

# HÀM CẦU TIỀN CỦA MILTON FRIEDMAN VỚI CHI PHÍ GIAO DỊCH, KHẢ NĂNG SINH LỜI CỦA TÀI SẢN THỰC VÀ PHẦN BÙ RỦI RO

## COMPLETING THE FRIEDMAN'S MONEY DEMAND FUNCTION WITH THE TRANSACTION COST, THE EXPECTED RETURN ON REAL ASSETS AND THE RISK PREMIUM

*Lâm Chí Dũng*

*Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng*

### TÓM TẮT

Xuất phát từ hàm cầu tiền của Milton Friedman, giữ nguyên cách tiếp cận của Friedman về cầu tiền tệ khi đề xuất hàm cầu tiền, bài báo này phát triển hàm cầu tiền của Friedman bằng cách bổ sung các yếu tố mới cho phù hợp với thực tiễn của nền kinh tế hiện đại. Đó là các yếu tố: chi phí giao dịch; khả năng sinh lời của tài sản thực và phần bù rủi ro.

### ABSTRACT

Based on the Friedman's Money Demand Function and Keeping the Friedman's approach, this article develops Friedman's Money Demand Function by means of completing the Friedman's money demand Function with the transaction cost, the expected return on real assets and the risk premium to adapt its to the modern economy.

### 1. Đặt vấn đề

Nghiên cứu về cầu tiền hay cầu về tiền tệ (Money Demand) là một nội dung chủ yếu của các lý thuyết tiền tệ. Bắt đầu với những lý thuyết cổ điển xuất hiện vào đầu thế kỷ XX của những tác giả như Irving Fisher, Alfred Marshall và A.C. Pigou được biết đến như là lý thuyết số lượng tiền tệ (Quantity Theory of Money). Tiếp theo là những công trình nghiên cứu của John Maynard Keynes. Trong tác phẩm “Lý thuyết tổng quát về việc làm, lãi suất và tiền tệ” (The General Theory of Employment, Interest and Money) xuất bản năm 1936, Keynes đã từ bỏ quan điểm cổ điển về sự bất biến của tốc độ lưu thông tiền tệ và phát triển một lý thuyết về cầu tiền nhấn mạnh tầm quan trọng của lãi suất. Lý thuyết này được gọi là “Lý thuyết ưa thích thanh khoản” (Liquidity preference Theory).

Sau thế chiến II, đã có những nghiên cứu sâu hơn nhằm phát triển cách tiếp cận của Keynes, giải thích kỹ hơn về 3 động cơ nắm giữ tiền mà Keynes đã đề cập, đó là: động cơ giao dịch (transactions motive); động cơ dự phòng (precautionary motive); động cơ đầu cơ (speculative motive). Trọng tâm của các nghiên cứu này vẫn là nhận thức rõ hơn vai trò của lãi suất đối với cầu tiền. William Baumol và James Tobin là những tác giả chính của những nghiên cứu theo hướng này. Hai tác giả đã độc lập phát triển những mô hình về cầu tiền tương tự nhau.

Năm 1956, Milton Friedman trong bài báo nổi tiếng “The Quantity Theory of Money: A Restatement” (Lý thuyết số lượng tiền tệ: Phát biểu lại) được xem như là Lý thuyết số lượng tiền hiện đại. Căn cứ vào những lập luận của mình và dựa trên những quan điểm nghiên cứu trước đó về các lý thuyết khác tổng quát hơn, M. Friedman đã đưa ra hàm cầu tiền. Trong hàm cầu này, M. Friedman lý giải cầu tiền của nền kinh tế (tức số lượng tiền mà các chủ thể có nhu cầu nắm giữ) phụ thuộc những nhân tố nào.

Tuy nhiên, xét trong bối cảnh mới của nền kinh tế, trong đó xu hướng giải điều tiết hay còn gọi là phi quản lý (Deregulation) hệ thống tài chính, cùng những biến đổi rất sâu, rộng của nền kinh tế hiện đại yêu cầu bổ sung những yếu tố mới vào hàm cầu tiền của Friedman. Trên cơ sở giữ nguyên cách tiếp cận của Friedman, ba trong số những yếu tố chủ yếu cần bổ sung vào hàm cầu này là chi phí giao dịch, khả năng sinh lời của các tài sản thực và mức bù rủi ro.

## 2. Hàm cầu tiền của Milton Friedman

Milton Friedman (1912 -2006) được coi là “một trong những nhà kinh tế học có ảnh hưởng lớn nhất trong nửa sau thế kỷ 20..”

Như đã nói ở trên, năm 1956, M. Friedman đã phát triển một lý thuyết về cầu tiền trong một bài báo nổi tiếng “The Quantity theory of money: A Restatement”. Trong bài báo này, như nhận xét của M.S. Mishkin “mặc dù M. Friedman thường xuyên đề cập đến Irving Fisher và Lý thuyết số lượng tiền tệ nhưng những phân tích về cầu tiền của ông thực sự gần gũi với Keynes hơn là với Fisher”.

Tuy nhiên, trong khi Keynes xem xét cầu tiền theo các động cơ riêng biệt, thì Friedman không xem xét tách biệt các động cơ mà xem xét các nhân tố ảnh hưởng chung đến cầu tiền. Friedman cho rằng cầu tiền cũng chịu tác động bởi cùng các nhân tố như cầu của bất kỳ tài sản nào khác. Do đó, Friedman đã ứng dụng lý thuyết về cầu của tài sản (Theory of asset demand) cho trường hợp cầu tiền.

Nhắc lại, lý thuyết cầu tài sản (hay còn gọi là Lý thuyết lượng cầu tài sản) cho là nếu giữ các nhân tố khác không thay đổi, thì:

- (i) Lượng cầu của một tài sản tương quan thuận (positively relate/liên hệ dương) với của cái
- (ii) Lượng cầu của một tài sản tương quan thuận với khả năng sinh lời dự tính (expected return) của nó so với tài sản thay thế
- (iii) Lượng cầu của một tài sản tương quan nghịch (negatively) với rủi ro về khả năng sinh lời của nó (risk of its return) so với tài sản thay thế
- (iv) Lượng cầu của một tài sản tương quan thuận với khả năng thanh khoản của nó so với tài sản thay thế

Cũng như Keynes, Friedman cho rằng các chủ thể có nhu cầu nắm giữ một lượng tiền (bao gồm tiền mặt và tiền gửi thanh toán tại Ngân hàng, tức khối tiền  $M_1$ ). Nhu cầu này theo cách vận dụng của Friedman về lý thuyết lượng cầu tài sản, là một hàm của (a) các nguồn tài nguyên khả dụng (của cái) của các chủ thể và (b) khả năng

sinh lợi của tiền so với khả năng sinh lợi của các tài sản khác.

Trên cơ sở những lập luận đó, Friedman đã đưa ra mô hình hàm cầu tiền như sau:

$$\frac{M^d}{P} = f(Y_p, r_b - r_m, r_e - r_m, \Pi^e - r_m)$$

+       -       -       -

Trong đó,

(i)  $M^d/P$ : cầu tiền theo giá trị thực (đã loại trừ yếu tố tăng giá trị danh nghĩa)

(ii)  $Y_p$ : Mức thu nhập thường xuyên (permanent income), một khái niệm mà M. Friedman sử dụng như một cách đo lường của cải (về mặt kỹ thuật, được xem như là hiện giá của các khoản thu nhập tương lai hoặc có thể mô tả như là thu nhập dài hạn bình quân dự tính). Khái niệm thu nhập thường xuyên trở thành một giải thuyết quan trọng của M. Friedman trong khi nghiên cứu về hàm tiêu dùng (A Theory of The Consumption Function). Theo đó, tiêu dùng của cá nhân phụ thuộc vào thu nhập dài hạn kỳ vọng chứ không phải là thu nhập hiện thời.

Khi sử dụng khái niệm thu nhập thường xuyên ở đây như là một đại lượng đo lường của cải của các chủ thể và như một nhân tố quyết định đối với số cầu tiền, hàm ý của Friedman là: vì thu nhập dài hạn ổn định, không phụ thuộc vào chu kỳ kinh doanh nên cầu tiền không dao động theo dao động của chu kỳ kinh doanh.

(iii)  $r_m$ : lợi tức dự tính (kỳ vọng) về tiền. Lợi tức này chịu ảnh hưởng bởi 2 nhân tố:

- Các lợi ích nhận được từ tiền gửi thanh toán bao gồm các dịch vụ được cung ứng bởi các trung gian thanh toán, và

- Tiền lãi nhận được từ các dạng tài khoản tiền gửi thanh toán, nhất là các tài khoản có tính chất hỗn hợp giữa tài khoản tiền gửi thanh toán và tiền gửi tiết kiệm (trong điều kiện hiện nay, các tài khoản này bao gồm: tài khoản NOW, tài khoản ATS, tài khoản Sweep account...)

(iii)  $r_b$ : lợi tức dự tính (kỳ vọng) về trái phiếu

(iv)  $r_e$ : lợi tức dự tính (kỳ vọng) về cổ phiếu thường

(vi)  $\Pi^e$ : Tỷ lệ lạm phát dự tính (kỳ vọng)

Các dấu (+) hoặc (-) ở dưới các số hạng để chỉ hàm cầu tiền tương quan thuận (+) hay tương quan nghịch (-) với số hạng đó.

Như vậy, hàm cầu tiền của M. Friedman có hàm ý: cầu tiền tương quan thuận với mức thu nhập thường xuyên ( $Y_p$ ) và tương quan nghịch với 3 nhân tố:

- Chênh lệch giữa lợi tức dự tính về trái phiếu so với lợi tức dự tính về tiền ( $r_b - r_m$ ). Có nghĩa nếu chênh lệch này  $>0$ , tức lợi tức dự tính của trái phiếu  $>$  lợi ích dự tính của tiền, cầu tiền sẽ giảm.

- Chênh lệch giữa lợi tức dự tính về cổ phiếu so với lợi tức dự tính về tiền ( $r_e -$

$r_m$ ). Có nghĩa nếu chênh lệch này  $>0$ , tức lợi tức dự tính của cổ phiếu  $>$  lợi ích dự tính của tiền, cầu tiền sẽ giảm.

- Chênh lệch giữa tỷ lệ lạm phát dự tính so với lợi tức dự tính về tiền ( $\Pi^e - r_m$ )

Mỗi nhân tố nói trên thể hiện một sự so sánh giữa lợi ích của việc giữ tiền và lợi ích của việc nắm giữ các tài sản thay thế (theo lý thuyết lượng cầu tài sản). Các tài sản thay thế nói ở đây bao gồm: trái phiếu (nhân tố thứ nhất); cổ phiếu (nhân tố thứ 2); hàng hóa (nhân tố thứ 3). Đối với hàng hóa, phân tích của M. Friedman dựa trên giả định: lợi tức của hàng hóa trong điều kiện không có lạm phát là bằng 0, nhưng ảnh hưởng của lạm phát sẽ làm cho hàng hóa tăng giá. Do đó, trong điều kiện tỷ lệ lạm phát lớn hơn lợi ích của việc giữ tiền, người ta sẽ chọn tài sản thay thế là hàng hóa để đầu cơ thay vì giữ tiền. Chẳng hạn, nếu tỷ lệ lạm phát là 12%/năm và lãi suất tiền gửi thanh toán là 4%/năm thì lợi ích tương đối của việc nắm giữ hàng hoá so với tiền là  $12\% - 4\% = 8\%$ . Trong trường hợp này, cầu tiền sẽ giảm.

### 3. Bổ sung các yếu tố chi phí giao dịch, khả năng sinh lời của tài sản thực và mức bù rủi ro vào hàm cầu tiền của Friedman

Mặc dù như trên đã nói, Friedman cho rằng cầu tiền chịu ảnh hưởng bởi cùng các nhân tố như cầu của các tài sản khác và đã ứng dụng lý thuyết lượng cầu tài sản để xây dựng hàm cầu tiền. Nhưng, rõ ràng, vì những lý do khác nhau, hàm cầu tiền của Friedman chỉ chú ý đến 2 giả thuyết đầu của lý thuyết lượng cầu (tương quan thuận với của cải biểu hiện bởi biến  $Y_p$ ; tương quan nghịch với lợi tức tương đối của các tài sản thay thế biểu hiện bởi các biến  $(r_b - r_m)$ ;  $(r_e - r_m)$ ;  $(\Pi^e - r_m)$ ). Trong khi đó, 2 giả thuyết sau của lý thuyết lượng cầu về rủi ro của việc nắm giữ tiền so với nắm giữ tài sản thay thế (giả thuyết thứ 3) và về khả năng thanh khoản của tiền so với các tài sản thay thế (giả thuyết thứ 4) đã không được tính đến trong hàm cầu tiền của Friedman.

Mặt khác, thực tiễn kinh tế đã cho thấy, giả định về lợi tức dự tính của các tài sản thực (real assets) = 0 là một giả định không tuyệt đối đúng. Có rất nhiều tài sản thực, chẳng hạn bất động sản, vàng, đồ cổ, tác phẩm nghệ thuật...có khả năng sinh lời, thậm chí sinh lời cao. Nắm giữ các tài sản thực không chỉ vì lý do lạm phát mà còn vì lý do đầu cơ. Đó là một thực tiễn không thể bác bỏ.

Nếu vẫn giữ nguyên cách tiếp cận của Friedman, thì có thể xem hàm cầu tiền của Friedman là một gợi ý rất tốt cho việc xây dựng hàm cầu phản ánh đầy đủ 3 yếu tố đã nói ở trên.

Giữ nguyên các ký hiệu như trên đồng thời lưu ý thêm một số khía cạnh sau:

(a) **Chi phí giao dịch** (ký hiệu là  $c_e$ )

Chi phí giao dịch là chi phí nhằm chuyển đổi tiền thành các tài sản có mức sinh lời dự tính cao hơn tiền và ngược lại chuyển đổi từ các tài sản đó thành tiền chưa được tính đến trong mô hình hàm cầu của M. Friedman. Đây chính là yếu tố biểu hiện giả thuyết thứ 4 (theo lý thuyết lượng cầu tài sản nói ở trên)

Trên thực tế, nhiều tài sản đặc biệt là tài sản tài chính vừa có tính lỏng cao vừa

có khả năng sinh lợi cao hơn tiền. Tuy nhiên, có một trở ngại rất căn bản đã khiến cho các chủ thể thay vì tăng tỷ trọng đầu tư vào các tài sản sinh lời đã làm ngược lại, tức tăng tỷ trọng nắm giữ tiền để phục vụ giao dịch. Lý do là tồn tại các chi phí giao dịch cho việc mua, bán các tài sản sinh lời phi tiền tệ. Các chi phí giao dịch phụ thuộc vào sự phát triển của thị trường, vào quy mô của giao dịch... Khi chi phí giao dịch lớn hơn lợi tức kỳ vọng của tài sản phi tiền, người ta sẽ quyết định giữ tiền. Tóm lại, nhu cầu tiền cho giao dịch tương quan thuận với chi phí giao dịch để chuyển tiền thành tài sản phi tiền tệ và ngược lại. Cũng có nghĩa, cầu tiền tương quan nghịch với hiệu số giữa lợi tức kỳ vọng của các tài sản thay thế với chi phí giao dịch. Bổ sung yếu tố chi phí giao dịch này vào hàm cầu tiền của M. Friedman, cầu tiền sẽ tương quan nghịch với hiệu số: [lợi tức của tài sản thay thế tiền - lợi tức của tiền ( $r_m$ ) - chi phí giao dịch ( $c_e$ )] (\*)

(b) **Khả năng sinh lời của tài sản thực ( $r_a$ )**

Các tài sản thay thế hiện nay rất đa dạng. Có thể xem trái phiếu là đại diện cho các công cụ (tài chính) nợ (bao gồm cả tiền gửi tiết kiệm, tiền gửi có kỳ hạn, chứng chỉ tiền gửi, thương phiếu...); cổ phiếu đại diện cho các khoản góp vốn dưới các hình thức đa dạng. Tuy nhiên, còn khá nhiều tài sản thay thế khác (tài sản thực) có khả năng sinh lời  $> 0$  ngay cả trong điều kiện không có lạm phát. Do đó, lợi tức dự tính của việc nắm giữ các tài sản này sẽ là tổng của tỷ lệ lạm phát và tỷ lệ sinh lời dự tính của các tài sản thay thế là tài sản thực (*ký hiệu là  $r_a$* ). Bổ sung yếu tố này vào hàm cầu tiền của M. Friedman, lợi tức dự tính của việc nắm giữ tài sản thực bây giờ sẽ là  $r_a + \pi^e$ . Mặt khác, vì cũng là một tài sản thay thế nên áp dụng biểu thức (\*) vào trường hợp các tài sản thực ta có: cầu tiền tương quan nghịch với  $(r_a + \pi^e - r_m - c_e)$

(c) **Mức bù rủi ro (ký hiệu là  $p_r$ )**

Giả thuyết thứ 3 trong lý thuyết lượng cầu tài sản là: lượng cầu của một tài sản tương quan nghịch (negatively) với rủi ro về khả năng sinh lời của nó (risk of its return) so với tài sản thay thế. Việc nắm giữ các tài sản thay thế sẽ đặt các chủ thể trước nguy cơ gánh chịu các rủi ro cho dù đó là cổ phiếu hay trái phiếu hay tài sản thực (lưu ý là ở đây chỉ xét đến các rủi ro về mức sinh lời).

Mặt khác, rủi ro của việc nắm giữ tiền và rủi ro của việc nắm giữ các tài sản thay thế không chịu ảnh hưởng đồng nhất với cùng một nhân tố tác động. Chẳng hạn, lạm phát sẽ là một rủi ro của việc nắm giữ tiền nhưng lại làm cho việc nắm giữ các tài sản thực trở nên có lợi.

Ở một phương diện khác, các nhân tố tác động đến 2 loại rủi ro trên cũng không đồng nhất. Chẳng hạn, suy thoái kinh tế sẽ đặt các tài sản tài chính trước rủi ro gia tăng nhưng ảnh hưởng rất ít đến rủi ro của việc nắm giữ tiền. Hoặc biến động của thị trường chứng khoán, thị trường bất động sản sẽ ảnh hưởng ít đến rủi ro của việc nắm giữ tiền nhưng rõ ràng ảnh hưởng rất lớn đến rủi ro của việc nắm giữ chứng khoán và bất động sản...

Các lý thuyết quản trị rủi ro hiện đại đã xem rủi ro như là một chi phí. Vì vậy, các cân nhắc khi lấy quyết định về việc nắm giữ tài sản bây giờ sẽ được định lượng như là mức

phí bù rủi ro (risk premium). Một cách đơn giản, có thể định nghĩa mức phí bù rủi ro như là tỷ suất sinh lợi vượt trội của một tài sản so với tỷ suất sinh lợi của một tài sản cùng loại phi rủi ro. Hàm ý ở đây là, tỷ suất sinh lợi của các tài sản thay thế không phải là tỷ suất sinh lợi thực tế mà phải là một tỷ suất sinh lợi đã được điều chỉnh loại trừ phần bù rủi ro.

Do đó, ông hợp các lập luận trên, nếu gọi  $p_{rb}$  là phần bù rủi ro của các trái phiếu,  $p_{re}$  là phần bù rủi ro của các cổ phiếu,  $p_{ra}$  là phần bù rủi ro của các tài sản thực thì: lợi tức dự tính của việc nắm giữ trái phiếu so với nắm giữ tiền bây giờ sẽ là  $(r_b - r_m - c_e - p_{rb})$ ; của việc nắm giữ cổ phiếu so với nắm giữ tiền là  $(r_e - r_m - c_e - p_{re})$ ; của việc nắm giữ tài sản thực so với nắm giữ tiền là  $(r_a + \Pi^e - r_m - c_e - p_{ra})$

Tổng quát, ta có thể xây dựng mô hình hàm cầu tiền với các biến mới là  $c_e$ ;  $r_a$ ; và  $p_r$  như sau:

$$\frac{M^d}{P} = f(Y_p, r_b - r_m - c_e - p_{rb}, r_e - r_m - c_e - p_{re}, r_a + \Pi^e - r_m - c_e - p_{ra})$$

Trong đó:

- $c_e$ : chi phí chuyển đổi từ tiền sang các tài sản thay thế và ngược lại
- $r_a$ : Tỷ lệ sinh lợi dự tính của các tài sản thay thế là tài sản thực (real assets)
- $p_{rb}$ ,  $p_{re}$ ,  $p_{ra}$ : đã nói ở trên

Hàm cầu tiền sẽ tương quan thuận với  $Y_b$  và tương quan nghịch với:

- $r_b - r_m - c_e - p_{rb}$
- $r_e - r_m - c_e - p_{re}$
- $r_a - \Pi^e - r_m - p_{ra}$

#### 4. Kết luận

Hàm cầu tiền nói trên được xây dựng xuất phát từ các giả thuyết cơ bản của lý thuyết lượng cầu tài sản - là cách tiếp cận mà M. Friedman đã sử dụng để đề xuất hàm cầu tiền của mình - và phát triển cách tiếp cận của M. Friedman trong bối cảnh mới.

Các nghiên cứu theo hướng này nhằm phát triển các lý thuyết về tiền tệ. Về mặt thực tiễn, nó giúp soi sáng các vấn đề về chính sách tiền tệ, nhất là trong bối cảnh lạm phát tiền tệ gia tăng.

Thực chất, hàm cầu này không biểu hiện một quan hệ định lượng giữa cầu tiền tệ và các biến mà chỉ mô tả một tương quan định tính theo chiều hướng thuận hoặc nghịch tức cùng chiều hoặc ngược chiều giữa hàm cầu tiền và các biến. Hơn nữa, đây cũng không phải là các tương quan tuyến tính, tức không phải tương quan tỷ lệ.

Các nghiên cứu tiếp tục theo hướng tiếp cận này vẫn còn để ngỏ. Có thể là các nghiên cứu tiếp tục theo hướng định tính hoặc là phát triển các nghiên cứu định lượng về tương quan giữa các biến với hàm cầu tiền.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Allan H. Meltzer, *Monetarism*, Liberty Fund, Inc (2002).

- (<http://www.econlib.org/LIBRARY/Enc/Monetarism.html>).
- [2] Anthony Sauders & M. M.Cornett, *Financial institutions management- A risk management approach*, Mc Graw-Hill, 2003.
- [3] Edward Nelson, *Direct effects of base money on aggregate demand: theory and evidence*, Journal of Monetary Economics, Vol. 49, 2002.
- [4] Lawrence S. Ritter, *Principles of money, banking and financial markets*, Basic Books, 2000.
- [5] Milton Friedman, “The Quantity Theory of Money: A Restatement” in Milton Friedman, editor, *Studies in Quantity Theory*, University of Chicago Press, 1956.
- [6] M.S. Mishkin, *Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Addison Wesley , 7<sup>th</sup> ed., 2004.
- [7] [en.wikipedia.org/wiki/Milton\\_Friedman](http://en.wikipedia.org/wiki/Milton_Friedman).
- [8] <http://www.econlib.org/LIBRARY/Enc/bios/Friedman.html>.
- [9] Lâm Chí Dũng (2007), *Bài giảng Lý thuyết tài chính – tiền tệ, chương 5, 2007*.
- [10] Nguyễn Đức Thành, *Tưởng nhớ Milton Friedman*, Thời báo Kinh tế Việt Nam, số ra ngày 25/11/2006.
- [11] Trương Trí Vĩnh và Toà soạn Thời đại mới, *Milton Friedman là ai?* Tạp chí thời đại mới số 10 tháng 03/2007 dịch từ nguyên tác “Who was Milton Friedman”, *New York Review of Books*, Bộ 54, Số 2, 15 tháng 2, 2007 của tác giả Paul Krugman, 2007.