

## Chương 20

# CÁC THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ

### Mục tiêu học tập

Sau khi đọc xong chương này, bạn sẽ hiểu:

- Thị trường tiền tệ là gì.
- Tín phiếu kho bạc là gì.
- Thương phiếu là gì và tại sao người ta lại phát hành thương phiếu.
- Các tổ chức phát hành và những tổ chức mua thương phiếu chủ yếu.
- Xếp hạng tín dụng của thương phiếu và tại sao chúng quan trọng.
- Sự khác biệt giữa thương phiếu phát hành trực tiếp và thương phiếu phát hành qua trung gian.
- Thuận nhận ngân hàng (bankers acceptance) là gì và nó được tạo ra như thế nào.
- Chứng chỉ tiền gửi là gì và các loại chứng chỉ tiền gửi khác nhau.
- Thỏa thuận mua lại (repo) là gì và nó được phát hành như thế nào để tài trợ cho một vị thế chứng khoán.
- Những yếu tố ảnh hưởng đến lãi suất của thỏa thuận mua lại.
- Thị trường quỹ liên bang là gì.

Trong phần này, chúng ta sẽ chuyển trọng tâm sang các chứng khoán nợ - những công cụ mà buộc con nợ phải thực hiện một chuỗi thanh toán cố định theo hợp đồng, nói chung là tính bằng đô-la, cho đến một ngày đáo hạn nhất định. Trong chương này, chúng ta tập trung vào những công cụ nợ có thời hạn 1 năm trở xuống tính từ thời điểm phát hành. Những công cụ nợ này được gọi là **các công cụ thị trường tiền tệ**, và thị trường giao dịch của những công cụ này được gọi là **thị trường tiền tệ**. Chính trên thị trường này mà (1) các chính phủ, các cơ quan chính phủ, các công ty, và các chính quyền thành phố vay tiền trên cơ sở ngắn hạn, và (2) những nhà đầu tư có sẵn tiền để đầu tư trong ngắn hạn có thể thực hiện việc đầu tư.

Các loại tài sản giao dịch trên thị trường tiền tệ bao gồm tín phiếu kho bạc, thương phiếu, giấy nợ trung hạn, thuận nhận ngân hàng, chứng khoán ngắn hạn của các cơ quan liên bang, các nghĩa vụ nợ ngắn hạn của chính quyền thành phố, chứng chỉ tiền gửi, thỏa thuận mua lại, và quỹ liên bang.<sup>1</sup> Bộ Tài chính Hoa Kỳ vay ngắn hạn bằng cách phát hành tín phiếu kho bạc. Cả các công ty tài chính và phi tài chính đều phát hành thương phiếu. Nghĩa vụ nợ của một loại hình công ty tài chính, các tổ chức tiền gửi (các ngân hàng và các hiệp hội cho vay và tiết kiệm), gồm có giấy chứng chỉ tiền gửi, thuận nhận ngân hàng, và vay mượn quỹ liên bang. Các thỏa thuận mua lại (repo) mang đến cơ chế phổ biến nhất để các đơn vị vay mượn lẫn nhau với tài sản thế chấp là chứng khoán.

---

<sup>1</sup> Thị trường tiền tệ cũng được mở rộng để bao gồm những chứng khoán có thời gian đáo hạn ban đầu trên 1 năm nhưng hiện giờ thời gian đáo hạn chỉ nhỏ hơn hay bằng một năm.

Trong chương này, chúng ta sẽ thảo luận về tín phiếu kho bạc, thương phiếu, thuận nhận ngân hàng, chứng chỉ tiền gửi, thỏa thuận mua lại, và quỹ liên bang. Chúng ta sẽ thảo luận về chứng khoán đô thị ngắn hạn trong chương 23; giấy nợ trung hạn trong chương 22. Giấy nợ trung hạn là các công cụ nợ công ty có thời hạn từ 9 tháng đến 30 năm. Từ chương 24 đến chương 27, chúng ta sẽ tìm hiểu các công cụ nợ có thời hạn dài hơn.

## TÍN PHIẾU KHO BẠC

Chứng khoán kho bạc được phát hành bởi Bộ Tài chính Hoa Kỳ và được bảo đảm bằng niềm tin tưởng hoàn toàn và uy tín của Chính phủ Hoa Kỳ. Vì thế, những người tham gia thị trường tiền tệ xem chứng khoán kho bạc là không có rủi ro vỡ nợ.

Kho bạc Hoa Kỳ phát hành ba loại chứng khoán: tín phiếu (bills), trái phiếu trung hạn (notes), và trái phiếu dài hạn (bonds). Khi phát hành, tín phiếu có thời hạn 1 năm trở xuống, trái phiếu trung hạn có thời hạn trên 2 năm đến 10 năm, và trái phiếu dài hạn có thời hạn hơn 10 năm. Trong chương tiếp theo, chúng ta sẽ tìm hiểu về chứng khoán kho bạc một cách chi tiết hơn, còn ở đây chúng ta chỉ giới hạn việc thảo luận về chứng khoán kho bạc trong phạm vi tín phiếu mà thôi, vì loại chứng khoán này thuộc về các công cụ tiền tệ ngắn hạn, nghĩa là những công cụ có thời gian đáo hạn không quá 1 năm. Những chứng khoán này được gọi là tín phiếu kho bạc và được phát hành trên cơ sở thường xuyên với kỳ hạn là 4 tuần, 13 tuần, và 26 tuần. Hai loại sau thường được gọi là tín phiếu kho bạc thời hạn 3 tháng và tín phiếu kho bạc thời hạn 6 tháng.<sup>2</sup> Chúng ta sẽ mô tả quá trình đấu thầu phát hành tín phiếu trong chương sau.

Tín phiếu kho bạc là một chứng khoán chiết khấu. Những chứng khoán thuộc loại này không trả lãi định kỳ. Thay vì thế, người giữ chứng khoán nhận lãi vào ngày đáo hạn, khi đó số tiền nhận được sẽ là mệnh giá (giá trị đến hạn) của chứng khoán, lớn hơn so với giá mua. Ví dụ, giả sử một nhà đầu tư mua một tín phiếu kho bạc 6 tháng có mệnh giá 100.000 đô-la với giá mua là 96.000 đô-la. Giữ tín phiếu cho đến ngày đáo hạn, nhà đầu tư sẽ nhận được 100.000 đô-la; khoản chênh lệch 4.000 đô-la giữa số tiền nhận được khi đến hạn và số tiền bỏ ra mua tín phiếu chính là tiền lãi. Tín phiếu kho bạc chỉ là một trong nhiều ví dụ về những công cụ thị trường tiền tệ là **chứng khoán chiết khấu**.

Thị trường tín phiếu kho bạc là thị trường thanh khoản nhất trên thế giới. Tiền lãi từ tín phiếu kho bạc được miễn thuế thu nhập tiểu bang và địa phương.

### Giá mua và giá bán tín phiếu kho bạc

Giá mua và giá bán tín phiếu kho bạc được niêm yết một cách đặc biệt. Không như trái phiếu dài hạn trả lãi định kỳ (coupon), tín phiếu kho bạc được yết giá trên cơ sở suất chiết khấu ngân hàng, chứ không phải trên cơ sở mức giá. Suất chiết khấu ngân hàng được tính như sau:

$$Y_D = D/F \times 360/t$$

Trong đó:

<sup>2</sup> Do có những ngày nghỉ, cho nên khi phát hành, số ngày cho đến khi đáo hạn của tín phiếu kho bạc 4 tuần, 3 tháng, và 6 tháng sẽ khác nhau tùy theo số ngày nghỉ trong thời hạn. Ví dụ, tín phiếu kho bạc 3 tháng có thể có thời hạn là 90 ngày hay 91 ngày.

$Y_D$  = Suất chiết khấu ngân hàng (biểu thị bằng số thập phân)

$D$  = Khoản tiền chiết khấu tính bằng đô-la, là chênh lệch giữa mệnh giá và giá

$F$  = Mệnh giá

$T$  = Số ngày còn lại cho đến khi đáo hạn

Ví dụ, tín phiếu kho bạc có số ngày cho đến khi đáo hạn là 100 ngày, mệnh giá 100.000 đô-la, và bán với giá 97.569 đô-la sẽ được yết giá là 8.75 phần trăm trên cơ sở suất chiết khấu ngân hàng:

$$D = 100.000 - 97.569 = 2.431 \text{ đô-la}$$

Do đó,

$$Y_D = 2.431/100.000 \times 360/100 = 8,75\%$$

Nếu biết trước suất chiết khấu ngân hàng, ta tìm được giá của tín phiếu kho bạc bằng cách giải công thức tính  $Y_D$  để tìm khoản tiền chiết khấu  $D$  như sau:

$$D = Y_D \times F(t/360)$$

Vậy giá tín phiếu là:

$$\text{Giá} = F - D$$

hoặc tương đương

$$\text{Giá} = F[(1 - Y_D(t/360))]$$

Với tín phiếu kho bạc thời hạn 100 ngày có mệnh giá 100.000 đô-la, nếu suất chiết khấu ngân hàng niêm yết là 8,75%, thì  $D$  là:

$$D = 0,0875 \times 100.000 \times 100/360 = 2.431 \text{ đô-la}$$

Do đó:

$$\text{Giá} = 100.000 \text{ đô-la} - 2.431 = 97.569 \text{ đô-la}$$

Suất chiết khấu ngân hàng niêm yết không phải là một số đo có ý nghĩa để đo lường suất sinh lợi khi nắm giữ tín phiếu kho bạc vì hai lý do. Thứ nhất, số đo này dựa trên mệnh giá đầu tư chứ không phải trên số tiền đầu tư thực sự. Thứ hai, suất chiết khấu ngân hàng được qui về lợi suất hàng năm dựa trên cơ sở một năm có 360 ngày, chứ không phải 365 ngày, làm cho ta khó mà so sánh lợi suất của tín phiếu kho bạc với trái phiếu kho bạc trung hạn và dài hạn, vốn trả lãi trên cơ sở một năm có 365 ngày. Tuy nhiên, việc sử dụng 360 ngày cho một năm vốn là một thông lệ thực hành của thị trường tiền tệ đối với một số công cụ thị trường tiền tệ. Bất chất nhược điểm về số đo của suất sinh lợi này, đây vẫn là phương pháp mà các nhà giao dịch áp dụng để yết giá tín phiếu kho bạc. Nhiều bảng yết giá của các nhà giao dịch và một số đơn vị cung ứng dịch vụ báo cáo đã áp dụng cả hai đại lượng đo lường suất sinh lợi nhằm cố gắng làm cho lợi suất niêm yết trở nên tương thích với trái phiếu trả lãi định kỳ (coupon bond) và các công cụ thị trường tiền tệ khác.

Đại lượng niêm yết mà giúp cho việc yết giá tín phiếu kho bạc trở nên tương thích hơn với trái phiếu trung hạn và dài hạn được gọi là lợi suất tương đương trái phiếu (bond equivalent yield), mà chúng ta đã giải thích trong chương 18. **Lợi suất tương đương CD** (còn gọi là **lợi suất tương đương thị trường tiền tệ**) làm cho lợi suất niêm yết của tín phiếu kho bạc trở nên tương thích hơn với lợi suất niêm yết của những công cụ thị trường tiền tệ khác mà cũng trả lãi trên cơ sở một năm có 360 ngày. Lợi suất tương đương CD dựa trên giá của tín phiếu kho bạc chứ không phải mệnh giá. Công thức tính lợi suất tương đương CD là:

$$\text{Lợi suất tương đương CD} = 360Y_D / (360 - tY_D)$$

Để minh họa, ta hãy xem lại ví dụ về tín phiếu kho bạc 100 ngày với mệnh giá 100.000 đô-la được bán với giá 97.569 đô-la, và yết giá trên cơ sở suất chiết khấu ngân hàng là 8,75 phần trăm. Lợi suất tương đương CD là:

$$360 (0,0875) / (360 - 100 \times 0,0875) = 8,97\%$$

### Thị trường sơ cấp của tín phiếu kho bạc

Tín phiếu kho bạc thường được phát hành trên cơ sở đấu thầu căn cứ theo chu kỳ thường xuyên của từng thời hạn cụ thể. Tín phiếu kho bạc 3 tháng và 6 tháng được đấu thầu vào mỗi ngày thứ hai. Giá trị đấu thầu thường được công bố vào trưa ngày thứ ba trước đó. Tín phiếu kho bạc 4 tuần được đấu thầu vào mỗi ngày thứ ba. Khi Kho bạc nhà nước bị thiếu hụt tiền mặt tạm thời, Kho bạc sẽ phát hành tín phiếu quản lý tiền mặt. Thời hạn của tín phiếu quản lý tiền mặt này tương ứng với khoảng thời gian thiếu hụt tiền mặt mà Kho bạc dự kiến.

### THƯƠNG PHIẾU

**Thương phiếu** là một giấy nợ (promissory) ngắn hạn không có tài sản bảo đảm, được phát hành trên thị trường mở, nó là nghĩa vụ nợ của công ty phát hành. Việc phát hành thương phiếu là một hình thức thay thế cho việc vay mượn ngân hàng của những công ty lớn (có thể là công ty tài chính hoặc công ty phi tài chính) có thứ hạng tín dụng cao.

Mục đích nguyên thủy của thương phiếu là bổ sung nguồn vốn ngắn hạn cho các nhu cầu vốn lưu động có tính chất mùa vụ, nhưng các công ty sử dụng công cụ này cho những mục đích khác. Thương phiếu rất thường được sử dụng cho mục đích tài trợ bắc cầu (bridge financing: tài trợ bắc cầu được định nghĩa là việc huy động vốn sở hữu hay nợ ngắn hạn trong thời gian 6-18 tháng của một đợt chào bán cổ phiếu ra công chúng hay phát hành tư nhân dự kiến, nhằm “bắc cầu” cho công ty đến với đợt huy động vốn tiếp theo – ND). Ví dụ, giả sử một công ty cần có nguồn tiền dài hạn để xây dựng một nhà máy hay mua thiết bị. Thay vì huy động nguồn tiền dài hạn ngay tức thời, công ty có thể trì hoãn việc huy động này cho đến khi nào tình hình thị trường vốn thuận lợi hơn. Nguồn tiền huy động được thông qua phát hành thương phiếu được sử dụng cho đến khi công ty bán ra các chứng khoán dài hạn hơn. Điều thú vị là, thương phiếu đôi khi đóng vai trò tài trợ bắc cầu để tài trợ cho một công ty đi mua lại một công ty khác.

Ở Hoa Kỳ, thời hạn của thương phiếu thường dưới 270 ngày, mà phổ biến nhất là dưới 90 ngày. Có một vài lý do giải thích cho đặc điểm thời hạn này. Trước tiên, Đạo luật chứng khoán năm 1933 qui định rằng chứng khoán phải được đăng ký với Ủy ban Chứng khoán và thị trường (SEC). Các điều khoản đặc biệt trong Đạo luật 1933 miễn trừ việc đăng ký thương phiếu, miễn là thời hạn của thương phiếu không vượt quá 270 ngày. Vì thế, để tránh chi phí gắn liền với việc

đăng ký thương phiếu ở Ủy ban chứng khoán, các công ty hiếm khi phát hành thương phiếu với thời hạn vượt quá 270 ngày. Một yếu tố cân nhắc khác khi xác định thời hạn là liệu thương phiếu có phải là một tài sản thế chấp đủ điều kiện để vay ngân hàng trên cơ sở vay chiết khấu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang hay không. Để có đủ điều kiện trở thành một tài sản thế chấp, thời hạn của thương phiếu không được vượt quá 90 ngày. Vì những thương phiếu đủ điều kiện sẽ giao dịch có chi phí thấp hơn so với những thương phiếu không đủ điều kiện, cho nên các công ty thích phát hành thương phiếu có thời hạn dưới 90 ngày hơn.

Để trả dứt nợ cho người giữ thương phiếu khi đến hạn, đơn vị phát hành thường dùng tiền thu được từ việc bán thương phiếu mới. Quá trình này thường được mô tả là quay vòng thương phiếu ngắn hạn (rolling over). Rủi ro mà người đầu tư vào thương phiếu phải đương đầu là đơn vị phát hành sẽ không thể bán được thương phiếu mới khi hết hạn thương phiếu cũ. Như một biện pháp phòng vệ trước rủi ro quay vòng này, thương phiếu thường được bảo lãnh bằng hạn mức tín dụng ngân hàng chưa sử dụng. Phí cam kết mà ngân hàng thu cho việc cung ứng hạn mức tín dụng làm tăng chi phí hiệu dụng của việc phát hành thương phiếu.

Các nhà đầu tư vào thương phiếu là các nhà đầu tư có tổ chức. Nói chung, các quỹ đầu tư thị trường tiền tệ mua khoảng một phần ba lượng thương phiếu phát hành. Các quỹ hưu bổng, các bộ phận tín thác của ngân hàng thương mại, chính quyền tiểu bang và địa phương, và các công ty phi tài chính đi tìm công cụ ngắn hạn thường mua phần còn lại.

Việc mua bán thương phiếu trên thị trường thứ cấp hiếm khi xảy ra. Nhà đầu tư vào thương phiếu thường là một tổ chức có ý định giữ nó cho đến khi hết hạn; ta có thể hiểu được điều này, vì nhà đầu tư có thể mua thương phiếu trong một giao dịch trực tiếp với đơn vị phát hành, người đứng ra bán thương phiếu với một thời hạn cụ thể mà nhà đầu tư mong muốn.

### **Đơn vị phát hành thương phiếu**

Các công ty phát hành thương phiếu có thể được chia thành hai loại: công ty tài chính và công ty phi tài chính. Các công ty tài chính là những đơn vị phát hành thương phiếu chủ yếu.

Ba loại công ty tài chính bao gồm: các công ty tài chính có quan hệ với một đơn vị sản xuất kinh doanh, các công ty tài chính có liên quan đến ngân hàng, và các công ty tài chính độc lập. Các công ty tài chính liên quan đến một đơn vị sản xuất kinh doanh thực chất là công ty con của một công ty sản xuất máy móc thiết bị. Mục đích chủ yếu của chúng là đảm bảo việc tài trợ cho khách hàng của công ty mẹ. Ví dụ, ba nhà sản xuất ô tô lớn ở Hoa Kỳ đều có các công ty con là công ty tài chính: công ty General Motor Acceptance (GMAC), Ford Credit, và Chrysler Financial. Cho đến giờ, GMAC là đơn vị phát hành thương phiếu lớn nhất ở Hoa Kỳ. Ngoài ra, một công ty mẹ hoạt động trong ngành ngân hàng có thể có một công ty con là một công ty tài chính, chuyên cho vay để giúp các cá nhân và doanh nghiệp có thể sử dụng được nhiều loại sản phẩm. Các công ty tài chính độc lập không phải là công ty con của một đơn vị sản xuất kinh doanh mà cũng chẳng phải là công ty con một ngân hàng mẹ.

Các đơn vị phát hành thương phiếu thường có thứ hạng tín dụng cao. Những công ty ít tên tuổi và nhỏ hơn với thứ hạng tín dụng thấp hơn cũng có thể phát hành thương phiếu, tuy nhiên, thông qua sự bảo đảm tín dụng từ một công ty có thứ hạng tín dụng cao (những thương phiếu này được gọi là thương phiếu có bảo đảm bằng tín dụng) hoặc thông qua bảo đảm thương phiếu bằng những tài sản có chất lượng cao (những thương phiếu đó được gọi là thương phiếu có

bảo đảm bằng tài sản). Một ví dụ về thương phiếu bảo đảm bằng tín dụng là trường hợp được bảo đảm bằng thư tín dụng. Các điều khoản trong thư tín dụng qui định rằng ngân hàng phát hành thư tín dụng bảo đảm rằng ngân hàng sẽ trả dứt nợ khi thương phiếu đến hạn nếu đơn vị phát hành không trả được nợ. Ngân hàng sẽ thu một khoản phí cho thư tín dụng. Nhìn từ góc độ đơn vị phát hành, khoản phí này giúp nhà phát hành có thể tham gia vào thị trường thương phiếu và qua đó, có được nguồn tiền với chi phí thấp hơn so với vay ngân hàng. Thương phiếu phát hành với sự bảo đảm tín dụng này được gọi là thương phiếu LOC. Việc bảo đảm tín dụng cũng có thể được thực hiện dưới hình thức trái phiếu bảo đảm (surety bond) từ một công ty bảo hiểm.<sup>3</sup>

Các công ty trong nước và nước ngoài đều có thể phát hành thương phiếu tại Hoa Kỳ. Thương phiếu phát hành bởi một công ty nước ngoài được gọi là **thương phiếu Yankee**.

Trong chương 17, chúng ta đã thảo luận về những tổ chức chuyên đánh giá thứ hạng tín dụng của các đơn vị phát hành nghĩa vụ nợ và ấn định một thứ hạng dựa trên khả năng vỡ nợ. Các tổ chức này là Moody's Investors Service, Standard & Poor's, và Fitch. Các thứ hạng qui cho thương phiếu được trình bày trong bảng 20-1.

**Bảng 20-1 Thứ hạng tín dụng của thương phiếu**

Loại	Công ty xếp hạng thương phiếu		
	Fitch	Moody's	S&P
A thượng hạng hoặc cao hơn	F-1+		A-1+
A thượng hạng hoặc thấp hơn	F-1	P-1	A-1
	F-2	P-2	A-2
	F-3	P-3	A-3
	F-3	P-3	A-3
Đầu cơ dưới mức thượng hạng	F-5	NP	B
			C
Vỡ nợ	D	NP	

NP: Not prime: không thượng hạng

Thương phiếu có thể được phát hành dưới hình thức chiết khấu hoặc hình thức hưởng lãi. Dưới hình thức chiết khấu, nhà đầu tư mua thương phiếu với mức giá thấp hơn mệnh giá và sẽ nhận được mệnh giá khi thương phiếu đến hạn. Chênh lệch giữa mệnh giá và giá mua là tiền lãi. Hình thức này cũng hết như tín phiếu kho bạc. Khi thương phiếu được phát hành dưới hình thức có hưởng lãi, nhà đầu tư sẽ mua thương phiếu từ đơn vị phát hành với giá bằng mệnh giá, và có một lãi suất qui định trước. Khi đến hạn, nhà đầu tư nhận được mệnh giá cùng với lãi phát sinh dựa trên lãi suất qui định. Cũng như tín phiếu kho bạc, lãi suất thương phiếu được niêm yết trên cơ sở chiết khấu.

### Thương phiếu phát hành trực tiếp và thương phiếu phát hành qua trung gian

Thương phiếu có thể được xếp vào loại phát hành trực tiếp hay phát hành qua trung gian. **Thương phiếu phát hành trực tiếp** được công ty phát hành bán trực tiếp cho nhà đầu tư mà không cần đến sự giúp đỡ của một đại lý hay một đơn vị trung gian. (Đơn vị phát hành cũng có

<sup>3</sup> Trái phiếu bảo đảm là một hợp đồng bảo hiểm được soạn thảo bởi một công ty bảo hiểm nhằm bảo vệ một bên khác trước sự thua lỗ hay vi phạm hợp đồng.

thể thành lập một công ty giao dịch riêng của mình để lo liệu việc bán thương phiếu.) Đại đa số các đơn vị phát hành thương phiếu trực tiếp là các công ty tài chính. Các đơn vị này cần có nguồn tiền liên tục để cung ứng các khoản vay cho khách hàng của họ. Kết quả là, họ nhận thấy việc xây dựng một lực lượng bán hàng để bán thương phiếu trực tiếp cho các nhà đầu tư là một việc làm hiệu quả về mặt chi phí. Một tổ chức đầu tư có thể thu được thông tin về lãi suất niêm yết của các đơn vị phát hành từ các nguồn thông tin như Bloomberg Financial Markets, Telerate/Bridge, Reuters, và Internet (thông tin có sẵn ở [www.cpmarket.com](http://www.cpmarket.com)).<sup>4</sup>

Công ty General Electric Capital (GE Capital) là ví dụ về một đơn vị phát hành trực tiếp, từng phát hành thương phiếu suốt 50 năm. GE Capital là cánh tay dịch vụ tài chính chủ yếu của công ty General Electric và hiện là đơn vị phát hành trực tiếp lớn nhất và năng động nhất ở Hoa Kỳ, với lượng thương phiếu đang lưu hành trên 70 tỷ đô-la.<sup>5</sup> (Đây cũng là đơn vị lớn nhất phát hành thương phiếu ngoại biên mà ta sẽ thảo luận sau.) Phòng Ngân quỹ công ty thuộc công ty GE Capital chuyên quản lý các chương trình thương phiếu của công ty General Electric, công ty GE Capital Services, công ty GE Capital, và các chương trình khác liên quan đến General Electric. Tính đến ngày 30 tháng 6 năm 2001, những chương trình này bao gồm như sau:

Đơn vị phát hành	Qui mô chương trình (tỷ đô-la)	Thứ hạng tín dụng	
		S&P	Moody's
Công ty General Electric Capital	66,6	A-1+	P-1
Công ty General Electric Capital Services, Inc.	6,7	A-1+	P-1
General Electric Company	--	A-1+	P-1

Thương phiếu được bán trực tiếp cho các tổ chức đầu tư trên cơ sở liên tục thông qua phòng Ngân quỹ công ty hay thông qua GECC Capital Markets Group, Inc. (một công ty môi giới và giao dịch có đăng ký với Hiệp hội các nhà môi giới chứng khoán quốc gia NASD). Mức đầu tư tối thiểu là 100.000 đô-la cho các giao dịch thời hạn 7 ngày hay lâu hơn, và 500.000 đô-la cho các giao dịch thời hạn từ 1-6 ngày.

**Thương phiếu phát hành qua trung gian** đòi hỏi phải có dịch vụ của một đại lý để bán thương phiếu của đơn vị phát hành. Đại lý này phân phối thương phiếu trên cơ sở bảo lãnh phát hành nỗ lực tối đa, thường là các ngân hàng thương mại và công ty chứng khoán. (Tìm đọc chương 6 trình bày chi tiết hơn về bảo lãnh phát hành nỗ lực tối đa.)

### Thương phiếu cấp một và thương phiếu cấp hai

Đơn vị đầu tư vào thương phiếu chủ yếu là các quỹ đầu tư thị trường tiền tệ. Tuy nhiên, SEC đã ban hành các giới hạn đối với quỹ đầu tư thị trường tiền tệ. Cụ thể là, Qui tắc 2a-7 của Luật Công ty Đầu tư năm 1940 hạn chế rủi ro tín dụng của quỹ đầu tư thị trường tiền tệ thông qua hạn chế việc đầu tư của họ trong các thương phiếu “đủ điều kiện”. Tình trạng đủ điều kiện này được xác định theo thứ hạng tín dụng trình bày trong bảng 20-1. Để trở thành một thương phiếu đủ điều kiện, thương phiếu đó phải có một trong hai thứ hạng cao nhất (“1” hoặc “2”) từ ít nhất hai trong số các tổ chức xếp hạng thống kê được công nhận trên toàn quốc. Thương phiếu cấp 1 được định nghĩa là thương phiếu đủ điều kiện được xếp hạng “1” bởi ít nhất hai trong số các cơ quan xếp

<sup>4</sup> [www.cpmarket.com](http://www.cpmarket.com) là cổng trình duyệt Internet đầu tiên về các giao dịch thương phiếu.

<sup>5</sup> Tìm thông tin trên [www.gedirectcp.com/cpdirect](http://www.gedirectcp.com/cpdirect).

hạng; thương phiếu cấp 2 được định nghĩa là thương phiếu đủ điều kiện mà không phải là thương phiếu cấp 1.

Các quỹ thị trường tiền tệ được nắm giữ không quá 5% tài sản của họ trong thương phiếu cấp 1 của bất kỳ một nhà phát hành riêng lẻ nào và không quá 1 % tài sản của họ trong thương phiếu cấp 2 của bất kỳ một nhà phát hành riêng lẻ nào. Ngoài ra, việc nắm giữ toàn bộ thương phiếu cấp 2 không quá 5 % tài sản của quỹ.

### Thị trường thứ cấp

Cho dù thị trường thương phiếu lớn hơn thị trường của các công cụ tiền tệ khác, hoạt động giao dịch thứ cấp lại nhỏ hơn nhiều. Các tổ chức đầu tư vào thương phiếu thường có ý định giữ nó cho đến khi hết hạn, miễn là họ có thể mua thương phiếu với thời hạn cụ thể mà họ mong muốn. Nếu điều kiện kinh tế của nhà đầu tư thay đổi, khiến họ có nhu cầu bán thương phiếu, họ có thể bán trở lại cho chính đại lý phát hành, hoặc trong trường hợp thương phiếu phát hành trực tiếp, đơn vị phát hành sẽ mua lại thương phiếu.

### Lợi suất của thương phiếu

Lợi suất thương phiếu đi theo lợi suất của các công cụ thị trường tiền tệ khác. Lợi suất thương phiếu cao hơn lợi suất tín phiếu kho bạc cùng thời hạn dựa trên ba lý do. Thứ nhất, nhà đầu tư vào thương phiếu gánh chịu rủi ro tín dụng. Thứ hai, tiền lãi được hưởng từ việc đầu tư vào tín phiếu kho bạc được miễn thuế thu nhập tiêu bang và địa phương; kết quả là thương phiếu phải chào một mức sinh lợi cao hơn để bù trừ cho lợi thế về thuế này. Cuối cùng, thương phiếu kém thanh khoản hơn so với tín phiếu kho bạc. Tuy nhiên, khoản đền bù thanh khoản có lẽ cũng nhỏ thôi, vì nhà đầu tư thường có chiến lược mua và nắm giữ đến khi đáo hạn khi đầu tư vào thương phiếu, và do đó, họ ít quan tâm đến tính thanh khoản.

### Thị trường thương phiếu ngoài Hoa Kỳ

Những quốc gia khác cũng xây dựng các thị trường thương phiếu của riêng họ cho các công ty ở ngay trong nước và cho các công ty nước ngoài. Ví dụ, ở Nhật Bản, thương phiếu có thể được phát hành bởi các công ty Nhật trên thị trường nội địa, và thương phiếu bằng đồng yên cũng có thể được phát hành bởi các công ty không phải của người Nhật. Loại thương phiếu này được gọi là **thương phiếu Samurai**.

**Thương phiếu ngoại biên** là thương phiếu được phát hành bên ngoài phạm vi lãnh thổ của quốc gia có đồng tiền mệnh giá phát hành. Thương phiếu Hoa Kỳ và thương phiếu ngoại biên khác nhau xét theo các đặc điểm của thương phiếu và cơ cấu thị trường. Thứ nhất, thương phiếu phát hành ở Hoa Kỳ thường có thời hạn không quá 270 ngày, phổ biến nhất là từ 30 ngày đến 50 ngày hoặc ít hơn. Thời hạn của thương phiếu ngoại biên có thể dài hơn đáng kể. Thứ hai, cho dù đơn vị phát hành tại Hoa Kỳ phải có hạn mức tín dụng chưa sử dụng, nhưng họ có thể phát hành thương phiếu mà không cần đến sự bảo đảm như trên thị trường thương phiếu ngoại biên. Thứ ba, ở Hoa Kỳ, thương phiếu có thể phát hành trực tiếp hay phát hành qua trung gian, nhưng thương phiếu ngoại biên gần như luôn được phát hành qua trung gian. Điểm phân biệt thứ tư là có vô số nhà trung gian/ đơn vị giao dịch tham gia vào thị trường thương phiếu ngoại biên, trong khi chỉ có một vài đơn vị giao dịch thống lĩnh thị trường ở Hoa Kỳ. Cuối cùng, do thời hạn dài hơn của thương phiếu ngoại biên, cho nên nó được giao dịch trên thị trường thứ cấp thường xuyên hơn so với thương phiếu Hoa Kỳ. Những người đầu tư vào thương phiếu ở Hoa Kỳ



thường là những người mua và giữ cho đến khi đáo hạn, và thị trường thứ cấp thường mỏng và không thanh khoản.

## CHỨNG CHỈ TIỀN GỬI MỆNH GIÁ LỚN CÓ THỂ MUA BÁN

Chứng chỉ tiền gửi (certificate of deposit, CD) là một tài sản tài chính được phát hành bởi một ngân hàng hay một tổ chức tiết kiệm, thể hiện một số tiền nhất định được ký gửi tại tổ chức phát hành chứng chỉ. Các ngân hàng và các tổ chức tiết kiệm phát hành chứng chỉ tiền gửi để huy động vốn tài trợ cho hoạt động kinh doanh của họ. Trên chứng chỉ tiền gửi có qui định ngày đáo hạn, lãi suất cụ thể, và có thể được phát hành với bất kỳ mệnh giá nào. Các chứng chỉ tiền gửi do ngân hàng phát hành được bảo hiểm bởi Công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang (FDIC) nhưng chỉ với giá trị lên đến 100.000 đô-la mà thôi. Thời hạn tối đa của chứng chỉ tiền gửi không bị hạn chế, nhưng theo qui định của Cục Dự trữ Liên bang, chứng chỉ tiền gửi không được có thời hạn dưới 7 ngày.

Chứng chỉ tiền gửi được chia thành hai loại: không thể mua bán (nonnegotiable) và có thể mua bán (negotiable). Trong trường hợp không thể mua bán, người gửi tiền ban đầu phải đợi cho đến ngày đáo hạn của chứng chỉ thì mới thu lại được số tiền ký gửi. Nếu người gửi tiền quyết định rút tiền trước hạn thì phải chịu một khoản tiền phạt rút trước hạn. Ngược lại, chứng chỉ tiền gửi có thể mua bán cho phép người gửi tiền ban đầu (hay người chủ sở hữu tiếp theo của chứng chỉ) được bán chứng chỉ tiền gửi trên thị trường mở trước ngày đáo hạn.

Chứng chỉ tiền gửi có thể mua bán xuất hiện lần đầu vào những năm 60. Vào lúc đó, lãi suất mà ngân hàng trả cho các loại tiền gửi khác nhau phụ thuộc vào lãi suất trần do Cục Dự trữ Liên bang ấn định (ngoại trừ tiền gửi không kỳ hạn được định nghĩa là tiền gửi có kỳ hạn dưới 1 tháng mà theo luật là không được hưởng lãi). Vì những lý do lịch sử phức tạp, những mức lãi suất trần này bắt đầu từ mức thấp, tăng dần theo thời hạn, và vẫn thấp hơn lãi suất thị trường cho đến một thời hạn tương đối dài. Trước khi xuất hiện chứng chỉ tiền gửi có thể mua bán, những người có tiền để đầu tư trong thời gian một tháng chẳng có động cơ gì khiến họ gửi tiền vào ngân hàng cả, vì họ sẽ nhận được mức lãi suất thấp dưới mức thị trường trừ khi họ sẵn lòng ràng buộc nguồn vốn của mình trong một thời hạn lâu hơn nhiều. Khi xuất hiện chứng chỉ tiền gửi có thể mua bán, các nhà đầu tư có thể mua chứng chỉ tiền gửi kỳ hạn 3 tháng hoặc lâu hơn với lãi suất thị trường, và thu lại được toàn bộ hay nhiều hơn mức đầu tư (tùy thuộc vào tình hình thị trường) bằng cách bán nó trên thị trường.

Sự cách tân này giúp các ngân hàng tăng lượng tiền huy động trên thị trường tiền tệ, một vị thế từng bị lụi tàn trong thời kỳ đầu sau chiến tranh. Nó cũng kích thích sự cạnh tranh giữa các ngân hàng, mở ra một kỷ nguyên mới. Ngày nay đã có hai loại chứng chỉ tiền gửi có thể mua bán. Thứ nhất là loại chứng chỉ tiền gửi mệnh giá lớn, thường được phát hành với mệnh giá từ 1 triệu đô-la trở lên. Đây là loại chứng chỉ tiền gửi có thể mua bán mà lịch sử của nó vừa được mô tả trên đây.

Năm 1982, công ty Merrill Lynch tham gia hoạt động kinh doanh bán lẻ chứng chỉ tiền gửi bằng việc mở ra một thị trường sơ cấp và thứ cấp cho các chứng chỉ tiền gửi mệnh giá thấp (dưới 100.000 đô-la), loại thứ hai. Dù là giúp cho chứng chỉ tiền gửi của vô số khách hàng định chế tiết kiệm và ngân hàng của họ trở nên gần gũi hơn với các khách hàng lẻ, Merrill Lynch cũng

mang lại cho các khách hàng này khả năng mua bán mà các khách hàng công ty vẫn được hưởng, bằng cách sẵn sàng mua lại chứng chỉ tiền gửi trước khi đáo hạn. Ngày nay, một số công ty môi giới chuyên kinh doanh lẻ cũng kinh doanh các chứng chỉ tiền gửi có thể bán trên thị trường thứ cấp. Dù vậy, trọng tâm của chúng ta trong chương này là chứng chỉ tiền gửi mệnh giá lớn có thể mua bán, và trong cả chương này, chúng ta sẽ gọi một cách đơn giản là chứng chỉ tiền gửi.

Những nhà đầu tư lớn nhất vào chứng chỉ tiền gửi là các công ty đầu tư, và các quỹ đầu tư thị trường tiền tệ cũng chiếm phần lớn. Đầu tư ít hơn nhiều là các ngân hàng và các bộ phận tín thác của ngân hàng, tiếp theo là các cơ quan tổ chức thuộc đô thị và các công ty.

### Các nhà phát hành chứng chỉ tiền gửi

Chứng chỉ tiền gửi được chia thành 4 loại, căn cứ theo các tổ chức phát hành. Trước tiên là chứng chỉ tiền gửi được phát hành bởi các ngân hàng nội địa. Thứ hai là chứng chỉ tiền gửi bằng đồng đô-la nhưng được phát hành bên ngoài Hoa Kỳ. Loại chứng chỉ tiền gửi này được gọi là chứng chỉ tiền gửi đô-la ngoại biên (Euro CD). Loại thứ ba là chứng chỉ tiền gửi Yankee (Yankee CD), là chứng chỉ tiền gửi bằng đồng đô-la nhưng được phát hành bởi một ngân hàng nước ngoài có chi nhánh tại Hoa Kỳ. Cuối cùng, chứng chỉ tiền gửi tiết kiệm được phát hành bởi các hiệp hội tiết kiệm và cho vay, và các ngân hàng tiết kiệm.

Các ngân hàng trung tâm tiền tệ và các ngân hàng khu vực lớn là những đơn vị chính chuyên phát hành chứng chỉ tiền gửi nội địa. Phần lớn chứng chỉ tiền gửi được phát hành với thời hạn dưới 1 năm. Những chứng chỉ tiền gửi được phát hành với thời hạn dài hơn một năm được gọi là chứng chỉ tiền gửi kỳ hạn (term CD).

Không giống như tín phiếu kho bạc, thương phiếu và thuận nhận ngân hàng (sẽ thảo luận sau), lợi suất của chứng chỉ tiền gửi nội địa được yết giá trên cơ sở có hưởng lãi. Chứng chỉ tiền gửi có thời hạn một năm trở xuống được hưởng lãi khi đến hạn. Với mục đích tính lãi suất, một năm được xem như có 360 ngày. Chứng chỉ tiền gửi dài hạn phát hành ở Hoa Kỳ thường trả lãi bán niên, ở đây một năm cũng được xem như có 360 ngày.

Với chứng chỉ tiền gửi có lãi suất thả nổi (floating rate certificate of deposit, FRCD), lãi suất của chứng chỉ tiền gửi được thay đổi định kỳ bằng một công thức xác định trước, biểu thị một khoản chênh lệch cao hơn so với một chỉ số nhất định mà ở đó, lãi suất sẽ được ấn định lại theo định kỳ. FRCD được ấn định lãi suất hàng ngày, hàng tuần, hàng tháng, hàng quý, hay bán niên. Thông thường, FRCD có thời hạn từ 18 tháng cho đến 5 năm.

Chứng chỉ tiền gửi ngoại biên (Euro CD) là chứng chỉ tiền gửi bằng đô-la, chủ yếu được phát hành ở London bởi các ngân hàng của Hoa Kỳ, Canada, châu Âu và Nhật Bản.

Lợi suất niêm yết của chứng chỉ tiền gửi thay đổi tùy theo ba yếu tố: (1) thứ hạng tín dụng của ngân hàng phát hành; (2) thời hạn của chứng chỉ tiền gửi; và (3) cung và cầu chứng chỉ tiền gửi. Về yếu tố thứ ba, các ngân hàng và các tổ chức tiết kiệm phát hành chứng chỉ tiền gửi như một phần của chiến lược quản trị nợ của họ, cho nên cung chứng chỉ tiền gửi sẽ chịu tác động của cầu vay ngân hàng và chi phí sử dụng các nguồn vốn thay thế để tài trợ cho các khoản cho vay này. Hơn nữa, cầu vay ngân hàng phụ thuộc vào chi phí của các nguồn tài trợ thay thế như thương phiếu. Khi cầu vay ngân hàng yếu, lợi suất của chứng chỉ tiền gửi giảm xuống. Khi cầu mạnh lên, lợi suất tăng lên. Ảnh hưởng của thời hạn phụ thuộc vào hình dạng đường cong biểu thị lợi suất, một chủ đề mà chúng ta đã thảo luận trong chương 19.

Rủi ro tín dụng cũng là một vấn đề quan trọng. Đã có thời, chứng chỉ tiền gửi phát hành bởi các ngân hàng trung tâm tiền tệ được giao dịch trên cơ sở không cần tên tuổi của ngân hàng. Tuy nhiên, những cuộc khủng hoảng tài chính gần đây trong ngành ngân hàng đã làm cho các nhà đầu tư xem xét các ngân hàng phát hành một cách thận trọng hơn. Chứng chỉ tiền gửi thượng hạng (được phát hành bởi những ngân hàng nội địa có thứ hạng tín dụng cao) giao dịch với sinh lợi thấp hơn so với những chứng chỉ tiền gửi không thượng hạng (những chứng chỉ tiền gửi được phát hành bởi các ngân hàng nội địa có thứ hạng tín dụng thấp hơn). Do các nhà đầu tư trong nước không quen thuộc với các ngân hàng nước ngoài, cho nên nhìn chung chứng chỉ tiền gửi Yankee giao dịch với lợi suất cao hơn so với chứng chỉ tiền gửi nội địa.

Chứng chỉ tiền gửi ngoại biên có lợi suất cao hơn chứng chỉ tiền gửi nội địa vì ba lý do. Thứ nhất, Cục Dự trữ Liên bang quy định tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với chứng chỉ tiền gửi phát hành bởi các ngân hàng Hoa Kỳ mà không áp dụng cho các đơn vị phát hành chứng chỉ tiền gửi ngoại biên. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc này thực chất làm tăng chi phí sử dụng vốn của ngân hàng phát hành vì họ không thể đầu tư toàn bộ số tiền họ nhận được từ việc phát hành chứng chỉ tiền gửi, và số tiền dự trữ bắt buộc sẽ không sinh lợi cho ngân hàng. Vì ngân hàng hưởng lợi ít hơn từ số tiền huy động được khi bán chứng chỉ tiền gửi nội địa, cho nên ngân hàng phát hành trong nước sẽ trả lãi cho chứng chỉ tiền gửi nội địa ít hơn so với chứng chỉ tiền gửi ngoại biên. Thứ hai, ngân hàng phát hành chứng chỉ tiền gửi nội địa phải trả một khoản phí bảo hiểm cho công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang (FDIC), điều này một lần nữa lại làm tăng chi phí của nguồn tiền. Cuối cùng, chứng chỉ tiền gửi ngoại biên là nghĩa vụ nợ phải trả bằng đô-la bởi một đơn vị hoạt động theo hệ thống pháp luật nước ngoài, làm cho người giữ chứng chỉ tiền gửi gánh chịu một loại rủi ro (được gọi là rủi ro quốc gia) mà quyền lợi của họ không chắc sẽ được cưỡng chế thi hành bởi hệ thống pháp luật nước ngoài đó. Kết quả là, một phần chênh lệch giữa lợi suất của chứng chỉ tiền gửi ngoại biên và chứng chỉ tiền gửi nội địa phản ánh cái mà người ta gọi là *phí đền bù rủi ro quốc gia*. Phí đền bù rủi ro này thay đổi tùy theo mức độ tin cậy vào hệ thống ngân hàng quốc tế.

Lợi suất của chứng chỉ tiền gửi cao hơn lợi suất của chứng khoán kho bạc cùng thời hạn. Chênh lệch lợi suất là do rủi ro tín dụng mà một nhà đầu tư vào chứng chỉ tiền gửi phải chịu và thực tế là chứng chỉ tiền gửi kém thanh khoản hơn. Chênh lệch do rủi ro tín dụng thay đổi tùy theo tình hình kinh tế và niềm tin vào hệ thống ngân hàng, tăng lên khi các nhà đầu tư dịch chuyển nguồn tiền của mình vào những chứng khoán nợ có chất lượng cao, ít rủi ro, hay khi có một cuộc khủng hoảng trong hệ thống ngân hàng.

Đã có thời, có hơn 30 đơn vị giao dịch tham gia kiến tạo thị trường chứng chỉ tiền gửi. Sự hiện diện của nhiều công ty giao dịch như vậy mang lại tính thanh khoản cho thị trường. Ngày nay, những công ty giao dịch quan tâm đến việc kiến tạo thị trường chứng chỉ tiền gửi ít hơn, và thị trường này có đặc điểm là kém thanh khoản.

## THUẬN NHẬN NGÂN HÀNG (BANKERS ACCEPTANCES)

Nói một cách đơn giản, **thuận nhận ngân hàng** là một phương tiện được tạo ra để thuận tiện cho các giao dịch thương mại. Công cụ này được gọi là thuận nhận ngân hàng vì một ngân hàng chấp nhận trách nhiệm sau cùng bởi hoàn một khoản vay cho người nắm giữ chứng từ này. Việc sử dụng thuận nhận ngân hàng để tài trợ cho giao dịch thương mại được gọi là tài trợ bằng thuận nhận ngân hàng (acceptance financing).

Những giao dịch mà trong đó phát sinh các thuận nhận ngân hàng gồm có: (1) nhập khẩu hàng hoá vào Hoa Kỳ; (2) xuất khẩu hàng hoá từ Hoa Kỳ sang các công ty nước ngoài; (3) lưu trữ và giao nhận hàng hoá giữa hai nước ngoài mà trong đó nhà xuất khẩu cũng như nhà nhập khẩu đều không phải doanh nghiệp Hoa Kỳ;<sup>6</sup> và (4) lưu trữ và giao nhận hàng hoá giữa hai công ty ở Hoa Kỳ. Như minh họa qua ví dụ sau đây, thời hạn của thuận nhận ngân hàng được thỏa thuận nhằm bao trùm thời gian cần thiết để giao hàng và chuyển nhượng hàng hoá được tài trợ.

Thuận nhận ngân hàng được bán trên cơ sở chiết khấu giống như tín phiếu kho bạc và thương phiếu. Để tính lãi suất mà ngân hàng thu từ khách hàng khi phát hành thuận nhận ngân hàng, ngân hàng xác định lãi suất mà họ có thể bán thuận nhận ngân hàng trên thị trường mở. Họ bổ sung thêm một khoản hoa hồng vào mức lãi suất này.

### **Minh họa việc tạo ra thuận nhận ngân hàng**

Cách tốt nhất để giải thích việc tạo ra thuận nhận ngân hàng là thông qua một ví dụ minh họa. Có một số đơn vị tham gia vào giao dịch này:

- Công ty nhập khẩu ô tô Hoa Kỳ (gọi tắt là Car Imports), một công ty bán ô tô ở New Jersey
- Công ty Fast Auto của Đức (gọi tắt là GFA), một công ty sản xuất ô tô ở Đức
- Ngân hàng Hoboken Đệ nhất (gọi tắt là ngân hàng Hoboken), một ngân hàng thương mại ở Hoboken, New Jersey
- Ngân hàng Quốc gia Tây Berlin (gọi tắt là ngân hàng Berlin), một ngân hàng ở Đức
- Quỹ thị trường tiền tệ High Caliber, một quỹ hỗ trợ ở Hoa Kỳ đầu tư vào các công cụ thị trường tiền tệ.

Car Imports và GFA đang xem xét một giao dịch thương mại. Công ty Car Imports muốn nhập khẩu 15 chiếc ô tô do công ty GFA sản xuất. GFA bận tâm về khả năng thanh toán tiền mua 15 chiếc ô tô của Car Imports khi họ nhận xe.

Việc tài trợ bằng thuận nhận ngân hàng được đề xuất như một phương tiện tạo thuận lợi cho giao dịch. Car Imports đề nghị trả 300.000 đô-la cho 15 chiếc ô tô. Điều khoản bán hàng qui định việc thanh toán cho GFA phải được thực hiện trong vòng 60 ngày sau khi GFA giao hàng cho Car Imports. GFA cân nhắc liệu có nên chấp nhận số tiền 300.000 đô-la hay không. Khi xem xét mức giá đề xuất, GFA phải tính giá trị hiện tại của 300.000 đô-la, vì mãi đến 60 ngày sau khi giao hàng, công ty mới nhận được số tiền này. Giả sử GFA đồng ý với các điều khoản này.

Car Imports thỏa thuận với ngân hàng của mình, ngân hàng Hoboken, để phát hành một thư tín dụng. Thư tín dụng cam kết rằng ngân hàng Hoboken sẽ thực hiện việc thanh toán số tiền 300.000 đô-la mà công ty Car Imports phải trả cho công ty GFA 60 ngày sau khi giao hàng. Thư tín dụng này sẽ được ngân hàng Hoboken gửi cho ngân hàng của công ty GFA, ngân hàng Berlin. Sau khi nhận được thư tín dụng, ngân hàng Berlin sẽ thông báo cho công ty GFA, sau đó công ty này sẽ tiến hành giao 15 chiếc ô tô. Sau khi ô tô đã được đưa lên tàu, GFA xuất trình bộ chứng từ giao hàng cho ngân hàng Berlin và nhận được giá trị hiện tại của 300.000 đô-la. Bây giờ GFA đã thực hiện xong công việc của họ.

<sup>6</sup> Thuận nhận ngân hàng được tạo ra từ những giao dịch này được gọi là thuận nhận của nước thứ ba.

Ngân hàng Berlin xuất trình thư tín dụng và chứng từ giao hàng cho ngân hàng Hoboken. Khi đó, ngân hàng Hoboken sẽ đóng dấu “chấp nhận” lên trên thư tín dụng. Làm như vậy, ngân hàng Hoboken đã tạo ra một thuận nhận ngân hàng và đồng ý chi trả cho người giữ thuận nhận ngân hàng 300.000 đô-la vào ngày đáo hạn. Công ty Car Imports nhận chứng từ giao hàng để họ có thể nhận được 15 chiếc ô tô sau khi họ ký một phiếu nợ hay một loại thỏa thuận tài trợ nào đó với ngân hàng Hoboken.

Tới lúc này, người giữ thuận nhận ngân hàng là ngân hàng Berlin. Ngân hàng Berlin có hai chọn lựa. Họ có thể tiếp tục giữ thuận nhận ngân hàng như một khoản đầu tư trong danh mục cho vay của họ, hay họ có thể yêu cầu ngân hàng Hoboken thanh toán giá trị hiện tại của 300.000 đô-la. Ta hãy giả định rằng ngân hàng Berlin yêu cầu thanh toán giá trị hiện tại của 300.000 đô-la.

Bây giờ, người giữ thuận nhận ngân hàng là ngân hàng Hoboken. Ngân hàng Hoboken cũng có hai chọn lựa: giữ lại thuận nhận ngân hàng như một khoản đầu tư trong danh mục cho vay của họ, hoặc bán nó cho một nhà đầu tư. Giả sử Hoboken quyết định phương án sau, và Quỹ thị trường tiền tệ High Caliber đang tìm kiếm một phương án đầu tư chất lượng cao với cùng thời hạn như thuận nhận ngân hàng. Ngân hàng Hoboken sẽ bán thuận nhận ngân hàng cho quỹ thị trường tiền tệ theo giá trị hiện tại của 300.000 đô-la. Thay vì bán công cụ trực tiếp cho một nhà đầu tư, ngân hàng Hoboken cũng có thể bán nó cho một công ty giao dịch, công ty giao dịch này sau đó bán lại cho một nhà đầu tư như quỹ thị trường tiền tệ. Trong bất luận trường hợp nào, đến ngày đáo hạn, quỹ thị trường tiền tệ cũng sẽ xuất trình thuận nhận ngân hàng cho ngân hàng Hoboken, nhận được 300.000 đô-la, mà ngân hàng thu hồi từ Car Imports.

### Ngân hàng chấp nhận (accepting bank)

Những ngân hàng tạo ra thuận nhận ngân hàng được gọi là **ngân hàng chấp nhận**. Thuận nhận ngân hàng có thể được phân phối thông qua một thị trường của các đơn vị giao dịch, bao gồm khoảng 15 đến 20 công ty lớn, phần lớn có trụ sở tại thành phố New York. Các ngân hàng khu vực lớn hơn thường có lực lượng bán hàng riêng của họ để bán thuận nhận ngân hàng mà họ tạo ra nhưng sẽ sử dụng các đơn vị giao dịch để phân phối những thuận nhận ngân hàng nào mà họ không thể bán được.

**Thuận nhận ngân hàng đủ điều kiện.** Ngân hàng chấp nhận nào quyết định giữ lại thuận nhận ngân hàng trong danh mục cho vay của họ có thể sử dụng nó làm tài sản thế chấp cho một khoản vay chiết khấu (discount window) từ Cục Dự trữ Liên bang. Lý do mà ta nói “có thể” là bởi vì để được sử dụng làm tài sản thế chấp, thuận nhận ngân hàng phải đáp ứng một số điều kiện nhất định do Cục Dự trữ Liên bang qui định. Một trong các điều kiện là thời hạn của thuận nhận ngân hàng, mà với một số ngoại lệ, không được vượt quá 6 tháng. Cho dù những yêu cầu khác để đủ điều kiện khác quá chi tiết không thể trình bày được ở đây, nhưng nguyên tắc cơ bản khá đơn giản.<sup>7</sup> Thuận nhận ngân hàng phải tài trợ cho một giao dịch thương mại mà tự bản thân nó phải có tính thanh khoản.

Việc hội đủ điều kiện này cũng quan trọng, vì Cục Dự trữ Liên bang ban hành một tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với lượng tiền huy động thông qua các thuận nhận ngân hàng không hội đủ

<sup>7</sup> Các điều kiện này được mô tả trong tư liệu của Jean M. Hahr và William C. Melton, “Bankers Acceptances,” *Quarterly Review*, Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York (mùa hè năm 1981).

điều kiện. Các thuận nhận ngân hàng được bán ra bởi một ngân hàng chấp nhận chính là nghĩa vụ nợ tiềm năng của ngân hàng, nhưng tỷ lệ dự trữ bắt buộc không qui định cho những thuận nhận ngân hàng đủ điều kiện. Vì thế, hầu hết các thuận nhận ngân hàng đều thỏa mãn các tiêu chí qui định này. Cuối cùng, Cục Dự trữ Liên bang cũng qui định một giới hạn đối với khối lượng (giá trị) của các thuận nhận ngân hàng đủ điều kiện mà một ngân hàng được phép phát hành.

## Rủi ro tín dụng

Việc đầu tư vào thuận nhận ngân hàng làm cho nhà đầu tư gánh chịu rủi ro tín dụng; đó là rủi ro người vay hay ngân hàng chấp nhận sẽ không thể trả vốn gốc khi đến hạn. Lãi suất thị trường mà thuận nhận ngân hàng đưa ra cho nhà đầu tư phản ánh rủi ro này, vì thuận nhận ngân hàng có lợi suất cao hơn lãi suất phi rủi ro của tín phiếu kho bạc. Lợi suất còn có thể bao hàm một khoản đền bù cho khả năng thanh khoản tương đối thấp. Lợi suất của thuận nhận ngân hàng có khoản đền bù này vì thị trường thứ cấp của nó kém phát triển hơn nhiều so với tín phiếu kho bạc. Ở đây, mức chênh lệch giữa lợi suất thuận nhận ngân hàng và tín phiếu kho bạc tiêu biểu cho tổng mức đền bù cho nhà đầu tư vì gánh chịu rủi ro cao hơn và tính thanh khoản tương đối thấp hơn của thuận nhận ngân hàng. Mức chênh lệch lợi suất này không cố định theo thời gian. Sự thay đổi của mức chênh lệch lợi suất cho thấy sự thay đổi kết quả đánh giá của nhà đầu tư về sự khác biệt rủi ro và thanh khoản giữa các tài sản.

## THỎA THUẬN MUA LẠI

**Thỏa thuận mua lại** (repurchase agreement, thường được gọi tắt là repo) là việc bán một chứng khoán với cam kết của người bán là sẽ mua lại chứng khoán đó từ người mua với một mức giá cụ thể vào một ngày cụ thể trong tương lai. Về cơ bản, thỏa thuận mua lại là một khoản vay có tài sản thế chấp, trong đó tài sản thế chấp là một chứng khoán. Tài sản thế chấp trong thỏa thuận mua lại có thể là các công cụ thị trường tiền tệ, chứng khoán kho bạc, chứng khoán các cơ quan liên bang, các chứng khoán bảo đảm bằng hợp đồng thế chấp, các chứng khoán bảo đảm bằng tài sản.

Cách tốt nhất để giải thích một thỏa thuận mua lại là thông qua một ví dụ minh họa. Giả sử một nhà giao dịch chứng khoán mua trái phiếu trị giá 10 triệu đô-la. Nhà giao dịch lấy tiền ở đâu để tài trợ cho việc mua đó? Dĩ nhiên, nhà giao dịch có thể tài trợ cho việc đầu tư bằng tiền riêng của mình hoặc thông qua vay ngân hàng. Tuy nhiên, thông thường, nhà giao dịch sử dụng một thỏa thuận mua lại hay một thị trường repo để có được nguồn tài trợ. Trên thị trường repo, nhà giao dịch có thể sử dụng 10 triệu đô-la trái phiếu làm tài sản thế chấp cho một khoản vay. Thời hạn của khoản vay và lãi suất mà nhà giao dịch đồng ý trả (lãi suất repo) sẽ được qui định cụ thể. Khi thời hạn của khoản vay là 1 ngày, nó được gọi là “thỏa thuận mua lại qua đêm” (overnight repo), một khoản vay có thời hạn hơn một ngày được gọi là “thỏa thuận mua lại có thời hạn” (term repo).

Giao dịch này được gọi là thỏa thuận mua lại vì nó qui định việc bán chứng khoán và sau đó mua lại chứng khoán vào một ngày trong tương lai. Cả giá bán và giá mua đều được xác định trong thỏa thuận. Chênh lệch giữa giá mua (mua lại) và giá bán là chi phí lãi của khoản vay.

Trong ví dụ minh họa của chúng ta, nhà giao dịch cần tài trợ cho 10 triệu đô-la mệnh giá của trái phiếu mà đơn vị này đã mua và định giữ lại qua đêm. Giả sử một khách hàng của nhà giao dịch hiện đang có 10 triệu đô-la nhàn rỗi.<sup>8</sup> Nhà giao dịch sẽ đồng ý giao (bán) trái phiếu trị giá 10 triệu đô-la cho khách hàng để lấy một khoản tiền được xác định theo lãi suất repo và mua (mua lại) trái phiếu này từ khách hàng với giá 10 triệu đô-la vào ngày hôm sau. Giả sử lãi suất repo qua đêm là 6,5 %. Khi đó (như sẽ giải thích sau), nhà giao dịch sẽ đồng ý giao trái phiếu lấy 9.998.198 đô-la và sẽ mua lại trái phiếu này với giá 10 triệu đô-la vào ngày hôm sau. Khoản chênh lệch 1.805 đô-la giữa giá bán 9.998.195 đô-la và giá mua lại 10 triệu đô-la chính là tiền lãi của việc tài trợ này. Nhìn từ góc độ khách hàng, thỏa thuận này được gọi là thỏa thuận mua lại ngược (reverse repo).

Công thức sau đây được sử dụng để tính tiền lãi của giao dịch repo.

$$\text{Tiền lãi} = \text{Vốn gốc} \times \text{Lãi suất repo} \times (\text{Thời hạn repo}/360)$$

Lưu ý rằng tiền lãi được tính trên cơ sở một năm có 360 ngày. Trong ví dụ của chúng ta, ứng với lãi suất repo 6,5 phần trăm, thời hạn repo là 1 ngày (qua đêm), tiền lãi là 1.805 đô-la.

$$9.998.195 \times 0,065 \times (1/360) = 1.805 \text{ đô-la}$$

Lợi thế của nhà giao dịch khi sử dụng thị trường repo để vay mượn trên cơ sở ngắn hạn là: lãi suất thấp hơn so với lãi suất vay ngân hàng. Lát nữa đây trong phần này, chúng ta sẽ giải thích lý do tại sao. Nhìn từ góc độ khách hàng, thị trường repo mang lại một lợi suất hấp dẫn từ một giao dịch ngắn hạn có bảo đảm mà có tính thanh khoản cao.

Ví dụ trên minh họa việc tài trợ cho vị thế mua (long position, còn gọi là vị thế trường) của nhà giao dịch trên thị trường repo, nhưng nhà giao dịch cũng có thể sử dụng thị trường repo để tài trợ cho vị thế bán (short position, còn gọi là vị thế đảo). Ví dụ, giả sử một đơn vị giao dịch của chính phủ bán 10 triệu đô-la chứng khoán kho bạc 2 tuần trước đây và bây giờ phải thực hiện vị thế bán này (cover the position), nghĩa là phải có chứng khoán để giao cho khách hàng. Nhà giao dịch có thể thực hiện một thỏa thuận mua lại ngược (reverse repo), nghĩa là đồng ý mua chứng khoán và bán lại sau này. Dĩ nhiên, nhà giao dịch cuối cùng sẽ phải mua chứng khoán kho bạc trên thị trường để thực hiện vị thế bán của mình.

Có nhiều thuật ngữ ở phố Wall mô tả các giao dịch repo. Để hiểu được những thuật ngữ này, nên nhớ rằng một bên cho vay tiền và nhận chứng khoán làm tài sản thế chấp cho khoản vay; bên kia đi vay tiền và trao tài sản thế chấp để vay tiền. Khi ai đó trao chứng khoán để nhận tiền (nghĩa là vay tiền), thì bên đó được gọi là trao chứng khoán (reversing out securities). Còn bên cho vay tiền và nhận chứng khoán làm vật thế chấp thì gọi là nhận chứng khoán (reversing in securities). Các cụm từ “to repo securities” và “to do repo” cũng được sử dụng. “To repo securities” có nghĩa là ai đó sắp sửa tài trợ cho chứng khoán bằng cách sử dụng chứng khoán làm tài sản thế chấp để vay tiền; còn “to do repo” có nghĩa là một bên sắp sửa đầu tư vào repo (cho vay). Cuối cùng, cụm từ “bán thế chấp” (selling collateral) được sử dụng để mô tả bên tài trợ cho chứng khoán bằng thỏa thuận mua (người đi vay), và cụm từ “mua thế chấp” được sử dụng để mô tả việc cho vay trên cơ sở nhận thế chấp (người cho vay).

<sup>8</sup> Khách hàng này có thể là một chính quyền đô thị đang nắm giữ tiền thuế vừa thu được và không có nhu cầu chi số tiền này ngay tức thời.

## Rủi ro tín dụng

Cho dù có tài sản thế chấp chất lượng cao làm cơ sở cho một giao dịch repo, cả hai bên tham gia giao dịch đều chịu rủi ro tín dụng. Sự thất bại của một vài công ty giao dịch chứng khoán chính phủ nhỏ tham gia vào các giao dịch repo trong thập niên 80 đã làm cho những người tham gia thị trường trở nên thận trọng hơn về uy tín tín dụng của đối tác giao dịch trong các thỏa thuận mua lại này.<sup>9</sup>

Tại sao có rủi ro tín dụng phát sinh trong một giao dịch repo? Ta hãy xem lại ví dụ ban đầu, trong đó nhà giao dịch sử dụng 10 triệu đô-la chứng khoán chính phủ làm tài sản thế chấp để đi vay. Nếu nhà giao dịch không thể mua lại chứng khoán chính phủ, khách hàng có thể giữ tài sản thế chấp; tuy nhiên, nếu lãi suất chứng khoán chính phủ tăng tiếp theo sau giao dịch repo, giá trị thị trường của chứng khoán chính phủ giảm, và như vậy, khách hàng sở hữu chứng khoán với giá trị thị trường thấp hơn số tiền mà khách hàng đã cho nhà giao dịch vay. Nếu thay vì thế, giá trị thị trường của chứng khoán tăng lên, công ty giao dịch sẽ lo lắng thu lại tài sản thế chấp, khi đó đã có giá trị thị trường cao hơn khoản vay.

Các thỏa thuận mua lại hiện nay đã được xây dựng cẩn thận hơn để làm giảm rủi ro tín dụng. Số tiền cho vay thì thấp hơn giá trị thị trường của chứng khoán được sử dụng làm tài sản thế chấp, điều này đem lại cho người cho vay một tấm đệm dự phòng nếu giá trị thị trường của chứng khoán giảm. Khoản chênh lệch cao hơn giữa giá trị thị trường của chứng khoán được sử dụng làm thế chấp và số tiền cho vay này được gọi là tiền bảo chứng (“margin” hay “haircut”). Số tiền bảo chứng nói chung nằm trong phạm vi từ 1% đến 3%. Đối với những người vay có uy tín tín dụng thấp và/hay khi chứng khoán kém thanh khoản được sử dụng làm thế chấp, khoản tiền bảo chứng này có thể trên 10%.

Một thông lệ thực hành khác nhằm hạn chế rủi ro tín dụng là theo dõi giá trị thị trường của tài sản thế chấp một cách thường xuyên. Hãy nhớ lại thông lệ theo dõi giá trị thị trường mà chúng ta đã thảo luận lần đầu tiên khi giải thích về các hợp đồng tương lai trong chương 10, có nghĩa là ghi nhận giá trị của một vị thế đầu tư theo giá trị thị trường của vị thế đầu tư đó. Khi giá trị thị trường thay đổi một tỷ lệ phần trăm nhất định, vị thế của repo sẽ được điều chỉnh tương ứng. Giả sử một công ty giao dịch vay 20 triệu đô-la, sử dụng chứng khoán thế chấp có giá trị thị trường là 20,4 triệu đô-la - mức bảo chứng là 400.000 đô-la, tức là 2%. Giả sử sau đó giá trị thị trường của tài sản thế chấp giảm còn 20,1 triệu đô-la. Thỏa thuận repo có thể qui định một lệnh nộp thêm tiền bảo chứng, hoặc định giá lại thỏa thuận repo. Trong trường hợp lệnh nộp thêm tiền bảo chứng, công ty giao dịch được yêu cầu phải bổ sung thêm tài sản thế chấp với giá trị thị trường là 300.000 đô-la nhằm đưa giá trị bảo chứng lên cho đủ 400.000 đô-la. Nếu trong thỏa thuận repo qui định việc định giá lại, giá trị vốn gốc của repo sẽ được thay đổi từ 20 triệu đô-la chỉ còn 19,7 triệu đô-la (giá trị thị trường 20,1 triệu đô-la chia cho 1,02). Khi đó, công ty giao dịch sẽ gửi cho khách hàng 300.000 đô-la.

Một điều bận tâm trong việc xây dựng thỏa thuận repo là việc giao tài sản thế chấp cho người cho vay. Thủ tục hiển nhiên nhất là để người vay giao tài sản thế chấp cho người cho vay. Vào cuối thời hạn repo, người cho vay sẽ hoàn trả tài sản thế chấp cho người vay để nhận lại vốn gốc và tiền lãi cho vay. Dù vậy, thủ tục này quá tốn kém, đặc biệt là đối với những repo ngắn

<sup>9</sup> Những công ty thất bại bao gồm Drysdale Government Securities Lion Capital, RTD Securities, Inc., Belvill Bressler & Schuman, Inc., và ESM Government Securities Inc.



hạn, do những chi phí gắn liền với việc giao nhận tài sản thế chấp. Chi phí giao nhận này có thể phản ánh trong giao dịch thông qua lãi suất repo thấp hơn mà người vay chấp nhận trả. Người cho vay cũng có thể chịu rủi ro của việc không giữ tài sản thế chấp là khi người đi vay mang chứng khoán đi bán, hay sử dụng cùng một chứng khoán đó để thế chấp cho một thỏa thuận repo với một đối tác khác.

Như một phương án khác thay cho việc giao nhận tài sản thế chấp, người cho vay có thể đồng ý để cho người vay giữ tài sản thế chấp trong một tài khoản khách hàng riêng biệt. Dĩ nhiên, người cho vay vẫn chịu rủi ro là người vay có thể sử dụng tài sản thế chấp một cách gian lận bằng cách mang đi thế chấp cho một giao dịch repo khác.

Một phương pháp khác là để người vay giao tài sản thế chấp vào tài khoản lưu ký của người cho vay tại ngân hàng thanh toán của người vay. Ngân hàng làm nhiệm vụ lưu ký sẽ đại diện cho người cho vay nắm giữ tài sản thế chấp. Cách này giúp giảm chi phí giao nhận vì nó chỉ chuyển tài sản thế chấp trong phạm vi ngân hàng thanh toán của người vay mà thôi. Ví dụ, nếu nhà giao dịch ký kết thỏa thuận repo qua đêm với khách hàng A, ngày hôm sau tài sản thế chấp sẽ được chuyển trả lại cho nhà giao dịch. Khi đó, nhà giao dịch có thể ký kết một thỏa thuận repo khác với khách hàng B với thời hạn 5 ngày chẳng hạn, mà không phải chuyển giao lại tài sản thế chấp. Ngân hàng thanh toán chỉ cần thiết lập tài khoản lưu ký cho khách hàng B và giữ tài sản thế chấp trong tài khoản đó. Đây gọi là một thỏa thuận ba bên.

### Những người tham gia vào thị trường

Vì thị trường repo được sử dụng bởi các công ty giao dịch (các công ty ngân hàng đầu tư hay các ngân hàng trung tâm tiền tệ hoạt động như các nhà giao dịch) để tài trợ cho vị thế mua của họ và thực hiện vị thế bán, thị trường repo tiêu biểu cho một trong những bộ phận lớn nhất của thị trường tiền tệ. Các công ty tài chính và công ty phi tài chính tham gia vào thị trường trên cương vị người bán lẫn người mua, tùy thuộc vào tình thế của họ. Các tổ chức tiết kiệm và ngân hàng thương mại thường là người bán tài sản thế chấp (tức là người vay tiền); các quỹ thị trường tiền tệ, các bộ phận tín thác ngân hàng, các chính quyền thành phố, và các công ty thường là người mua tài sản thế chấp (tức là người cho vay tiền).

Cho dù các công ty giao dịch sử dụng thị trường repo như một phương tiện cơ bản để tài trợ cho hàng tồn kho và thực hiện vị thế bán, họ cũng sử dụng thị trường repo để hưởng chênh lệch lãi suất bằng cách sử dụng **sổ phối hợp** (matched book) thông qua tham gia vào thỏa thuận repo và repo ngược với cùng thời hạn. Công ty giao dịch sử dụng sổ phối hợp để thu được khoản chênh lệch lãi suất khi công ty tham gia vào thỏa thuận repo và repo ngược. Ví dụ, giả sử một công ty giao dịch tham gia vào một thỏa thuận repo thời hạn 10 ngày với một quỹ thị trường tiền tệ, đồng thời tham gia vào một thỏa thuận repo ngược có thời hạn 10 ngày với một tổ chức tiết kiệm, trong đó tài sản thế chấp là như nhau. Trong giao dịch này, công ty giao dịch vay tiền từ quỹ thị trường tiền tệ và cho tổ chức tiết kiệm vay tiền. Nếu lãi suất của thỏa thuận repo là 7,5% và lãi suất của thỏa thuận repo ngược là 7,55%, thì công ty giao dịch đi vay với lãi suất 7,5% và cho vay với lãi suất 7,55%, vậy khoản chênh lệch lãi suất là 0,05% (5 điểm cơ bản).

Một thành phần khác tham gia thị trường repo là **nhà môi giới repo**. Để hiểu vai trò của nhà môi giới repo, ta giả sử rằng công ty giao dịch cần tìm một loại chứng khoán trị giá 50 triệu đô-la để bán. Sau đó, công ty tìm hiểu các khách hàng thường xuyên của mình để xác định liệu công ty có thể vay mượn chứng khoán đó thông qua một repo ngược hay không. Giả sử công ty

không thể tìm được một khách hàng nào muốn tham gia vào thỏa thuận repo (nhìn từ góc độ khách hàng thì đây là thỏa thuận repo, nghĩa là khách hàng trao chứng khoán lấy tiền, nhưng nhìn từ góc độ công ty giao dịch thì đây là thỏa thuận repo ngược, công ty trao tiền lấy chứng khoán). Khi đó, công ty giao dịch có thể sử dụng dịch vụ của một nhà môi giới repo. Khi khó tìm được tài sản thế chấp, người ta nói rằng đây là một chứng khoán nóng (hot issue) hay chứng khoán đặc biệt (special issue).

Cục Dự trữ Liên bang (Fed) cũng tham gia vào thị trường repo. Fed tác động đến lãi suất ngắn hạn thông qua các nghiệp vụ thị trường mở, nghĩa là thông qua mua hay bán chứng khoán chính phủ. Tuy nhiên, Fed không thường xuyên thực hiện các nghiệp vụ này. Thay vì thế, Fed sử dụng thị trường repo để thực hiện chính sách tiền tệ bằng cách mua hay bán thế chấp. Thông qua mua thế chấp (tức là cho vay tiền), Fed bơm tiền vào thị trường tài chính, qua đó tạo áp lực làm giảm lãi suất ngắn hạn. Khi Fed mua thế chấp cho tài khoản riêng của Fed, thỏa thuận repo này được gọi là “repo hệ thống” (system repo). Fed cũng có thể đại diện cho các ngân hàng trung ương nước ngoài để mua thế chấp trong những thỏa thuận repo được gọi là “repo khách hàng” (customer repo). Chủ yếu thông qua repo hệ thống mà Fed cố gắng tác động đến lãi suất ngắn hạn. Thông qua bán thế chấp trên tài khoản riêng của Fed, Fed rút bớt tiền ra khỏi thị trường tài chính, qua đó tạo áp lực làm tăng lãi suất ngắn hạn. Giao dịch này được gọi là **bán phối hợp** (matched sale).

Ta nên lưu ý đến những thuật ngữ sử dụng để mô tả các giao dịch của Fed trên thị trường repo. Khi Fed cho vay tiền dựa trên tài sản thế chấp, chúng ta gọi đây là một repo hệ thống hay repo khách hàng, chứ không gọi là repo ngược. Việc vay tiền sử dụng tài sản thế chấp được gọi bán phối hợp (matched sale) chứ không gọi là repo. Những thuật ngữ này thật là rắc rối, dễ nhầm lẫn, cho nên chúng ta sử dụng thuật ngữ *mua thế chấp* và *bán thế chấp* để mô tả các bên tham gia trên thị trường đang làm gì.

### Các yếu tố xác định lãi suất repo

Lãi suất repo thay đổi theo từng giao dịch cụ thể, tùy theo các yếu tố sau đây:

- *Chất lượng.* Chất lượng tín dụng và tính thanh khoản của tài sản thế chấp càng cao, thì lãi suất repo càng thấp.
- *Thời hạn của repo:* Tác động của thời hạn của repo lên lãi suất phụ thuộc vào hình dạng của đường cong lợi suất
- *Yêu cầu giao nhận:* Như đã lưu ý trên đây, nếu việc giao tài sản thế chấp cho người cho vay là bắt buộc, thì lãi suất reppo sẽ thấp hơn. Nếu tài sản thế chấp có thể được ký gửi tại ngân hàng của người vay, thì người vay phải trả lãi suất repo cao hơn.
- *Sự sẵn có tài sản thế chấp.* Tài sản thế chấp càng khó tìm, thì lãi suất reppo càng thấp. Để hiểu lý do tại sao, ta nên nhớ rằng người vay (hay nói cách khác là người bán thế chấp) có một chứng khoán, mà lại là một chứng khoán nóng hay chứng khoán đặc biệt. Bên cần có tài sản thế chấp (bên cho vay tiền) sẽ sẵn sàng cho vay tiền với lãi suất repo thấp hơn để có được tài sản thế chấp đó.

Cho dù những yếu tố này giúp xác định lãi suất repo trong từng giao dịch cụ thể, lãi suất quỹ liên bang vẫn xác định mức lãi suất repo chung. Lãi suất repo sẽ thấp hơn lãi suất quỹ liên bang vì repo liên quan đến việc vay mượn có tài sản thế chấp, trong khi giao dịch quỹ liên bang là vay mượn không có tài sản bảo đảm.

## QUỸ LIÊN BANG

Thị trường sau cùng mà chúng ta thảo luận ở đây là thị trường quỹ liên bang. Lãi suất xác định trên thị trường này ảnh hưởng đến lãi suất phải trả cho tất cả các công cụ thị trường tiền tệ khác vừa mô tả trong chương này.

Như đã giải thích trong chương 3, các tổ chức tiền gửi (ngân hàng thương mại và các tổ chức tiết kiệm) theo qui định phải duy trì tỷ lệ dự trữ bắt buộc. Dự trữ bắt buộc được ký gửi tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang toạ lạc tại địa phương, mà chúng ta gọi là quỹ liên bang. Mức dự trữ mà một ngân hàng phải duy trì được dựa vào tiền gửi bình quân hàng ngày của ngân hàng đó trong 14 ngày trước.

Khoản tiền gửi ở Quỹ liên bang không được hưởng lãi. Vì thế, một tổ chức tiền gửi mà duy trì quỹ liên bang vượt quá giá trị bắt buộc sẽ phát sinh một chi phí cơ hội - mất đi thu nhập lãi mà lẽ ra có thể nhận được từ mức dự trữ vượt trội. Đồng thời, một số tổ chức tiền gửi có khoản dự trữ ở quỹ liên bang thấp hơn so với giá trị qui định. Thông thường, những ngân hàng nhỏ hay có dự trữ vượt trội, trong khi các ngân hàng trung tâm tiền tệ bị thiếu dự trữ thì phải bù vào chỗ thiếu hụt. Các ngân hàng thường duy trì bộ phận văn phòng quỹ liên bang, người quản lý văn phòng này chịu trách nhiệm về khoản dự trữ ở quỹ liên bang của ngân hàng.

Một cách để những ngân hàng có dự trữ bắt buộc thấp hơn qui định có thể nâng mức dự trữ này lên cho đủ mức bắt buộc là tham gia vào một thỏa thuận repo với một khách hàng không phải là ngân hàng. Một phương án khác nữa là: ngân hàng sẽ vay quỹ liên bang từ một ngân hàng khác có dự trữ vượt trội. Thị trường mà trong đó quỹ liên bang được mua (vay) bởi những ngân hàng cần bổ sung quỹ này, hay được bán (cho vay) bởi những ngân hàng có dự trữ vượt trội ở quỹ liên bang, được gọi là thị trường quỹ liên bang. Các ngân hàng thương mại cho đến nay là những nhà đầu tư lớn nhất vào quỹ liên bang.

Lãi suất cân bằng được xác định bằng cung và cầu đối với quỹ liên bang sẽ là lãi suất quỹ liên bang. Lãi suất quỹ liên bang và lãi suất repo có quan hệ với nhau, vì cả hai đều là một phương tiện để ngân hàng đi vay mượn. Lãi suất quỹ liên bang cao hơn vì việc cho vay quỹ liên bang được thực hiện trên cơ sở không có tài sản bảo đảm, khác với repo, trong đó người cho vay có chứng khoán làm vật thế chấp. Chênh lệch giữa hai loại lãi suất này thay đổi tùy theo tình hình thị trường; thông thường mức chênh lệch là 25 điểm cơ bản.

Thời hạn của hầu hết các giao dịch quỹ liên bang là qua đêm, nhưng cũng có một số giao dịch thời hạn dài hơn từ 1 tuần đến sáu tháng. Việc giao dịch thường diễn ra trực tiếp giữa người mua và người bán - thường là giữa một ngân hàng lớn và một trong những ngân hàng đại lý của ngân hàng đó. Một số giao dịch quỹ liên bang cũng cần sử dụng đến một nhà môi giới.

### Tóm tắt

Các công cụ thị trường tiền tệ là những nghĩa vụ nợ mà khi phát hành có thời hạn 1 năm trở xuống. Chứng khoán kho bạc có thời hạn 1 năm trở xuống vào lúc phát hành được gọi là tín phiếu kho bạc. Tín phiếu kho bạc được phát hành trên cơ sở chiết khấu mệnh giá. Tiền lãi mà nhà đầu tư nhận được là chênh lệch giữa mệnh giá nhận được vào ngày đến hạn và mức giá đã trả để mua tín phiếu kho bạc. Giá mua và giá bán tín phiếu kho bạc được niêm yết trên cơ sở suất chiết khấu ngân hàng.

Thương phiếu là một giấy hẹn trả nợ ngắn hạn không có tài sản bảo đảm được phát hành trên thị trường mở, tiêu biểu cho nghĩa vụ nợ của đơn vị phát hành. Nói chung, thương phiếu có thời hạn dưới 90 ngày. Các công ty tài chính và phi tài chính phát hành thương phiếu, trong đó chiếm đa số là các công ty tài chính. Thương phiếu phát hành trực tiếp được đơn vị phát hành bán trực tiếp cho nhà đầu tư mà không sử dụng đến một đại lý làm trung gian. Đối với thương phiếu phát hành qua trung gian, đơn vị phát hành sử dụng dịch vụ của một đại lý để bán thương phiếu. Cũng có các thị trường thương phiếu tồn tại bên ngoài Hoa Kỳ. Thương phiếu ngoại biên là thương phiếu phát hành bên ngoài lãnh thổ quốc gia có đồng tiền mệnh giá thương phiếu.

Chứng chỉ tiền gửi được phát hành bởi ngân hàng và các tổ chức tiết kiệm để huy động vốn tài trợ cho hoạt động kinh doanh của họ. Không như các loại tiền gửi ngân hàng khác, chứng chỉ tiền gửi có thể mua bán trên thị trường thứ cấp. Chứng chỉ tiền gửi có thể chia thành bốn loại: chứng chỉ tiền gửi nội địa, chứng chỉ tiền gửi đô-la ngoại biên (hay Euro CD), chứng chỉ tiền gửi Yankee (Yankee CD), và chứng chỉ tiền gửi tiết kiệm. Không như tín phiếu kho bạc, thương phiếu, và thuận nhận ngân hàng, lợi suất của chứng chỉ tiền gửi nội địa được niêm yết trên cơ sở hưởng lãi. Chứng chỉ tiền gửi lãi suất thả nổi là loại chứng chỉ tiền gửi mà lãi suất của nó thay đổi một cách định kỳ dựa vào một công thức định trước.

Thuận nhận ngân hàng là một phương tiện được tạo ra để thuận tiện cho các giao dịch thương mại, đặc biệt là các giao dịch thương mại quốc tế. Tên gọi *thuận nhận ngân hàng* phát sinh là do một ngân hàng chấp nhận trách nhiệm hoàn trả một khoản vay cho người giữ chứng từ được tạo ra trong một giao dịch thương mại trong trường hợp con nợ không thực hiện việc trả nợ. Thuận nhận ngân hàng được bán trên cơ sở chiết khấu giống như tín phiếu kho bạc và thương phiếu.

Thỏa thuận mua lại (repo) là một giao dịch cho vay trong đó người vay sử dụng một chứng khoán làm tài sản thế chấp để đi vay. Giao dịch được gọi là một thỏa thuận mua lại, vì nó qui định việc bán chứng khoán và sau đó sẽ mua lại vào một ngày trong tương lai. Chênh lệch giữa giá mua (mua lại) và giá bán chính là tiền lãi của khoản vay. Một thỏa thuận mua lại qua đêm (overnight repo) là một khoản vay trong một ngày; một khoản vay trong thời hạn lâu hơn một ngày được gọi là thỏa thuận mua lại có thời hạn (term repo). Tài sản thế chấp trong thỏa thuận mua lại có thể là chứng khoán kho bạc, công cụ thị trường tiền tệ, chứng khoán cơ quan liên bang, hay chứng khoán có bảo đảm bằng tài sản. Các bên tham gia vào thỏa thuận mua lại chịu rủi ro tín dụng; rủi ro tín dụng có thể được hạn chế nhờ vào một khoản bảo chứng và điều khoản theo dõi giá thị trường được qui định trong thỏa thuận repo. Các nhà giao dịch sử dụng thị trường repo để tài trợ cho vị thế mua và thực hiện vị thế bán, và để duy trì sở phối hợp, qua đó họ có thể hưởng thu nhập từ chênh lệch lãi suất. Cục Dự trữ Liên bang sử dụng thị trường repo để thực hiện chính sách tiền tệ. Những yếu tố xác định lãi suất repo là lãi suất quỹ liên bang, chất lượng tài sản thế chấp, thời hạn của repo, yêu cầu chuyển giao tài sản thế chấp, và tính sẵn có của tài sản thế chấp.

Trên thị trường quỹ liên bang, các tổ chức tiền gửi mua (vay) và bán (cho vay) lượng dự trữ vượt trội được giữ dưới hình thức tiền gửi trong Ngân hàng Dự trữ Liên bang. Lãi suất quỹ liên bang, là lãi suất làm căn cứ cho tất cả các lãi suất thị trường tiền tệ, được xác định trên thị trường này. Lãi suất quỹ liên bang cao hơn lãi suất repo vì việc vay mượn trên thị trường quỹ liên bang là vay mượn không có tài sản bảo đảm. Lãi suất quỹ liên bang thường là một mục tiêu của chính sách tiền tệ của Cục Dự trữ Liên bang (trong tiếng Việt cụm từ "Ngân hàng Trung

ương Hoa Kỳ" rất hay được sử dụng thay cho "Cục Dự trữ Liên bang - FED" - ND), vì thế nó có thể biểu thị sự biến động hay thay đổi đáng kể về mức độ theo thời gian.

### Những thuật ngữ then chốt

- Accepting bank: Ngân hàng chấp nhận
- Bankers acceptance: Thuận nhận ngân hàng
- CD equivalent yield: Lợi suất tương đương chứng chỉ tiền gửi
- Commercial paper: Thương phiếu
- Dealer-placed commercial paper: Thương phiếu phát hành qua trung gian
- Directly placed paper: Thương phiếu phát hành trực tiếp
- Discount securities: Chứng khoán chiết khấu
- Eurocommercial paper: Thương phiếu ngoại biên
- Matched book: Sổ phối hợp
- Money market: Thị trường tiền tệ
- Money market equivalent yield: Lợi suất tương đương thị trường tiền tệ
- Money market instruments: Công cụ thị trường tiền tệ
- Repo broker: Nhà môi giới thỏa thuận mua lại (nhà môi giới repo)
- Repo market: Thị trường thỏa thuận mua lại (thị trường repo)
- Repurchase agreement: Thỏa thuận mua lại (repo)
- Samurai commercial paper: Thương phiếu Samurai
- Yankee commercial paper: Thương phiếu Yankee

### Câu hỏi

1. Giả sử giá của một tín phiếu kho bạc còn 90 ngày nữa đến hạn và mệnh giá 1 triệu đô-la là 980.000 đô-la.
  - a. Lợi suất chiết khấu của tín phiếu kho bạc này là bao nhiêu?
  - b. Tại sao lợi suất chiết khấu không phải là một số đo có ý nghĩa để đo lường suất sinh lợi khi nắm giữ tín phiếu kho bạc?
2. Giả sử lợi suất mua (bid yield) và lợi suất bán (ask yield) một tín phiếu kho bạc đáo hạn vào một ngày nào đó được niêm yết bởi một công ty giao dịch lần lượt là 3,91 % và 3,89 %. Có phải lợi suất mua nhỏ hơn lợi suất bán, vì lợi suất mua biểu thị mức giá mà nhà giao dịch sẵn lòng chi trả, và lợi suất bán là mức giá mà nhà giao dịch sẵn lòng bán tín phiếu kho bạc không?
3. Kho bạc phát hành tín phiếu kho bạc với những thời hạn nào?
4. Tại sao thương phiếu là một phương án thay thế cho việc vay ngân hàng ngắn hạn đối với một công ty?
5. a. Tại sao thương phiếu có thời hạn dưới 270 ngày?  
b. Tại sao thương phiếu thường có thời hạn dưới 90 ngày?

6. Sự khác nhau giữa thương phiếu phát hành trực tiếp và thương phiếu phát hành qua trung gian là gì?
7. Thương phiếu cấp 1 và thương phiếu cấp 2 là gì?
8. Chênh lệch lợi suất giữa thương phiếu và tín phiếu kho bạc có cùng thời hạn phản ánh điều gì?
9. Thương phiếu ngoại biên và thương phiếu phát hành tại Hoa Kỳ khác nhau như thế nào?
10. a. Tại sao ngân hàng phát hành thuận nhận ngân hàng được gọi là ngân hàng chấp nhận?  
b. Tại sao việc hội đủ điều kiện của một thuận nhận ngân hàng có ý nghĩa quan trọng?
11. Ngân hàng xác định lãi suất mà họ tính cho khách hàng khi phát hành thuận nhận ngân hàng như thế nào?
12. Làm thế nào một công ty giao dịch có thể sử dụng thỏa thuận mua để tài trợ cho vị thế mua trái phiếu?
13. Một bên trong giao dịch repo được gọi là “mua thế chấp”, bên kia được gọi là “bán thế chấp”. Tại sao?
14. Tại sao người cho vay tiền trong giao dịch repo phải chịu rủi ro tín dụng?
15. Một nhà giao dịch repo điều hành một “sổ phối hợp” nghĩa là gì?
16. Trong một giao dịch repo, khi phát sinh tình trạng thiếu hụt một chứng khoán nhất định, thì lãi suất repo sẽ tăng lên hay giảm xuống?
17. a. Repo hệ thống nghĩa là gì?  
b. Repo khách hàng nghĩa là gì?
18. Trong một giao dịch repo, tiền bảo chứng (margin, hay haircut) nghĩa là gì?
19. Giả sử vốn gốc trong một giao dịch repo là 40 triệu đô-la và lãi suất repo là 5%.
  - a. Tiền lãi repo là bao nhiêu nếu thời hạn repo là 1 ngày?
  - b. Tiền lãi repo là bao nhiêu nếu thời hạn repo là 5 ngày?
20. a. Thị trường quỹ liên bang là gì?  
b. Lãi suất nào sẽ cao hơn: Lãi suất repo qua đêm hay lãi suất quỹ liên bang qua đêm?