

## Đổi mới tài chính

# SỰ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG MORTGAGE TẠI HOA KỲ TRONG THỜI GIAN QUA

Ths. VÕ VĂN LAI

*Đại học Tôn Đức Thắng*

**Tóm tắt:** Trong những thập kỷ gần đây, đổi mới tài chính diễn ra mạnh mẽ trên thị trường tài chính thế giới. Từ những công cụ cơ bản (trái phiếu, cổ phiếu), những thập kỷ gần đây chứng kiến sự phát triển nhanh chóng của các công cụ phái sinh (derivatives). Cùng chung xu hướng đó, thị trường mortgage cũng có những bước phát triển như vũ bão. Vào đầu thập niên 1980, các công cụ mortgage thường chỉ là các chứng khoán có lãi suất cố định. Đến đầu những năm 1990, những công cụ mới như chứng khoán được bảo đảm bằng mortgage và các công cụ mortgage phái sinh hình thành và phát triển mạnh mẽ, góp phần làm cho thị trường mortgage trở thành thị trường nợ lớn nhất thế giới, với tổng giá trị khoảng 46.150 tỷ USD năm 2005. Ngay như ở Việt Nam, trong thời gian tới (quý IV/2007), việc phát hành cổ phiếu để thu hút khoảng 8.000<sup>1</sup> tỷ đồng cho khu đô thị mới Thủ Thiêm đang được xúc tiến. Vì vậy, việc nghiên cứu sự phát triển của thị trường này trên thế giới là yếu tố quan trọng nhằm xây dựng và phát triển thị trường tài chính Việt Nam, đặc biệt là trong tiến

## SỰ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG MORTGAGE

Mortgage (khoản vay được đảm bảo bằng bất động sản) là một khoản vay được bảo đảm bằng một giá trị bất động sản cụ thể<sup>2</sup>, theo đó người vay cam kết thực hiện các đợt thanh toán theo lịch được xác định trước. Mortgage cho phép người cho vay (mortgagee) có quyền xiết nợ khoản cho vay này nếu người đi vay (mortgagor) không thanh toán. Điều này có nghĩa là nếu người đi vay không thực hiện các thanh toán theo hợp đồng đã ký kết thì người cho vay có quyền phong tỏa tài sản để đảm bảo cho khoản vay được thanh toán đầy đủ.

Tài sản bất động sản được thế chấp có thể chia thành hai nhóm: tài sản nhà ở và tài sản phi nhà ở. Tài sản nhà ở bao gồm nhà cửa, căn hộ, khu tập thể, chung cư. Ở Hoa Kỳ, nhóm tài sản nhà ở còn chia thành hai phần nhỏ là nhóm cấu trúc gia đình đơn lẻ (từ 1 đến 4 gia đình) và nhóm cấu trúc đa gia đình (chẳng hạn như các chung cư được xây dựng cho hơn 4 gia đình chung sống. Tài sản phi nhà ở bao gồm tài sản

thương mại (tòa nhà thương mại, trung tâm mua sắm, khách sạn, các cơ sở chăm sóc sức khỏe, cao ốc văn phòng, cơ sở sản xuất,...) và tài sản nông trại.

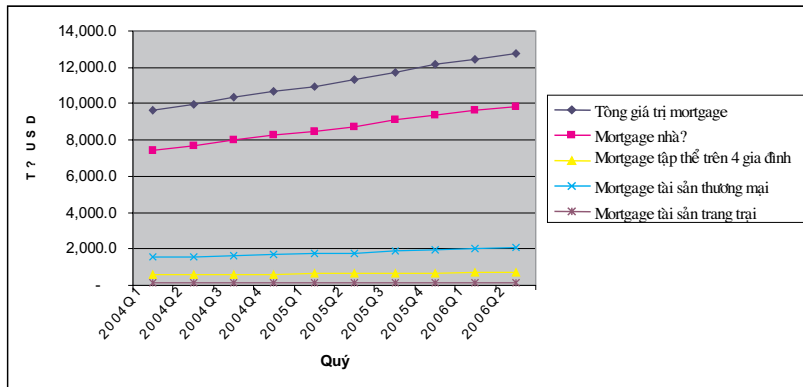
Mortgage có thể chia thành hai loại khoản vay: khoản vay theo quy ước (conventional loan) và khoản vay phi quy ước (non-conventional loan). Khoản vay theo quy ước là những khoản vay mà người đi vay nhận được từ người cho vay dựa trên mức độ tín nhiệm của người đi vay và các tài sản bảo đảm khác mà không cần bất cứ một sự đảm bảo từ các cơ quan của Chính phủ. Ngược lại với khoản vay theo quy ước, khoản vay phi quy ước đòi hỏi có sự bảo đảm thanh toán từ chính phủ, nghĩa là người cho vay yêu cầu việc bảo hiểm khoản vay để đảm bảo rằng người đi vay thực hiện nghĩa vụ. Hiện nay, ở Hoa Kỳ có ba cơ quan bảo hiểm chính được đảm bảo bởi chính phủ là Cơ quan quản trị nhà ở liên bang (Federal Housing Administration - FHA), Cơ quan quản lý cựu chiến binh (Veterans Administration - VA), và Liên đoàn các chủ trang trại (Federal Farmers Administration

– FmHA)<sup>3</sup>.

Sự phát triển của thị trường mortgage bắt đầu bằng việc người mua nhà - người đi vay - đi vay các khoản tiền từ người cho vay (mortgagor). Tại hầu hết các nước phương Tây, việc sở hữu nhà ở là một trong những vấn đề quan trọng nhất của đời người. Việc mua nhà đòi hỏi những khoản tài chính lớn mà thông thường người mua nhà phải đi vay từ các tổ chức tài chính. Và để cấp một khoản vay (mortgage), người cho vay thường căn cứ vào bốn yếu tố cơ bản: thu nhập của người đi vay, mức độ tín nhiệm của người đi vay, giá trị ngôi nhà, và mức thanh toán hàng tháng cho khoản nợ.

Như các thị trường tài chính khác, thị trường mortgage cũng được chia thành thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. Thị trường sơ cấp mortgage cung cấp các khoản vay thực cho người đi vay, còn thị trường thứ cấp cung cấp thanh khoản cho thị trường sơ cấp bằng việc mua bán các gói nợ của người cho vay. Thị trường mortgage ngày nay là một bộ phận của thị trường nợ, và là một trong những thị trường lớn nhất

**Biểu đồ 1: Giá trị mortgage trên thị trường Mỹ**



Nguồn: Federal Reserve (2006), Seasonally adjusted total mortgage

thế giới. Tính riêng ở Hoa Kỳ, giá trị thị trường mortgage năm 2004 là 40.626 tỷ USD và năm 2005 là 46.150 tỷ USD, và hai quý đầu năm 2006 là 25.204 tỷ USD<sup>4</sup>. Tốc độ tăng trưởng của thị trường này những năm gần đây vào khoảng 14% (xem Biểu đồ 1).

Cùng với sự gia tăng về quy mô, những công cụ tài chính mortgage mới cũng được phát triển. Từ khi ra đời (đầu những năm 1970) đến thập niên 1980, công cụ của thị trường mortgage chủ yếu là công cụ có lãi suất cố định. Đổi mới tài chính diễn ra nhanh chóng vào cuối những năm 1980, đánh dấu sự ra đời của các chứng khoán mới, gọi là các chứng khoán được bảo đảm bằng khoản mortgage (Mortgage-backed securities – MBS). MBS được chia thành nợ có thể chấp được bảo đảm bằng mortgage (Collateralized mortgage obligation – CMO) và các chứng khoán được đảm bảo bằng mortgage có thể chia nhỏ (Stripped mortgage-backed securities).

Thị trường mortgage cũng liên quan mật thiết đến các thị trường tài chính khác, và cũng chịu sự tác động của các yếu tố vĩ mô và vi mô như các thị trường này. Khi nền kinh tế tăng trưởng, thị trường chứng khoán khởi sắc, và thị trường mortgage cũng phát

triển, và ngược lại. Chẳng hạn, ở Hoa Kỳ, trong những tháng vừa qua, thị trường chứng khoán chao đảo và giảm đáng kể, và thị trường mortgage cũng tương tự.

### CHỦ THỂ THAM GIA THỊ TRƯỜNG MORTGAGE

Có rất nhiều chủ thể tham gia trên thị trường mortgage, từ các ngân hàng, các công ty cho đến các nhà đầu tư, các hộ gia đình,... Những chủ thể này có thể chia thành bốn nhóm sau: người phát hành mortgage, nhà dịch vụ mortgage, nhà bảo hiểm mortgage, và nhà đầu tư mortgage.

#### 1. Nhà phát hành mortgage

Nhà phát hành mortgage (mortgage originators) là người cho vay đầu tiên khoản vay mortgage. Những nhà phát hành mortgage chủ yếu bao gồm các ngân hàng thương mại, ngân hàng đầu tư, các công ty tài chính, các công ty bảo hiểm và các quỹ hưu bổng. Tại Hoa Kỳ, khoảng 90%<sup>5</sup> giá trị thị trường mortgage nhà ở là do các ngân hàng thương mại, công ty tài chính và công ty kinh doanh bất động sản phát hành. Những công ty này thu lợi nhuận bằng hai cách. Cách thứ nhất là họ có thể thu phí phát hành. Mức phí được tính trên cơ sở điểm, mỗi điểm đại diện cho 1% giá trị khoản

vay. Chẳng hạn, mức phí 3 điểm trên giá trị khoản vay 1 triệu đô là  $3\% \times 1.000.000 = 30.000$  USD. Cách thứ hai là họ có thể bán với giá cao hơn mức chi phí ban đầu của khoản vay.

#### 2. Nhà dịch vụ mortgage (mortgage servicers)

Nhà dịch vụ mortgage chủ yếu thu tiền thanh toán hàng tháng và các khoản nợ quá hạn của những người đi vay, báo cáo cân đối đối với các khoản nợ gốc, quản lý vấn đề thuế đối với tài sản bất động sản và thu các khoản bảo hiểm, các khoản trả trước cho người phát hành. Ngoài ra, họ còn đại diện cho người phát hành để giải quyết các vấn đề pháp lý khi người đi vay không có khả năng trả nợ.

Nhà dịch vụ thường là các ngân hàng, các công ty tài chính. Thu nhập của họ từ nhiều nguồn khác nhau. Nguồn thu quan trọng là phí dịch vụ. Phí này hiện nay ở Hoa Kỳ là khoảng từ 0.15% đến 0.40% trên tổng nợ gốc. Ngoài ra, các khoản thu nhập trên việc trả nợ chậm, hay các khoản thanh toán chậm của người đi vay cũng là một khoản thu quan trọng của họ.

#### 3. Người bảo hiểm (mortgage insurers)

Người bảo hiểm mortgage là người bảo vệ cho những nhà phát hành trong trường hợp người đi vay không có khả năng trả nợ. Hiện tại ở Hoa Kỳ có ba loại bảo hiểm mortgage: bảo hiểm do các cơ quan chính phủ cung cấp cho các khoản vay phi quy ước, bảo hiểm tư nhân thông thường, và bảo hiểm do người cho vay trả.

Các cơ quan liên bang cung cấp bảo hiểm chủ yếu ở Hoa Kỳ là FHA Insurance, VA guarantee và FmHA guarantee. Các dịch vụ bảo hiểm mortgage tư nhân được cung cấp chủ yếu bởi Công ty bảo hiểm mortgage (Mortgage

Guaranty Insurance Company, công ty bảo hiểm PMI (PMI mortgage insurance company), và Công ty Bảo hiểm Radian (Radian Guaranty Inc.). Năm 1999, mức độ tín nhiệm của tám công ty tư nhân do Standard & Poor's xếp từ AA đến AAA. Những công ty này thường cung cấp dịch vụ bảo hiểm tín dụng cho các khoản vay về nhà ở.

Theo thống kê ở Hoa Kỳ, rủi ro không trả các khoản nợ mortgage thường xảy ra khi tỷ lệ mức tiền vay trên giá trị mortgage (loan-to-value - LTV) vượt quá 80%. Bởi vì lý do đó, những nhà phát hành mortgage thường yêu cầu phải bảo hiểm cho các khoản vay khi tỷ lệ này trên 80%. Các công ty bảo hiểm tư nhân thường bảo hiểm cho các khoản mortgage có LTV khoảng 90% đến 95%. Mức độ bảo hiểm cho khoản vay có 90% LTV của các công ty tư nhân khoảng 25%, và cho khoản vay 95% LTV khoảng 25% - 30%<sup>6</sup>.

#### 4. Nhà đầu tư chứng khoán mortgage

Nhà đầu tư chứng khoán mortgage là những cá nhân, gia đình, các định chế tài chính, và các nhà đầu tư chuyên nghiệp khác. Ở Hoa Kỳ, hộ gia đình thường là người vay mortgage chính trên thị trường.

#### ĐỊNH GIÁ MORTGAGE

Thông thường, muốn định giá mortgage, người ta thường quan tâm đến các vấn đề sau: thời hạn của mortgage, giá trị mortgage, tiền lãi hàng tháng, tiền thanh toán hàng tháng, mức thanh toán trước, cung và cầu của thị trường. Tuy vậy, trên thực tế, việc định giá trị mortgage rất khó khăn, đặc biệt là các chứng khoán bảo đảm bằng mortgage (MBS, CBO) và mortgage phái sinh.

Việc tính toán các yếu tố này phụ thuộc vào từng loại mortgage.

Chẳng hạn, đối với mortgage có lãi suất cố định, việc tính toán rất đơn giản. Tuy nhiên, đối với các chứng khoán bảo đảm bằng mortgage, việc tính toán cụ thể hầu như không chính xác và không khả thi. Vì thế, người ta thường sử dụng những cơ sở giả định để tính toán. Việc tính toán này sẽ được phân tích ở phần đổi mới tài chính mortgage.

### NHỮNG RỦI RO CHÍNH LIÊN QUAN ĐẾN VIỆC ĐẦU TƯ MORTGAGE

#### 1. Rủi ro tín dụng

Rủi ro tín dụng là những rủi ro liên quan đến việc người đi vay không trả được khoản nợ. Tuy nhiên, những nhà đầu tư vào chứng khoán được bảo đảm

bởi những khoản vay mortgage có thể không cần quan tâm đến rủi ro tín dụng liên quan đến người đi vay. Chẳng hạn, khi một chứng khoán được đảm bảo bởi Hiệp hội Mortgage quốc gia (Government National Mortgage Association – Ginnie Mae) sẽ được bảo đảm thanh toán toàn bộ bởi chính phủ Hoa Kỳ. Vì vậy, rủi ro tín dụng của người đi vay khoản vay mortgage này không ảnh hưởng đến nhà đầu tư. Cùng với các chứng khoán do Ginnie Mae bảo lãnh, các nhà đầu tư cũng không cần quan tâm đến rủi ro tín dụng của người đi vay khi đầu tư vào các chứng khoán được bảo đảm bởi Hiệp hội Mortgage liên bang (Federal National Mortgage Association – Fannie



*Các nhà đầu tư Mỹ đang theo dõi rủi ro về công cụ tài chính*

Mae), và Công ty Mortgage nhà ở liên bang (Federal Home Loan Mortgage – Freddie Mae).

Tuy nhiên, không phải mọi chứng khoán đều được bảo lãnh bởi Ginnie Mae, Fannie Mae, hay Freddie Mae. Do đó, nhà đầu tư cũng có thể gặp rủi ro tín dụng của người đi vay. Tuy nhiên, việc nghiên cứu rủi ro trong việc mất khả năng thanh toán của người đi vay thường đòi hỏi rất nhiều công sức. Các công trình nghiên cứu thực nghiệm về việc mất khả năng thanh toán của người đi vay được thực hiện bởi các cơ quan chính phủ, các công ty tư nhân và các nhà đầu tư. Một bản thống kê số lớn trên hàng triệu dữ liệu ở Hoa Kỳ chỉ ra rằng, cứ khoảng 1.000 mortgage được phát hành mới thì có ít nhất là 10 trường hợp mất khả năng thanh toán. Tuy nhiên, vì có khá nhiều tiêu chuẩn khác nhau được tiến hành bởi các tổ chức khác nhau, và cũng bởi vì sự đa dạng của thị trường mortgage nên kết quả không thể áp dụng cho tất cả các trường hợp đối với các chứng khoán không được ba tổ chức trên bảo lãnh<sup>7</sup>. Do đó, việc xếp hạng tín dụng đối với các mortgage là cần thiết. Và đây là sân chơi cho ba tổ chức: Standard & Poor, Moody's, và Fitch.

Vì tính đa dạng của thị trường mortgage nên các công ty xếp hạng tín dụng thường thiết lập các tiêu chuẩn để đánh giá rủi ro tín dụng. Các tiêu chuẩn thông thường là xem xét tỷ lệ LTV, yếu tố mùa vụ, những điều kiện về mortgage, loại mortgage, dạng mortgage được trao đổi, các hồ sơ chứng từ, giá trị mortgage, và mức độ tín nhiệm của người đi vay. Việc đánh giá tín dụng là công việc phức tạp, đòi hỏi các công ty xếp hạng phải tập hợp rất nhiều tài liệu đồng thời phải sử dụng các công cụ hiện

đại về thống kê và tính toán. Tùy theo sự đánh giá của từng công ty, tùy theo việc sử dụng các phương pháp, kết quả tín dụng có thể khác nhau.

## 2. Rủi ro thanh khoản

Rủi ro thanh khoản là những rủi ro liên quan đến mức độ thanh khoản của chứng khoán được mua bán trên thị trường, phản ánh sự chênh lệch giữa giá mua và giá bán của chứng khoán. Độ chênh lệch càng nhỏ thì rủi ro thanh khoản càng thấp. Về mặt lý thuyết, một chứng khoán hoàn toàn thanh khoản khi giá của nó không ảnh hưởng bởi sự thay đổi của thị trường.

Đối với các chứng khoán mortgage, cho dù thị trường thứ cấp của nó rất năng động, và số lượng mua bán rất lớn, nhưng sự chênh lệch giữa giá mua và giá bán của nó rất lớn so với các công cụ nợ khác. Chẳng hạn, đối với chứng khoán mortgage thông thường 30 năm, có coupon 6% đến 7%, thì mức độ chênh lệch khoảng 1/32 điểm. Mức chênh lệch này phụ thuộc vào từng loại mortgage. Một số loại mortgage có mức chênh lệch là 2/32 điểm.

## 3. Rủi ro lãi suất

Như những công cụ nợ khác, giá chứng khoán phụ thuộc vào lãi suất. Khi lãi suất tăng, giá chứng khoán giảm và ngược lại. Tuy nhiên, đối với chứng khoán mortgage, mức độ tương tác giữa lãi suất và giá cả chứng khoán phức tạp hơn nhiều. Đó là do chứng khoán mortgage bị ảnh hưởng bởi những yếu tố quyết định khác, như mức độ trả trước của các khoản vay, mức độ thanh toán khoản nợ gốc.

## 4. Rủi ro liên quan đến các khoản trả trước

Các khoản trả trước là các khoản thanh toán vượt quá mức thanh toán khoản nợ gốc theo

quy định. Các khoản trả trước xuất hiện do nhiều nguyên nhân. Thứ nhất, khi bán nhà, chủ nhà thanh toán trước hoàn toàn số nợ mua nhà. Thứ hai, theo nguyên tắc của thị trường mortgage, người đi vay mortgage có quyền trả trước một phần hay toàn bộ giá trị khoản vay. Thứ ba, khi người đi vay không đủ khả năng trả nợ, thường là không thể trả lãi trong ba tháng liên tiếp, thì sẽ bị phong tỏa tài sản. Khi đó, tài sản được bán để trừ nợ cho phần còn lại của khoản vay. Nguyên nhân cuối cùng là việc những tài sản này bị thiên tai, hỏa hoạn. Khi đó, bảo hiểm sẽ thanh toán cho khoản nợ này, và nó cũng được xem như là khoản trả trước.

Trừ trường hợp người vay bán nhà với nhiều lý do như việc di chuyển chỗ ở, thay đổi công ăn việc làm, phá sản hay khi tài sản bị thiên tai hỏa hoạn, thay đổi về lãi suất tác động rất lớn đến hoạt động trả trước. Khi lãi suất thay đổi, giá trị chứng khoán mortgage thay đổi, nhưng không tương ứng với sự thay đổi trong lãi suất. Điều này là do người đi vay mortgage có quyền được thanh toán trước khoản nợ vào bất kỳ lúc nào. Chẳng hạn, khi lãi suất giảm từ 10% xuống 8%, người đi vay có xu hướng trả bớt nợ. Khi lãi suất tăng lên 12%, người đi vay không muốn tái tài trợ hay thanh toán nợ ở mức lãi suất này. Kết quả là sự thay đổi về giá trị của mortgage không tương ứng với sự thay đổi của lãi suất. Đây là vấn đề quan trọng trong việc xác định giá trị của mortgage.

## ĐỔI MỚI THỊ TRƯỜNG MORTGAGE

(Tiếp theo kỳ sau)