trừ đi phần khấu trừ thuế thu nhập. Nếu chi phí vay mượn thấp hơn sinh lợi của trái phiếu miễn thuế, ngân hàng sẽ kiếm lời bằng cách nhận tiền gửi và mua thêm trái phiếu miễn thuế.

Chúng ta hãy xem thử một ví dụ minh họa bằng số. Giả sử lãi suất tiền gửi ngân hàng là 10 phần trăm và thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 35 phần trăm. Nếu ngân hàng bán một chứng chỉ tiền gửi 10.000 USD cho một cá nhân, ngân hàng phải trả lãi trên tiền gửi hàng năm là 1000 USD. Nhưng vì chi phí lãi được khấu trừ thuế thu nhập, cho nên chi phí ròng của ngân hàng là 650 USD [$\text{tiền lãi} \times (1 - \text{thuế suất}) = 1000 \text{ USD} \times 0,65$]. Bây giờ nếu 10.000 USD tiền gửi được dùng để mua trái phiếu tiểu bang - địa phương miễn thuế với lãi suất 7 phần trăm, ngân hàng sẽ nhận được tiền lãi hàng năm là 700 USD. Ta nói ngân hàng tham gia vào việc **kinh doanh hưởng chênh lệch lãi suất** (mua thấp bán cao), thực chất là chịu chi phí 650 USD để thu về 700 USD và do đó ta dự đoán ngân hàng sẽ tiếp tục thực hiện những giao dịch này bao lâu mà lợi nhuận trên vẫn còn có thể đạt được. Nhưng ta cũng dự đoán, quá trình bán thêm chứng chỉ tiền gửi và mua thêm trái phiếu tiểu bang - địa phương của tất cả các ngân hàng sẽ làm tăng lãi suất danh nghĩa của chứng chỉ tiền gửi và làm giảm lãi suất trái phiếu tiểu bang - địa phương cho đến khi toàn bộ cơ hội kinh doanh hưởng chênh lệch lãi suất không còn nữa. Ví dụ, nếu lãi suất chứng chỉ tiền gửi là 10,40 phần trăm nhưng lãi suất trái phiếu miễn thuế là 6,75 phần trăm, chi phí vay mượn ròng của ngân hàng là 676 USD, xấp xỉ bằng thu nhập từ trái phiếu miễn thuế 675 USD – toàn bộ hoạt động kinh doanh hưởng chênh lệch lãi suất sẽ bị triệt tiêu.

Là một phần của Luật Cải cách thuế năm 1986, các ngân hàng không còn được phép khấu trừ thuế thu nhập đối với chi phí lãi tiền gửi khi tiền đó được sử dụng để mua trái phiếu miễn thuế. Điều này dự kiến làm giảm tiền lãi của ngân hàng khi giữ trái phiếu miễn thuế, mà chính xác đã xảy ra. Trong ví dụ trên, ngân hàng sẽ không muốn mua trái phiếu miễn thuế lãi suất 7 phần trăm bằng tiền gửi mà ngân hàng phải trả lãi đến 10 phần trăm. Các ngân hàng thương mại trên thực tế vẫn tiếp tục mua và giữ ít nhiều trái phiếu miễn thuế do nghĩa vụ thuế riêng của ngân hàng (mà có thể giảm xuống thông qua nhận lãi miễn thuế) và khi các hoạt động đầu tư tương ứng với một phần tiền gửi tiết kiệm hưởng lãi suất rất thấp đối với người gửi tiền.

Các cơ hội kinh doanh hưởng chênh lệch lãi suất tương tự cũng có thể xảy ra với các công ty khác, như các công ty bảo hiểm, trong chừng mực mà những công ty này có thể điều chỉnh thu nhập chịu thuế của họ theo những cách khác nhau. Một lý thuyết nổi tiếng (Miller, 1977) nói rằng các công ty sẽ điều chỉnh tổ hợp nợ so với vốn sở hữu của họ sao cho chi phí sử dụng nợ ròng của công ty (là chi phí được khấu trừ thuế đối với công ty) bằng với chi phí thu nhập vốn sở hữu ròng của cổ đông (là thu nhập chịu thuế). Khi đó, người đầu tư vào công ty ở mức cận biên sẽ có thuế suất biên thuế thu nhập liên bang bằng với thuế suất thuế thu nhập công ty. Và nếu nhà đầu tư xem thu nhập vốn sở hữu công ty và thu nhập trái phiếu miễn thuế là hai phương án đầu tư thay thế lẫn nhau, thì chênh lệch lãi suất giữa vốn sở hữu công ty và trái phiếu miễn thuế cũng sẽ được xác định bởi thuế suất thuế thu nhập công ty.

Kết quả chung của tất cả các mô hình kinh doanh hưởng chênh lệch giá này là: tỷ lệ phần trăm chênh lệch giữa trái phiếu chịu thuế và trái phiếu miễn thuế sẽ bằng thuế suất thuế thu nhập công ty. Điều này xảy ra vì các mô hình này làm cho các công ty trở thành những nhà đầu tư biên, và vì thế, chênh lệch lãi suất sẽ làm cho trái phiếu miễn thuế trở nên hấp dẫn đối với các công ty. Nhưng như số liệu trong bảng 10-6 cho thấy, chênh lệch lãi suất nói chung nhỏ hơn thuế suất thuế thu nhập công ty (năm giữa 48 và 46 phần trăm cho đến năm 1987 và từ 34 đến 35 phần trăm từ đó trở đi). Người ta đã đưa ra hai cách giải thích khác nhau về mặt thể chế để giải thích lý do tại sao việc kinh doanh hưởng chênh lệch lãi suất của các ngân hàng và công ty bảo hiểm lại ít hơn so với mức hoàn chỉnh. Một khả năng là trái phiếu chính quyền tiểu bang - địa phương được xem là rủi ro hơn so với trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ và trái phiếu công ty. Cho dù khái niệm rủi ro tương đối có thể đúng với trái phiếu kho bạc, nhưng xem ra trái phiếu tiểu bang - địa phương không chắc rủi ro hơn so với trái phiếu công ty xét tổng thể. Một cách giải thích khả dĩ thứ hai liên quan đến thời hạn của trái phiếu mà các nhà đầu tư khác nhau ưa thích. Nếu các ngân hàng thích các nghĩa vụ nợ ngắn hạn hơn (để duy trì tính thanh khoản), và các công ty bảo hiểm chuộng các nghĩa vụ nợ dài hạn hơn, thì các cá nhân có thể là những nhà đầu tư biên vào trái phiếu tiểu bang - địa phương dài hạn. Khi đó, câu chuyện kinh doanh hưởng chênh lệch giá sẽ bị giới hạn vì mỗi loại người có nhu cầu đều bị giới hạn bởi số lượng trái phiếu ứng với một thời hạn nhất định.

Hiệu quả của việc miễn thuế.

Nếu mục đích của việc miễn thuế thu nhập lãi trái phiếu chính quyền tiểu bang - địa phương là nhằm trợ cấp cho chi phí vay mượn của chính quyền các cấp, thì người ta có thể chứng minh rằng miễn thuế là một cách trợ cấp không hiệu quả theo ý nghĩa là chính quyền liên bang phải thất thu hơn 1 USD thu ngân sách ứng với 1 USD chi phí lãi mà chính quyền tiểu bang - địa phương tiết kiệm được. Tình trạng không hiệu quả này được minh họa trong bảng 10-8, trong đó khoản tiết kiệm chi phí lãi của chính quyền tiểu bang hay địa phương khi huy động trái phiếu miễn thuế thay cho trái phiếu chịu thuế được so sánh với khoản tiết kiệm thuế thu nhập liên bang

của các nhà đầu tư. Lẽ dĩ nhiên, khoản tiết kiệm thuế của nhà đầu tư cũng chính là khoản thất thu thuế của chính quyền liên bang.

BẢNG 10-8 Hiệu quả của việc miễn thuế thu nhập lãi trái phiếu tiểu bang - địa phương

<i>Trái phiếu mệnh giá 10.000 USD</i>			
<i>Lãi suất 6 phần trăm đối với trái phiếu miễn thuế</i>			
<i>Lãi suất 8 phần trăm đối với trái phiếu chịu thuế</i>			
<i>Thuế suất biên</i>	<i>Thuế suất</i>	<i>Tiết kiệm chi phí lãi đối với chính quyền tiểu bang - địa phương nhờ miễn thuế</i>	<i>Tiết kiệm thuế thu nhập liên bang đối với người đầu tư vào trái phiếu tiểu bang - địa phương so với trái phiếu chịu thuế</i>
0,15		Không phải là người đầu tư vào trái phiếu miễn thuế	
0,25		200 USD	200 USD
0,28		200	224
0,32		200	256
0,36		200	288
0,50		200	400

Ví dụ trong bảng 10-8 một lần nữa cũng liên quan đến trái phiếu 10.000 USD với lãi suất 6 phần trăm đối với trái phiếu miễn thuế, và lãi suất 8 phần trăm đối với trái phiếu chịu thuế. Khi đó, đối với mỗi trái phiếu bán ra, chính quyền tiểu bang hay địa phương phát hành tiết kiệm được 200 USD chi phí lãi mỗi năm. Khoản tiết kiệm thuế thu nhập liên bang của người đầu tư vào trái phiếu miễn thuế thay cho đầu tư vào trái phiếu chịu thuế phụ thuộc vào thuế suất biên thuế thu nhập liên bang của nhà đầu tư. Khoản tiết kiệm thuế bằng 800 USD (tiền lãi trái phiếu) nhân cho thuế suất, tức là bằng 224 USD đối với những người nộp thuế ở nấc thuế thu nhập 28 phần trăm, bằng 256 USD đối với những người nộp thuế có thuế suất biên 32 phần trăm, và bằng 288 USD đối với những người nộp thuế có thuế suất biên 36 phần trăm. Khoản tiết kiệm thuế sẽ bằng 400 USD nếu có một nấc thuế suất 50 phần trăm. Khoản tiết kiệm thuế thu nhập liên bang của tất cả những người đầu tư vào trái phiếu chính quyền tiểu bang - địa phương miễn thuế với thuế suất biên lớn hơn t^* – thuế suất mà tại đó, sinh lợi sau thuế của cả hai loại trái phiếu đều bằng nhau (trong ví dụ này là 25 phần trăm) – đều lớn hơn so với khoản tiết kiệm chi phí lãi của chính quyền tiểu bang - địa phương. Nói cách khác, tất cả những người đầu tư trái phiếu miễn thuế với thuế suất biên cao hơn t^* sẽ nhận được sinh lợi ròng nhiều hơn so với sinh lợi ròng của trái phiếu chịu thuế, và vì thế họ đang nhận được sinh lợi cao hơn mức cần thiết để xui khiến họ mua trái phiếu tiểu bang - địa phương. Khoản chênh lệch giữa giá trị tiết kiệm chi phí lãi vay của chính quyền tiểu bang - địa phương và giá trị thất thu thuế của chính quyền liên bang chính là lợi ích ròng đối với những nhà đầu tư có thuế suất biên cao.

Khi cầu và cung trái phiếu thay đổi, qua đó ảnh hưởng đến chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu chịu thuế và trái phiếu miễn thuế, thuế suất mà tại đó nhà đầu tư cảm thấy bàng quan giữa hai loại trái phiếu miễn thuế và chịu thuế (nghĩa là thuế suất ứng với sinh lợi ròng của hai loại trái phiếu là như nhau) cũng sẽ thay đổi. Thực chất, thuế suất đó (và lãi suất tương đối) sẽ điều chỉnh sao cho có vừa đủ nhà đầu tư sẵn lòng mua số trái phiếu được cung ứng. Nhưng bất kể những nhà đầu tư biên này là ai, những nhà đầu tư có thuế suất cao hơn sẽ nhận được lợi ích kinh tế nhờ miễn thuế.

Trong một số trường hợp, chính quyền tiểu bang - địa phương cũng có thể hưởng lợi (và ngầm hiểu là những người nộp thuế của họ hưởng lợi) nhờ sự chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu chịu thuế và trái phiếu miễn thuế. Nếu chính quyền một tiểu bang hay địa phương bán trái phiếu với thuế suất miễn thuế và có thể đầu tư tiền này với suất sinh lợi chịu thuế cao hơn, thì chính quyền hưởng lợi nhuận vì họ không có nghĩa vụ nộp thuế trên thu nhập từ trái phiếu chịu thuế. Đây là một kiểu kinh doanh hưởng chênh lệch giá của chính quyền các cấp – thực chất là kinh doanh dựa trên khoản chênh lệch lãi suất. Cục thuế nội địa Hoa Kỳ (IRS) qui định hạn chế cơ hội để chính quyền các cấp hưởng lợi nhuận kinh doanh chênh lệch lãi suất theo cách này nhưng không loại trừ hết. Người ta công nhận rằng các dự án đầu tư đòi hỏi phải mất thời gian để bắt đầu, cho nên chính quyền có thể bán trái phiếu để tài trợ cho một dự án xây dựng vốn nhưng không phát sinh các hoá đơn chi phí trong một thời gian tiếp theo. Nếu tiền được đầu tư trong thời gian đó, chính quyền có thể được hưởng lợi nhuận kinh doanh chênh lệch lãi suất. Tuy nhiên, Luật Cải cách thuế năm 1986 giới hạn thời gian được phép thực hiện hoạt động kinh doanh này trong vòng 6 tháng mà thôi. Trong những trường hợp khác, chính quyền các cấp có thể bán trái phiếu phục vụ cho một mục đích cụ thể (ví dụ như cho sinh viên vay hay bù đắp thiếu hụt ngân lưu tạm thời) cho dù họ có tiền thặng dư trong tay. Việc sử dụng tiền vay mượn chứ không phải tiền dự trữ cho các dự án giúp chính quyền có thể đầu tư tiền dự trữ với lãi suất chịu thuế cao hơn. Đây cũng là một loại kinh doanh hưởng chênh lệch lãi suất và được Cục thuế nội địa cho phép.

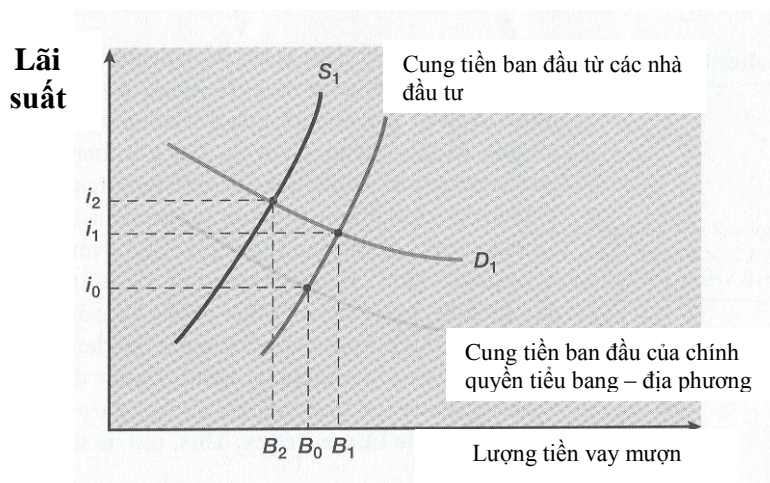
Không những là một cách thức phi hiệu quả để chính quyền liên bang trợ cấp cho việc vay mượn của chính quyền tiểu bang - địa phương, việc miễn thuế còn làm tăng lượng vay mượn của chính quyền tiểu bang - địa phương thông qua hạ thấp chi phí vay mượn. Tương tự, miễn thuế khiến cho một số nhà đầu tư mua trái phiếu chính quyền tiểu bang - địa phương mà lẽ ra không chắc họ đã mua. Nếu thay vì mua trái phiếu tiểu bang - địa phương, một số nhà đầu tư mua trái phiếu công ty, điều đó có thể làm hạ chi phí vay mượn của các công ty tư nhân. Do đó, trong tình trạng thiếu vắng một điểm không hoàn hảo nào đó trên những thị trường vốn mà vận hành dựa vào trái phiếu tiểu bang - địa phương hay một yếu tố ngoại tác nào đó giữa chính quyền các cấp mà dẫn đến một lượng đầu tư thấp một cách phi hiệu quả của các cấp chính quyền này, bất kỳ khoản trợ cấp chi phí vay mượn của tiểu bang - địa phương nào cũng có thể dẫn đến việc sử dụng phi hiệu quả nguồn lực của xã hội.

Sự tăng trưởng của trái phiếu phục vụ cho mục đích tư nhân.

Chẳng có gì khó hiểu tại sao chính quyền tiểu bang - địa phương nhận thấy trái phiếu miễn thuế là một phương cách hấp dẫn để ra sức trợ cấp đầu tư và kích thích phát triển kinh tế. Công cụ này xem ra không áp đặt chi phí cho chính quyền tiểu bang - địa phương (hay những người nộp thuế của họ), không giống như các khoản chi tiêu trực tiếp hay ưu đãi thuế tiểu bang - địa phương trực tiếp dành cho các doanh nghiệp hay cá nhân. Thật ra, nếu chính quyền tiểu bang - địa phương tin rằng chi phí của trái phiếu phục vụ mục đích tư nhân được áp đặt lên tất cả những người nộp thuế thu nhập liên bang trên toàn quốc, thì từng chính quyền các cấp ngầm tin rằng họ đang chuyển giao một phần chi phí phát triển kinh tế của họ cho cư dân của các tiểu bang hay địa phương khác thông qua bán trái phiếu phục vụ mục đích tư nhân. Quả thật, vì những người nộp thuế của một tiểu bang gánh chịu chi phí từ tất cả trái phiếu mục đích tư nhân của tất cả các tiểu bang khác một cách tỷ lệ với thuế thu nhập liên bang mà họ đóng, cho nên một tiểu bang chỉ có thể “thắng” trong cuộc chơi bằng cách phát hành ngày càng nhiều trái phiếu miễn thuế. Những tiểu bang nào có tỷ trọng trái phiếu miễn thuế lớn hơn tỷ trọng thu nhập chịu thuế liên bang thì có thể được xem là “người thắng cuộc” trong việc miễn thuế thu nhập lãi trái phiếu.

Nhưng nhận thức của chính quyền tiểu bang - địa phương rằng trái phiếu miễn thuế phục vụ mục đích tư nhân là không tốn chi phí đối với họ có thể là một nhận thức sai lầm. Sự gia tăng lượng tiền vay mượn mà chính quyền các tiểu bang - địa phương đòi hỏi cho những mục đích này dự kiến sẽ làm tăng lãi suất đối với tất cả trái phiếu miễn thuế dài hạn của tiểu bang - địa phương. Càng ngày, người ta càng phải có sinh lợi tương đối cao hơn từ trái phiếu miễn thuế để thu hút thêm người đầu tư cung ứng tiền, nghĩa là mua trái phiếu. Một báo cáo gần đây cho thấy rằng cứ mỗi 1 tỷ USD trái phiếu miễn thuế tăng thêm trên toàn thị trường sẽ làm tăng lãi suất trái phiếu miễn thuế từ 1 đến 7 điểm cơ bản (một điểm cơ bản là 1/100 của một điểm phần trăm).⁸ Một nghiên cứu khác nhận thấy rằng cứ thêm 6 triệu USD trái phiếu phát hành bởi một tiểu bang sẽ làm tăng chi phí vay mượn của tiểu bang đó thêm 22 điểm cơ bản.⁹ Trong những trường hợp này, việc sử dụng trái phiếu miễn thuế cho các hoạt động tư nhân làm tăng chi phí vay mượn của chính quyền tiểu bang và địa phương cho các mục đích công cộng truyền thống (ví dụ như xây dựng đường sá, trường học, các hệ thống cấp thoát nước).

HÌNH 10-4 Thị trường vay mượn của tiểu bang - địa phương



Khả năng này được minh họa trong hình 10-4, biểu thị một đường cung tiền có độ dốc dương được cung ứng bởi những người đầu tư vào trái phiếu chính quyền tiểu bang - địa phương (cần có lãi suất cao hơn để thu hút nhiều cá nhân và doanh nghiệp cho chính quyền các cấp vay tiền) và một đường cầu tiền có độ dốc âm của chính quyền tiểu bang - địa phương (chính quyền các cấp muốn vay mượn nhiều hơn khi lãi suất trái phiếu miễn thuế thấp hơn). Ứng với tình hình thị trường ban đầu, lãi suất trái phiếu miễn thuế dài hạn là i_0 . Nếu chính quyền tiểu bang - địa phương muốn vay mượn thêm để phục vụ cho các mục đích tư nhân, thì cầu tiền vay của chính quyền tiểu bang - địa phương tăng lên đến D_1 . Nếu hành vi cơ bản của các nhà đầu tư không có gì thay đổi (cung vẫn như cũ), thì lãi suất tăng lên đến i_1 . Nhất quán với quan điểm này, Temple (1993) tường thuật rằng sự gia tăng sử dụng nợ GO phục vụ cho chi tiêu đầu tư và gia tăng mức nợ đang lưu hành chung khiến các tiểu bang bán trái phiếu miễn thuế phục vụ hoạt động tư nhân ít hơn. Rõ ràng, việc sử dụng nhiều nợ vì mục đích đầu tư hơn sẽ làm tăng chi phí vay mượn và làm việc vay mượn miễn thuế cho các mục đích tư nhân trở nên kém hấp dẫn hơn.

⁸ Clark (1986, trang 59).

⁹ Capeci (1990).

Vì các tiểu bang và địa phương không có dấu hiệu gì sẽ cắt giảm vay mượn miễn thuế cho các hoạt động tư nhân, chính quyền liên bang đã can thiệp vào năm 1986 để hạn chế việc sử dụng trái phiếu này, như đã giải thích trên đây. Trong khi việc phát hành trái phiếu miễn thuế cho một số chức năng hoàn toàn bị cấm, phần lớn các loại trái phiếu hoạt động tư nhân khác bị ràng buộc bởi qui định hạn chế giá trị hàng năm là 50 USD trên đầu người hoặc tổng cộng 150 triệu USD, tùy theo giá trị nào lớn hơn.¹⁰ Qui định giới hạn như vậy không đối xử với tất cả các tiểu bang một cách đồng đều như nhau. Vì thế, tiểu bang nào có dân số ít hơn 3 triệu người sẽ có mức giới hạn chung là 150 triệu USD và mức giới hạn theo đầu người lớn hơn 50 USD (150 triệu USD ÷ dân số tiểu bang). Những tiểu bang có dân số cao hơn 3 triệu người sẽ có mức giới hạn chung là 50 USD nhân cho dân số.

Nếu các mức giới hạn này thật sự nhằm hạn chế việc sử dụng nợ miễn thuế, thì giới hạn phải nhỏ hơn giá trị nợ mà tiểu bang muốn phát hành hay sẽ phát hành khi không có giới hạn. Tuy nhiên, một tiểu bang có thể bị ràng buộc bởi giá trị giới hạn ngay cả nếu tiểu bang đó không sử dụng hết giá trị được phép, do qui mô của các dự án đầu tư và giá trị trái phiếu thông thường. Ví dụ, một tiểu bang như Wisconsin với dân số khoảng 5 triệu người sẽ có mức giới hạn vào khoảng 250 triệu USD một năm. Nếu Wisconsin đã thỏa thuận bán 200 triệu trái phiếu hoạt động tư nhân cho các mục đích khác nhau, sử dụng hết 80 phần trăm giá trị được phép, thì tiểu bang không thể huy động trái phiếu cho một dự án mới với giá trị 75 triệu USD được nữa. Như vậy, dự án đó sẽ không được tài trợ chút nào, hoặc sẽ bị trì hoãn cho tới một năm khác. Cho dù Wisconsin không sử dụng hết toàn bộ giá trị giới hạn trong năm đó, nhưng qui định giới hạn vẫn thật sự hạn chế tiểu bang không được phát hành toàn bộ trái phiếu mà lẽ ra tiểu bang đã có thể sử dụng.

Một nghiên cứu khác gần đây của Daphne Kenyon (1991, 1993) và những người khác cho thấy rằng các mức giới hạn giá trị trái phiếu hoạt động tư nhân đã thật sự hạn chế việc sử dụng trái phiếu này trong một số tiểu bang, cho dù ảnh hưởng của nó không đồng đều. Theo Kenyon (1993), 12 tiểu bang – Arkansas, California, Connecticut, Florida, Kansas, Minnesota, Oklahoma, South Carolina, Texas, Utah, và Wisconsin – đã sử dụng ít nhất 80 phần trăm giá trị được phép của họ mỗi năm từ 1989 đến 1991 và như vậy có thể đã bị ràng buộc bởi giá trị giới hạn. Ngược lại, cũng trong thời gian này, có 20 tiểu bang sử dụng hết 50 phần trăm hay ít hơn giá trị được phép mỗi năm, bao gồm Alaska, Delaware, Hawaii, Idaho, Montana, Nebraska, New Mexico, South Dakota, Vermont, và Wyoming. Những tiểu bang này xem ra chắc chắn không bị ràng buộc bởi qui định giới hạn. Nói chung, giới hạn 50 USD trên đầu người mà áp dụng cho những tiểu bang đông dân thì gây ra sự hạn chế nhiều hơn so với mức giới hạn chung 150 triệu USD áp dụng cho những tiểu bang thưa dân. Wyoming, với không đến 500.000 người, có thể phát hành hơn 300 USD trái phiếu hoạt động tư nhân trên một đầu người một năm, so với chỉ có 50 USD trên đầu người ở một tiểu bang như Minnesota.

Áp dụng phương pháp phân tích thống kê về việc sử dụng trái phiếu tiểu bang, Kenyon (1990) tường thuật rằng các mức giới hạn sử dụng trái phiếu miễn thuế làm giảm lượng trái phiếu phục vụ hoạt động tư nhân trên toàn quốc trong khoảng từ 30 USD đến 36 USD trên đầu người vào năm 1989 và 1990. Nếu các mức giới hạn có hiệu lực tổng thể, thì cầu tiền vay thấp hơn của các tiểu bang và địa phương sẽ gây áp lực làm giảm chi phí lãi vay đối với các tiểu bang

¹⁰ Nếu một tiểu bang không sử dụng toàn bộ giá trị trái phiếu hoạt động tư nhân được phép trong một năm, tiểu bang đó có thể chuyển giá trị chưa sử dụng sang năm sau trong vòng ba năm tiếp theo với sự phê duyệt của Cục thuế nội địa.

trong tất cả các loại vay mượn. Tuy nhiên, mức giới hạn hiện tại dự kiến sẽ tiếp tục có ảnh hưởng hạn chế nhiều hơn tại những tiểu bang lớn hơn, có lẽ sẽ làm cho người ta quan tâm nhiều hơn đến trái phiếu chịu thuế tại những tiểu bang này, hoặc làm giảm chi phí lãi vay tương đối tại những tiểu bang này thậm chí còn nhiều hơn.

Ảnh hưởng của những thay đổi thuế thu nhập liên bang.

Sự thay đổi thuế thu nhập liên bang có những ảnh hưởng lớn đối với cả cung lẫn cầu tiền vay trên thị trường trái phiếu miễn thuế; nghĩa là ảnh hưởng đến hành vi của người mua trái phiếu và người bán trái phiếu, tức chính quyền tiểu bang - địa phương phát hành trái phiếu. Thông qua ảnh hưởng đến cả cung và cầu tiền vay, chính sách thuế liên bang ảnh hưởng mạnh đến lãi suất trả cho trái phiếu tiểu bang - địa phương.

Yếu tố ảnh hưởng trước tiên đối với cung (người mua trái phiếu) là sự thay đổi thuế suất biên. Ta hãy nhớ lại, chính thuế suất biên của nhà đầu tư so với tỷ lệ phần trăm chênh lệch lãi suất của trái phiếu chịu thuế và trái phiếu miễn thuế là yếu tố quyết định sức thu hút của trái phiếu miễn thuế để đầu tư. Do đó, ứng với một mức chênh lệch lãi suất nhất định, việc giảm các thuế suất biên sẽ làm cho trái phiếu miễn thuế trở nên kém hấp dẫn hơn đối với một số nhà đầu tư mà trước đây trái phiếu miễn thuế từng là một doanh vụ tốt với họ. Để lưu giữ hoặc để thu hút trở lại những nhà đầu tư này, trái phiếu miễn thuế cần phải có sinh lợi tương đối cao hơn – nghĩa là chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu chịu thuế và trái phiếu miễn thuế phải thấp hơn. Trong hình 10-4, việc giảm các mức thuế suất biên của thuế thu nhập liên bang dự kiến làm giảm cung trên thị trường trái phiếu miễn thuế đến S_1 . Sự thay đổi này dự kiến làm tăng lãi suất của trái phiếu miễn thuế từ i_1 đến i_2 (và thu hẹp chênh lệch lãi suất).

Thật vậy, việc giảm thuế suất thuế thu nhập liên bang là câu chuyện chính về thuế khoá của thập niên 80. Luật Giảm thuế năm 1981 đã giảm toàn bộ các mức thuế suất biên của thuế thu nhập liên bang trong ba năm. Thậm chí còn quan trọng hơn ứng với sự kiện là trái phiếu miễn thuế được mua bởi những cá nhân có thu nhập cao, thuế suất thuế thu nhập cá nhân tối đa giảm từ 70 chỉ còn 50 phần trăm.

Luật Cải cách thuế năm 1986 liên quan đến một số thay đổi làm cho trái phiếu miễn thuế lại càng kém hấp dẫn hơn. Luật này tiếp tục giảm thuế suất thu nhập biên nhiều hơn – chỉ còn hai nấc thuế suất biên của thuế thu nhập cá nhân là 15 và 28 phần trăm (33 phần trăm nếu kể cả việc bãi bỏ dần miễn thuế thu nhập cá nhân cho những người nộp thuế có thu nhập rất cao), và mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp cao nhất giảm xuống còn 34 phần trăm từ mức 46 phần trăm trước đó. Việc giảm thuế suất biên của thuế thu nhập liên bang này làm cho đầu tư trái phiếu miễn thuế trở nên kém hấp dẫn hơn và làm giảm cung trên thị trường. Tuy nhiên, năm 1993, mức thuế suất biên cao nhất của thuế thu nhập cá nhân liên bang tăng lên đến 39,6 phần trăm và thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp tăng lên đến 35 phần trăm. Việc tăng thuế suất này có ảnh hưởng ngược lại, làm trái phiếu miễn thuế trở nên ít nhiều hấp dẫn hơn. Nhưng các mức thuế suất biên vẫn còn thấp dưới mức của thập niên 80.

Loại thay đổi thuế thứ hai ảnh hưởng đến người mua trái phiếu miễn thuế liên quan đến các phương án đầu tư ưu đãi thuế khác. Luật thuế năm 1981 mở rộng cơ hội cho việc đầu tư *hoãn nộp thuế* cá nhân thông qua các Tài khoản hưu trí cá nhân (Individual Retirement Accounts, IRA), các kế hoạch Keogh, và các phương án tiết kiệm hoãn nộp thuế khác, chủ yếu nhằm vào tiết kiệm hưu trí. Đối với IRA, các cá nhân được phép đầu tư lên đến 2000 USD hàng

năm mà không phải nộp thuế thu nhập trên số tiền đó hoặc trên tiền lãi phát sinh cho đến khi nào số tiền về sau được rút ra để tiêu dùng (được cho là khi về hưu). Cho dù thuế chỉ được hoãn nộp chứ không phải bãi bỏ, các cơ hội tiết kiệm như vậy dự kiến làm giảm sức thu hút tương đối của trái phiếu miễn thuế đối với một số nhà đầu tư cá nhân. Trong chừng mực mà điều đó xảy ra, cung tiền trên thị trường trái phiếu miễn thuế lại tiếp tục giảm, tạo thêm áp lực cho sự gia tăng lãi suất trái phiếu miễn thuế.

Tuy nhiên, cơ hội mở rộng cho việc tiết kiệm hoãn nộp thuế thông qua các tài khoản hưu trí vừa bung ra vào năm 1981 lại bị cắt giảm thông qua Luật Cải cách thuế năm 1986. Những gia đình có thu nhập trên 50.000 USD với một thành viên trong gia đình tham gia kế hoạch hưu trí không còn được phép khấu trừ thuế cho giá trị tiết kiệm trong tài khoản hưu trí cá nhân nữa, cho dù tiền lãi vẫn còn có thể tích lũy trên cơ sở hoãn nộp thuế. Các loại tiết kiệm hoãn nộp thuế khác cũng bị hạn chế. Thứ hai, cơ hội cho những cá nhân che chắn thu nhập bằng khấu trừ thuế đối với giá trị khấu hao hay tín dụng từ đầu tư thụ động (đầu tư vào những doanh nghiệp mà họ không làm việc trong đó) bị cắt giảm mạnh. Những thay đổi này hợp lại dự kiến làm cho trái phiếu miễn thuế lại trở nên hấp dẫn hơn đối với một số nhà đầu tư – về bản chất, trái phiếu miễn thuế là một trong những phương án đầu tư được che chắn thuế còn sót lại. Và cả thuế thu nhập cá nhân và doanh nghiệp đều bao gồm một khoản thuế tối thiểu được tính trên cơ sở bao gồm một số loại thu nhập miễn thuế, đặc biệt tiền lãi nhận được từ trái phiếu miễn thuế phục vụ mục đích tư nhân. Điều này có thể khiến cho các nhà đầu tư thích trái phiếu miễn thuế phục vụ mục đích công cộng hơn và gây ra lãi suất cao hơn đối với trái phiếu công trình phục vụ hoạt động tư nhân.

Ảnh hưởng kết hợp của những thay đổi thuế năm 1981 có thể còn giúp giải thích lý do tại sao chênh lệch lãi suất của trái phiếu chịu thuế và trái phiếu miễn thuế dài hạn đã thu hẹp đáng kể vào đầu thập niên 80. Ảnh hưởng dự kiến của cả hai việc giảm thuế suất thu nhập và các qui tắc tự do hoá đối với tiết kiệm hoãn thuế của cá nhân là tình trạng giảm sút cung tiền trên thị trường trái phiếu miễn thuế. Mặt khác, sự gia tăng giá trị tối đa của trái phiếu phát triển công nghiệp vào năm 1979 và việc mở rộng vay mượn của các tiểu bang - địa phương phục vụ cho các hoạt động tư nhân đã làm tăng cầu trên thị trường trái phiếu miễn thuế. Như biểu thị qua hình 10-4, ảnh hưởng kết hợp của cầu tăng và cung giảm là làm tăng lãi suất trái phiếu miễn thuế từ i_0 đến i_2 (hay thu hẹp chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu chịu thuế và trái phiếu miễn thuế). Điều quan trọng cần lưu ý là sự gia tăng lãi suất này có thể đi kèm với sự gia tăng, giảm sút, hay không thay đổi gì trong tổng giá trị trái phiếu phát hành. (Trong hình, lượng thực sự giảm, (từ B_0 đến B_2), nhưng bất kỳ thay đổi nào về lượng cũng có thể xảy ra, tùy thuộc vào độ lớn tương đối của sự thay đổi cung và cầu).

Ý tưởng cho rằng những thay đổi về đặc điểm thuế ảnh hưởng đến lãi suất của trái phiếu miễn thuế đã được James Poterba (1986) hỗ trợ bằng thực nghiệm; ông liên hệ về mặt thống kê chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu chịu thuế và trái phiếu miễn thuế với các sự kiện chính sách thuế khác nhau từ 1955 đến 1984. Poterba (trang 6) kết luận rằng:

Thông qua xem xét số liệu từ bốn sự kiện làm thay đổi đáng kể thuế suất – đợt cắt giảm thuế Kennedy - Johnson 1964, phụ thu thuế chiến tranh Việt Nam, Luật Cải cách thuế năm 1969, và đợt cắt giảm thuế năm 1981 – nghiên cứu này mang lại những bằng chứng mới cho thấy rằng *cả* thay đổi thuế thu nhập cá nhân *lẫn* thay đổi thuế thu nhập doanh nghiệp đều ảnh hưởng đến sinh lợi tương đối của trái phiếu chịu thuế và trái phiếu miễn thuế.

Kết quả của Poterba cho thấy rằng sự thay đổi thuế năm 1981 giải thích cho từ một phần tư đến một nửa sự thay đổi của mức chênh lệch lãi suất (giữa trái phiếu chịu thuế và trái phiếu miễn thuế) từ năm 1980-82. Và bằng chứng về việc thuế suất thuế thu nhập cá nhân là quan trọng cũng cho thấy rằng tập hợp các nhà đầu tư biên không chỉ bao gồm các công ty mà thôi.

Ảnh hưởng chung dự kiến của Luật Cải cách thuế năm 1986 trên thị trường trái phiếu miễn thuế có tính chất không chắc chắn. Cầu của trái phiếu miễn thuế dự kiến sẽ giảm do những qui định hạn chế sử dụng trái phiếu miễn thuế phục vụ hoạt động tư nhân, sẽ dẫn đến các mức lãi suất thấp hơn. Nhưng ảnh hưởng chung đối với cung thì không rõ ràng – các mức thuế suất thu nhập biên thấp hơn, việc chấm dứt khấu trừ thuế thu nhập đối với chi phí lãi tiền gửi của ngân hàng, và qui định thuế suất thu nhập tối thiểu hàm chỉ cung sẽ giảm, nhưng việc cắt giảm các cơ hội che chắn thuế và trì hoãn thuế lại dẫn đến tăng cung. Và thậm chí nếu giả sử ảnh hưởng chung là giảm cung trên thị trường trái phiếu miễn thuế, nhưng nếu cầu giảm nhiều hơn, thì lãi suất trái phiếu miễn thuế có thể giảm (hay chính xác hơn, chênh lệch lãi suất trái phiếu chịu thuế và trái phiếu miễn thuế sẽ lớn hơn, cho nên chi phí vay mượn tương đối của chính quyền tiểu bang - địa phương sẽ giảm).

Trên thực tế, chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu chịu thuế và trái phiếu miễn thuế đã gia tăng từ năm 1987 đến 1992. Chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu kho bạc và trái phiếu miễn thuế tăng từ khoảng 10 phần trăm vào năm 1987 đến khoảng 16,4 phần trăm năm 1992, trong khi chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu công ty và trái phiếu miễn thuế tăng từ 17,6 phần trăm đến 21,2 phần trăm, như biểu thị qua bảng 10-6. Khi đó, xem ra ảnh hưởng vượt trội của Luật thuế 1986 là làm giảm cầu, dẫn đến giảm chi phí vay mượn tương đối của các tiểu bang và địa phương.

Tuy nhiên, đã có đôi chút thay đổi vào năm 1993. Cho dù lãi suất nhìn chung giảm vào năm 1993, lãi suất trái phiếu kho bạc giảm nhiều hơn lãi suất trái phiếu miễn thuế. Một lần nữa, những ảnh hưởng của thuế thu nhập liên bang cũng được cho là một phần nguyên do. Nội các chính quyền Clinton đã đệ trình và vào cuối năm đã ban hành qui định tăng thuế suất thu nhập biên cao nhất áp dụng cho những người nộp thuế có thu nhập cao nhất. Sự gia tăng thuế suất như vậy làm cho trái phiếu miễn thuế trở nên hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư và vì thế, dự kiến sẽ làm tăng cung của các tiểu bang và địa phương. Đáp ứng trước lãi suất rất thấp trên thị trường vào năm 1993, nhiều tiểu bang và địa phương tìm cách bán trái phiếu; kỷ lục gần 338 tỷ¹¹ USD trái phiếu đã được bán ra trong năm đó. Ảnh hưởng kết hợp của cung tăng của các nhà đầu tư nhưng cầu tăng mạnh của chính quyền các cấp thật sự đã làm giảm chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu kho bạc và trái phiếu miễn thuế vào năm 1993.

Trái phiếu đô thị chịu thuế.

Do những vấn đề gây ra bởi việc miễn thuế thu nhập lãi trái phiếu tiểu bang và địa phương, các nhà kinh tế học từ lâu đã đề xuất rằng chính quyền tiểu bang - địa phương nên phát hành trái phiếu *chịu thuế* cùng với việc chính quyền liên bang sử dụng một khoản trợ cấp trực tiếp nếu họ muốn giảm chi phí vay mượn của chính quyền tiểu bang - địa phương. Lấy ví dụ, nếu chính quyền một cấp nào đó phát hành trái phiếu chịu thuế với lãi suất 8 phần trăm trong khi trái phiếu miễn thuế từng mang lại lãi suất 6 phần trăm, thì một khoản trợ cấp của liên bang bằng 25 phần

¹¹ Số liệu này trong bản tiếng Anh là 338 triệu USD. Tuy nhiên, sau khi tham khảo ý kiến của giáo sư Jay K. Rosengard thì đơn vị hợp lý là tỷ thay vì triệu USD (NHĐ)

trăm chi phí lãi của chính quyền tiểu bang hay địa phương sẽ giúp giảm chi phí vay mượn giống hệt như việc miễn thuế. Ưu điểm chính của phương pháp này là nó sẽ làm chính quyền liên bang tốn chi phí đúng bằng 1 USD ứng với 1 USD mà chính quyền các cấp tiết kiệm được, chứ không phải tốn nhiều hơn 1 USD như trong trường hợp miễn thuế. Nói cách khác, việc chi trả trực tiếp sẽ là một phương cách hiệu quả hơn cho chính quyền liên bang để trợ cấp chi phí vay mượn của tiểu bang - địa phương.

Về mặt lịch sử, chính quyền tiểu bang - địa phương không thật thích thú cho lắm với nợ chịu thuế dù có hay không có trợ cấp trực tiếp của liên bang. Chính quyền các cấp rất thận trọng cảnh giác trước việc thay thế hình thức miễn thuế bằng một khoản trợ cấp trực tiếp, một phần vì trợ cấp trực tiếp của liên bang có thể bị thay đổi bởi chính phủ liên bang trong tương lai. Nếu chính quyền tiểu bang - địa phương không còn phương án phát hành trái phiếu miễn thuế nữa, chẳng có gì bảo đảm rằng chính phủ liên bang sẽ luôn luôn cung ứng tỷ lệ trợ cấp bằng với mức mà các tiểu bang - địa phương có thể đạt được thông qua miễn thuế.

Tuy nhiên, các biện pháp giới hạn sử dụng nợ miễn thuế của chính quyền tiểu bang - địa phương phục vụ cho mục đích tư nhân trong Luật Cải cách thuế năm 1986 có thể có đủ động cơ để thôi thúc các tiểu bang và địa phương bắt đầu sử dụng nợ chịu thuế với một mức độ nhiều hơn so với trong quá khứ. Ví dụ, Daphne Kenyon (1991) tường thuật rằng chính quyền tiểu bang - địa phương đã bán ra từ 2 tỷ đến 3 tỷ USD trái phiếu chịu thuế hàng năm từ năm 1987 đến 1990 so với chỉ có 327 triệu USD vào năm 1985. Tuy nhiên, 2,85 tỷ USD nợ chịu thuế của tiểu bang - địa phương phát hành năm 1990 chỉ tiêu biểu cho khoảng 2,3 phần trăm trong tổng phát hành nợ dài hạn của tiểu bang và địa phương. Bởi vì những qui định giới hạn mới đã có hiệu lực, cho nên một số tiểu bang và địa phương chỉ ít cũng phải sử dụng nợ chịu thuế để phục vụ cho những hoạt động tư nhân hiện không còn đủ điều kiện để được tài trợ miễn thuế nữa. Như Peers (1986) nhận xét: “Nợ chịu thuế tốn kém hơn đối với các đô thị và các nhà phát hành khác, nhưng có thể được đưa vào sử dụng trong những dự án mà Quốc hội không chấp thuận sử dụng trái phiếu miễn thuế, như trợ giúp cho các nhà nông, các dự án kiểm soát ô nhiễm và cho các doanh nghiệp địa phương vay.” Tuy nhiên, nợ chịu thuế phát hành trực tiếp bởi các tiểu bang và địa phương vẫn còn tương đối ít.

Kenyon (1991) cũng nhận xét rằng việc chuyển từ trái phiếu miễn thuế sang nợ chịu thuế có thể nhiều hơn so với biểu hiện bên ngoài. Trong quá khứ, các tiểu bang và địa phương từng phát hành nợ miễn thuế thay mặt cho các cá nhân và doanh nghiệp tư nhân. Bởi vì kiểu nợ miễn thuế này giờ đây đã bị cấm, cho nên các đơn vị tư nhân này có thể tự mình phát hành nợ chịu thuế.

Một số chính quyền địa phương khá sáng tạo trong việc sử dụng nợ chịu thuế. Như một phần của kế hoạch tái tài trợ một số nợ miễn thuế với lãi suất thấp hơn vào năm 1986, quận Los Angeles phát hành cả trái phiếu chịu thuế và trái phiếu miễn thuế mới. Trái phiếu chịu thuế có lãi suất cao hơn khoảng 4 điểm phần trăm so với trái phiếu miễn thuế mới, nhưng quận không bị ràng buộc bởi các qui định của Cục thuế nội địa chống kinh doanh chênh lệch lãi suất và vì thế vẫn có thể đầu tư tiền này với lãi suất cao nhất mà họ có thể tìm được. Hoá ra hạt Los Angeles có thể nhận được sinh lợi từ việc đầu tư số tiền này cao hơn so với chi phí trái phiếu chịu thuế (Carlson 1986a). Nếu chính quyền các tiểu bang và địa phương mở rộng việc sử dụng nợ chịu thuế, kinh nghiệm tài chính của họ sẽ trở nên tương tự như của các công ty tư nhân, vốn luôn luôn phải dựa nhiều vào trái phiếu chịu thuế.

Ứng dụng 10-1**Tài trợ cho các nhà thi đấu thể thao: Lựa chọn mới**

Do những thay đổi trong các qui định liên quan đến việc vay mượn miễn thuế của các tiểu bang và địa phương trong Luật Cải cách thuế năm 1986, nhiều hoạt động từng được ưu đãi thông qua nợ miễn thuế giờ đây phải tìm các phương án khác, đặc biệt là các nhà thi đấu thể thao chuyên nghiệp. Đã có một số chính quyền địa phương thực hiện việc vay mượn miễn thuế để tài trợ cho việc đổi mới các cơ sở vật chất cũ kỹ hay xây dựng những cơ sở mới. Trong một số trường hợp, các đấu trường và sân vận động thể thao này được sở hữu bởi chính quyền địa phương và cho các đội chuyên nghiệp thuê (đôi khi với mức giá thấp một cách khác thường), trong khi trong những trường hợp khác, cơ sở thuộc sở hữu của đội nhưng được địa phương tài trợ một phần. Bất luận trong trường hợp nào, các nhà thi đấu thể thao chuyên nghiệp này từng được trợ cấp thông qua thẩm quyền vay mượn miễn thuế của chính quyền tiểu bang - địa phương.

Nhưng theo Luật thuế năm 1986, nợ miễn thuế của tiểu bang - địa phương phục vụ cho các nhà thi đấu thể thao chính thức bị cấm, cho dù chính quyền tiểu bang - địa phương vẫn có thể sử dụng cách tài trợ miễn thuế cho cơ sở hạ tầng gắn liền với cơ sở hay cần phải có cho cơ sở, chẳng hạn như tái thiết hay xây dựng mới các con đường, mở rộng sự tiếp cận với cơ sở hạ tầng tiện ích, và một số hạng mục phát triển phụ trợ khác. Vậy thì, vấn đề là các địa phương và các đội chuyên nghiệp đã phản ứng như thế nào. Mỗi quan hệ thoả mái thường xuyên giữa chính quyền địa phương và giới thể thao chuyên nghiệp liệu sẽ chấm dứt chăng? Các đội thể thao chuyên nghiệp phải tự mình gia tăng tài trợ và điều hành các cơ sở vật chất? Hay chính quyền địa phương sẽ theo đuổi các phương án huy động trái phiếu chịu thuế để tiếp tục tài trợ cho các nhà thi đấu thể thao?

Chỉ ít trong một trường hợp, kinh nghiệm ở Portland, Oregon, phản ứng thực tế của địa phương là sự kết hợp tất cả các triển vọng này.¹² Đội bóng rổ Portland Trail Blazers bán ra 155 triệu USD trái phiếu tư nhân chịu thuế mà không có sự hỗ trợ nào của chính quyền để tài trợ cho việc xây dựng một sân thi đấu mới, được hoàn tất vào năm 1995. Các trái chủ sẽ chỉ được trả tiền bằng doanh thu tạo ra từ sân thi đấu. Vì trái phiếu miễn thuế lẽ ra có thể được dùng cho hoạt động này trước khi có qui định hạn chế của liên bang, điều này có thể tiêu biểu cho sự thay thế nợ miễn thuế bằng nợ chịu thuế, cho dù thành phố không phát hành trái phiếu. Nhưng chính quyền thành phố ở Portland cũng đóng một vai trò quan trọng trong dự án này. Thành phố sẽ bán trái phiếu để cải thiện cơ sở hạ tầng xung quanh sân thi đấu mới, để xây dựng hai bãi đỗ xe mới, và tu bổ đổi mới sân thi đấu Portland Coliseum hiện tại, để sử dụng cho những sự kiện khác. Một phần số tiền mà thành phố vay mượn sẽ được hoàn trả bằng thuế đánh trên vé vào cửa sân thi đấu mới, và từ một phần của phí đỗ xe và phí cho thuê sân thi đấu. Một phần trong số trái phiếu mà thành phố bán ra sẽ là trái phiếu chịu thuế, và chỉ có một lượng nhỏ trong số nợ phát hành thuộc loại trái phiếu nghĩa vụ chung có giới hạn.¹³

Kinh nghiệm của Portland có một cơ sở lý luận về kinh tế, nếu không nói là về chính trị. Vì việc tài trợ miễn thuế cho sân thi đấu là không được phép và vì bất luận thế nào, trái phiếu cũng sẽ được bảo đảm bằng doanh thu của sân thi đấu, cho nên không có lợi thế gì để sử dụng trái phiếu công trình của chính quyền – rủi ro và lãi suất thực chất cũng như nhau. Trong các dự án phụ trợ mà thành phố đảm trách, phần lớn các công trình (đường phố, vỉa hè, bãi đỗ xe) là cần thiết cho sân thi đấu mới và gần như làm lợi cho người sử dụng sân thi đấu. Áp dụng nguyên tắc thu phí người sử dụng (chương 8), việc người sử dụng sân thi đấu phải tài trợ cho phần lớn các

¹² Thảo luận này dựa vào bài báo “Good Sports,” *Governing*, tháng 6 năm 1994, trang 64.

¹³ Trao đổi cá nhân, Bryant Enge, chuyên gia phân tích nợ cao cấp, Thành phố Portland, ngày 16 tháng 6 năm 1994.

chi phí đầu tư này, mà chính xác sẽ xảy ra, là việc làm có ý nghĩa. Những người tham gia các trận bóng rổ trên sân thi đấu mới sẽ đóng một khoản phụ thu, trong khi những người sử dụng khác sẽ đóng góp cho chi phí đầu tư công cộng thông qua phí thuê hay phí đỗ xe. Lẽ dĩ nhiên, một số dự án của thành phố có thể mang lại lợi ích chung cho cư dân thành phố (từ các sự kiện được tổ chức ở sân thi đấu cũ Coliseum chẳng hạn), và như vậy phần đóng góp từ thu ngân sách chung của thành phố cho dự án có thể được bảo đảm.

Tóm tắt

Chính quyền các tiểu bang - địa phương vay mượn vì ba mục đích chính: để tài trợ cho các dự án đầu tư như trường học, đường sá, các hệ thống cấp thoát nước, và các nhà máy điện; để hỗ trợ và trợ cấp cho các hoạt động đầu tư của các cá nhân và doanh nghiệp tư nhân; và để bù đắp ngân lưu thiếu hụt tạm thời cho việc chi tiêu ngắn hạn hay cho những dự án đặc biệt. Năm 1991, nói chung chính quyền các tiểu bang - địa phương có tổng nợ đang lưu hành hơn 916 tỷ USD, lên đến khoảng 3600 USD trên đầu người ở Hoa Kỳ.

Năm 1991, chính quyền tiểu bang - địa phương chi tiêu gần 131 tỷ USD cho các hàng hoá đầu tư, mà theo truyền thống là nguyên nhân vay mượn chủ yếu của chính quyền. Việc mua sắm hàng hoá đầu tư có thể được tài trợ bằng cách tích lũy dự trữ tiền thu thuế hay bằng cách phát hành trái phiếu sẽ được hoàn trả bằng thuế trong những năm tương lai. Trên thực tế, chính quyền tiểu bang - địa phương tài trợ chi tiêu đầu tư bằng viện trợ giữa các cấp chính quyền, bằng tiền vay mượn, và phần còn lại được tài trợ bằng ngân sách hiện tại.

Chính quyền tiểu bang - địa phương mượn tiền bằng cách bán trái phiếu. Trái phiếu là một thoả thuận hay cam kết tài chính giữa người vay và người cho vay (đôi khi còn được gọi là nhà đầu tư hay trái chủ). Người cho vay mua trái phiếu từ người vay vào thời điểm hiện tại và nhận được sự cam kết từ người vay là sẽ hoàn trả một số tiền cố định (lãi suất) mỗi năm trong một thời hạn cố định, và sẽ hoàn trả số tiền vay ban đầu (vốn gốc) vào một ngày tương lai.

Trái phiếu dài hạn của chính quyền tiểu bang - địa phương có thể là trái phiếu nghĩa vụ chung (GO), cam kết bằng toàn bộ niềm tin và uy tín của chính quyền phát hành để bảo đảm an toàn cho trái phiếu, hoặc có thể là trái phiếu công trình, chỉ có số thu từ một nguồn cụ thể được cam kết dùng để hoàn trả cho nhà đầu tư. Năm 1991, hơn 29 phần trăm nợ chính quyền tiểu bang - địa phương thuộc loại GO hay cam kết hoàn toàn bằng niềm tin và uy tín của chính quyền, trong khi 68 phần trăm là trái phiếu công trình thuộc nhiều loại khác nhau. Tầm quan trọng tương đối của trái phiếu công trình phản ánh sự thay đổi đáng kể trong hành vi vay mượn của chính quyền tiểu bang và địa phương từ thập niên 60.

Thu nhập lãi mà các nhà đầu tư nhận được từ trái phiếu chính quyền tiểu bang - địa phương thì không bị đánh thuế thu nhập liên bang, bất kể thuế thu nhập cá nhân hay thuế thu nhập doanh nghiệp. Ảnh hưởng kinh tế cơ bản của việc miễn thuế là giúp cho lãi suất trái phiếu của tiểu bang - địa phương thấp hơn so với lãi suất các trái phiếu chịu thuế tương tự.

Thuế suất thu nhập biên mà tại đó nhà đầu tư nhận được cùng một suất sinh lợi như nhau từ trái phiếu chịu thuế và trái phiếu miễn thuế thì bằng với tỷ lệ phần trăm chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu chịu thuế và lãi suất trái phiếu miễn thuế. Vì thế, những cá nhân đầu tư vào trái phiếu tiểu bang - địa phương dự kiến là những người có thuế suất thu nhập biên tương đối cao, chỉ ít phải cao hơn tỷ lệ phần trăm chênh lệch lãi suất hai loại trái phiếu. Do sự giảm sút đầu tư

trái phiếu miễn thuế của các ngân hàng, sự thay đổi lãi suất, và sự sẵn có ngày càng nhiều các quỹ hỗ trợ trái phiếu miễn thuế, cho nên hiện nay, các cá nhân là người mua và giữ trái phiếu tiểu bang - địa phương chủ yếu.

Việc miễn thuế thu nhập lãi trái phiếu tiểu bang - địa phương là một cách thức phi hiệu quả để trợ cấp chi phí vay mượn của chính quyền các cấp, vì chính quyền liên bang thất thu nhiều hơn 1 USD thuế thu nhập ứng với mỗi 1 USD chi phí lãi mà chính quyền tiểu bang - địa phương tiết kiệm được.

Thay đổi ngoạn mục nhất trên thị trường trái phiếu tiểu bang - địa phương trong 15 năm qua là sự tăng trưởng mạnh mẽ của trái phiếu miễn thuế phục vụ cho “mục đích tư nhân”, mà thực chất là cho phép chính quyền tiểu bang - địa phương chuyển giao thẩm quyền vay mượn miễn thuế cho các cá nhân và doanh nghiệp tư nhân. Hệ quả là, phương án này đã bị giới hạn đáng kể theo Luật Cải cách thuế năm 1986, buộc các tiểu bang và địa phương phải tìm những biện pháp mới để tài trợ cho một số hoạt động này.

Câu hỏi thảo luận

- Giả sử một thành phố cần phải thay thế các đường ống nước xuống cấp, dự kiến phải tốn chi phí 50 triệu USD. Hệ thống đường ống mới dự kiến có thể hoạt động trong khoảng 30 năm. Thành phố có một ngân sách hàng năm khoảng 250 triệu USD và đang cố gắng quyết định xem nên tài trợ cho việc thay thế đường ống bằng số thu ngân sách hiện tại, thông qua việc tăng thuế tạm thời trong một năm, hay là nên vay mượn bằng cách bán trái phiếu thời hạn 30 năm với lãi suất 6 phần trăm. Phác thảo các ưu điểm và nhược điểm của từng phương pháp tài trợ. Bạn kiến nghị phương pháp nào? Liệu có lý do nào để ta kết hợp hai phương pháp không?
- “Miễn thuế thu nhập liên bang đối với lãi trái phiếu tiểu bang - địa phương là cách thức có chi phí thấp nhất để chính quyền liên bang trợ cấp chi phí vay mượn của chính quyền tiểu bang - địa phương.” Đánh giá nhận định này.
- Mô tả và giải thích ảnh hưởng dự kiến đối với lãi suất trái phiếu tiểu bang - địa phương của mỗi sự thay đổi chính sách liên bang sau đây:
 - Hạ thuế suất thu nhập cá nhân tối đa của liên bang từ 50 xuống 28 phần trăm.
 - Luật liên bang hạn chế việc sử dụng trái phiếu miễn thuế của tiểu bang - địa phương phục vụ cho các hoạt động tư nhân.
 - Bãi bỏ các Tài khoản hưu trí cá nhân (IRA), một hình thức tiết kiệm thu nhập được hoãn nộp thuế.
 - Gia tăng sử dụng trái phiếu miễn thuế của các thành phố để cung ứng các khoản cho vay mua nhà trả góp.
 - Tăng thuế suất thu nhập cá nhân tối đa của liên bang từ 31 lên 36 phần trăm
- Chính quyền tiểu bang - địa phương thường sử dụng thẩm quyền vay mượn để cung ứng các khoản vay có chi phí thấp cho khu vực tư nhân thông qua bán trái phiếu công trình miễn thuế. Lấy trái phiếu công trình để cung ứng các khoản vay thế chấp làm ví dụ. Những chi phí của hoạt động này đối với tiểu bang phát hành trái phiếu là gì? Đối với quốc gia? Lợi ích đối với tiểu bang là gì? Bạn có tin rằng việc cắt giảm sử dụng trái phiếu công trình là vì lợi ích của từng tiểu bang hay không? Giải thích.