

# CHỨNG KHOÁN HÓA CÁC KHOẢN CHO VAY THẾ CHẤP

CHÂU ĐÌNH LINH

*Bài viết này sẽ thảo luận về quy trình hoạt động của chứng khoán trên các khoản vay thế chấp nhà, qua đó thể hiện được vai trò, lợi ích của chứng khoán hóa trong cho vay thế chấp và tạo dựng hàng hóa trên thị trường chứng khoán (JJCK). Chứng khoán hóa bao gồm MBSs (mortgage-backed securities), CDOs (collateralized debt obligations), SIVs (structured investment vehicles).*

## 1. Lược sử quá trình hình thành nghiệp vụ chứng khoán hóa

Sau những năm 1930, cơn đại suy thoái tại Mỹ đang có những dấu hiệu chững lại bởi những chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ (CSTT) và những đạo luật hiệu quả, quyết liệt. Chu kỳ kinh tế đang ở xu hướng vực dậy nhưng tính chất bấp bênh vẫn còn hiện hữu tại nhiều thị trường, đơn cử tại thị trường vay mua nhà thế chấp được cung cấp bởi nhiều ngân hàng và định chế tài chính lại trở nên ảm đạm do sự biến động mạnh của rủi ro. Vì thế họ nỗ lực hạn chế cung cấp sản phẩm cho vay này và loại trừ chúng ra khỏi Bảng cân đối kế toán (BCĐKT) (loại trừ ra khỏi BCĐKT chủ yếu bằng dự phòng rủi ro tín dụng).

Để hạn chế sự suy giảm, năm 1934, Hạ viện Mỹ thông qua quyết định thành lập Federal Housing Administration (FHA), một cơ quan trực thuộc chính phủ chuyên cung cấp những sản phẩm bảo hiểm liên quan đến hoạt động cho vay thế chấp nhà tại Mỹ. Cơ quan này sẽ giải quyết hai mục tiêu lớn, một là thúc đẩy hoạt động cho vay nhà thế chấp giải quyết nhu cầu nhà ở, hai là bảo vệ cá nhân mua nhà trước rủi ro vỡ

nợ. Năm 1938, Hạ viện Mỹ tiếp tục cho phép thành lập một cơ quan trực thuộc chính phủ khác là the Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), chuyên đảm nhận hoạt động trên thị trường cho vay thế chấp thứ cấp (secondary market for home mortgage) bằng việc mua lại những khoản vay thế chấp nhà có sự đảm bảo từ FHA của các chủ thể vay vốn. Năm 1968, Hạ viện Mỹ quyết định phân chia Fannie Mae, thành một cơ quan trực thuộc mới là the Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) và chuyển đổi Fannie Mae thành doanh nghiệp nhà nước hoạt động vì mục tiêu lợi nhuận. Đồng thời, nhằm hạn chế tính độc quyền trong kinh doanh của Fannie Mae, the Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) được thành lập vào năm 1970.

Trong suốt năm 1970, một lượng cầu gia tăng của các khoản vay thế chấp nhà đã làm thị trường bất động sản lần thị trường tiền tệ trở nên sôi động và sốt nóng, tất cả bắt nguồn từ những chính sách “phóng túng” của chính phủ Mỹ trong chuỗi nỗ lực phục hồi kinh tế và sự lo lắng thái quá của nhà đầu tư về nguồn quỹ dự trữ để tài trợ cho các khoản vay

này. Sức dồn ép từ sức cầu lẫn nguồn quỹ tài trợ là nguyên nhân trực tiếp để quá trình chứng khoán hóa được hình thành và mở ra một kỷ nguyên hòa nhập của thị trường cho vay thế chấp Mỹ với thị trường vốn toàn cầu.

Và năm này, Ginnie Mae đã cung cấp thành công trên thị trường vốn một loại chứng khoán “thông qua” được đảm bảo bằng khoản vay thế chấp (mortgage pass – through securities). Những khoản vay này được bảo hiểm rủi ro suốt kỳ hạn tại FHA và the Veterans Administration (VA), đồng thời chúng cũng được xếp hạng tín nhiệm rất cao, nghĩa vụ trả gốc và lãi theo định kỳ được tuân thủ đầy đủ, nhà đầu tư được đảm bảo nhận vốn gốc và lãi theo kỳ hạn hoạch định thông qua kỳ hạn trả gốc và lãi của những khoản vay thế chấp được xếp hạng tín nhiệm cao.... Tiếp bước Ginnie Mae, năm 1977, Bank of America đã cung cấp ra thị trường loại chứng khoán thông qua (pass-through) tương tự nhưng những khoản vay thế chấp nhà không được bảo hiểm rủi ro bởi FHA và VA, mặc dù chúng được xếp hạng tín nhiệm AAA. Kết quả là sự thất bại, tuy nhiên, sự thông thoáng về chính sách thuế lẫn các luật định và sự hạn



chế cấp phép phát hành chứng khoán sẽ mở ra một kỳ vọng phát triển mới.

Hoạt động chứng khoán hóa chỉ diễn ra ở phân khúc những khoản vay thế chấp nhà có sự bảo hiểm của FHA hoặc VA. Tuy nhiên, sự ra đời của CMOs (collateralized mortgage obligations) đã làm hoạt động chứng khoán hóa trở nên sôi động. CMOs được phát hành bởi Freddie Mac, nó không giống như chứng khoán thông qua được đảm bảo bằng khoản vay thế chấp nhà có sự bảo hiểm rủi ro vỡ nợ của FHA hoặc VA. CMOs được hình thành trên “gói” những món vay thế chấp có nhiều tương đồng và chúng lại được chia nhỏ thành nhiều phần tương ứng với mức xếp hạng tín nhiệm khác nhau. Nên mỗi CMOs sẽ có mỗi mức lãi suất, mức kỳ hạn, bất chấp chúng được hình thành trên cùng những khoản vay thế chấp nhà (những khoản vay không được bảo hiểm rủi ro vỡ nợ từ FHA hoặc VA nhưng các CMOs lại được sự bảo hiểm từ các định chế tài chính khác).

Đến sau năm 1980, chính phủ thực sự bật đèn xanh cho hoạt động chứng khoán hóa bằng nhiều đạo luật và chính sách khi mà số lượng và tính thanh khoản của những chứng khoán ngày càng tăng. Và lợi ích không chỉ dừng lại ở những khoản vay thế chấp nhà mà còn xâm nhập vào nhiều khoản vay và tài sản khác như thế tín dụng, vay kinh doanh, vay tiêu dùng.... Thập niên 90 đã chứng kiến nhiều thành tựu to lớn, bởi quá trình chứng khoán hóa diễn ra tốc độ chóng mặt về giá trị thông qua khả năng phân loại tinh vi (bằng máy tính) của các loại tài sản về độ rủi ro và kỳ hạn.

## 2. Chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp

Một khoản vay thế chấp cách đây ba mươi năm sẽ không có mối liên hệ nào với TTCK. Khoản vay đó chỉ được ngân hàng giải ngân sau khi công tác thẩm định chất lượng tín dụng hoàn thành, lãi suất và vốn gốc sẽ được khách hàng hoàn trả theo sự thỏa thuận với ngân hàng về kỳ hạn, về phương thức trả nợ. Lúc này, ngân hàng lập tức đưa món vay này vào mục tài sản trong BCĐKT và tiến hành theo dõi diễn biến dư nợ. Tuy nhiên, những phát kiến mới trong hệ thống tài chính đã làm cho sự lưu thông tiền tệ trở nên nhanh chóng hơn bao giờ hết, có thể nói một phần nhờ hoạt động chứng khoán hóa các khoản vay. Những tổ chức sở hữu khoản tín dụng trong BCĐKT có thể tiến hành loại bỏ bằng cách bán chúng cho tổ chức thứ ba. Tại Mỹ, tổ chức thứ ba có thể là công ty Ginnie Mae, Fannie Mae, Freddie Mac hoặc một trung gian tài chính được cấp phép hoạt động. Sau khi khoản vay được chuyển giao, tổ chức này lập tức sẽ “đóng gói” và

phát hành thành nhiều MBSs (Mortgage backed – securities) trên thị trường vốn cho các nhà đầu tư (tùy vào tính chất các khoản vay thế chấp mà MBSs sẽ được hiểu tương ứng như pass – through securities for home loan hoặc collateralized mortgage obligations), những “gói” này phải có sự tương đồng về bản chất như cùng chỉ số đánh giá tín nhiệm, cùng kỳ hạn vay, cùng lãi suất.... Đến lượt các nhà đầu tư lại dùng “quyền được chi trả” (payment rights) để đảm bảo cho sự phát hành những chứng khoán khác như CDOs (collateralized debt obligations), SIVs (structured investment vehicles).

Trong quy trình trên, hoạt động lấy quyền được chi trả từ các khoản vay thế chấp nhà phát hành thành chứng khoán bán trên thị trường vốn cho nhiều nhà đầu tư gọi là quá trình chứng khoán hóa. Các chứng khoán này đã làm biến đổi món vay thế chấp thành các mortgage – backed securities. Tại Mỹ, quyền phát hành chứng khoán này thuộc về Ginnie Mae, Fannie Mae, Freddie Mac và các trung



gian tài chính khác như Countrywide Financial, Wells Fargo, Lehman Brothers.... Lợi nhuận trực tiếp của các định chế tài chính phụ thuộc vào độ chênh lệch lãi suất giữa những khoản vay thế chấp với MBSs, điều này được minh họa ở ví dụ sau:

Giả định ngân hàng đã chuyển giao hoàn toàn 1000 khoản vay thế chấp nhà cho Wells Fargo với tổng giá trị là \$100.000, kỳ hạn 20 năm, lãi suất cố định 7.5%. Wells Fargo sẽ dùng quyền chi trả từ các chủ sở hữu nhà để đảm bảo cho sự phát hành 10.000 MBSs, mỗi MBSs có giá trị \$10.000, kỳ hạn 20 năm với lãi suất cố định 7%. Như vậy, khoảng chênh lệch lãi suất sau khi trừ mọi chi phí là đáng kể, đây là nguồn thu nhập chủ yếu của nhiều ngân hàng đầu tư trong các báo cáo lợi nhuận hàng năm.

Tuy nhiên, rủi ro tiềm ẩn không phải là ít khi mà sự biến động kinh tế trở nên thái quá thông qua ba loại rủi ro chính là rủi ro lãi suất, rủi ro trả trước, rủi ro vỡ nợ. Chẳng hạn, xu thế điều chỉnh lãi suất giảm mạnh của ngân hàng trung ương để kích thích tăng trưởng kinh tế sẽ làm món vay thế chấp ở vị thế “đắt” so với chủ sở hữu nhà, do đó trào lưu đảo nợ và trả trước hạn là ưu tiên hàng đầu. Lúc này, các định chế tài chính phát hành MBSs sẽ đối mặt với rủi ro lãi suất, rủi ro kỳ hạn giữa MBSs và khoản vay thế chấp nhà. Nhưng tỷ lệ MBSs trên toàn bộ khoản vay thế chấp nhà tại Mỹ đã lên hơn 50% là minh chứng hùng hồn cho sự phát triển mau chóng của công cụ phái sinh này.

Theo thống kê của Mortgage Finance Publications Inc. năm

2007, MBSs có tỷ lệ trên toàn bộ khoản vay thế chấp nhà tại Mỹ là hơn 50% nhưng trong tỷ lệ này, các loại MBSs lại phân bố không đồng đều. Cụ thể, MBSs được hình thành trên khoản vay thế chấp có sự bảo hiểm vỡ nợ của FHA hoặc VA chỉ chiếm 4% trên tổng MBSs được phát hành năm 2006. Còn Fiddie Mac và Fannie Mae có số lượng MBSs được phát hành là trên 40% (năm 2006), các MBSs này được đảm bảo bằng các khoản vay phụ thuộc điều kiện của người cho vay (comforming loan), khoản vay này tùy thuộc vào chính sách tín dụng của Fiddie Mac, Fannie Mae hoặc các tổ chức tín dụng khác. 56% MBSs còn lại được tạo bởi các khoản vay thế chấp đủ chuẩn (prime loan), dưới chuẩn (sub – prime loan) và “Alt – A “ (“Alt – A” loan) từ những định chế tài chính khác như Wells Fargo, Countrywide Financial....

Sự khác nhau giữa khoản vay chuẩn và dưới chuẩn là ở nguyên tắc chất lượng tín dụng của người đi vay. Đối với khoản vay chuẩn thì chủ thể vay vốn phải được xếp hạng tín nhiệm tốt của hệ thống xếp hạng nội bộ, trong khi khoản vay dưới chuẩn thì mức xếp hạng thấp hơn. Và các khoản vay chuẩn (prime loans) dùng để đảm bảo cho MBSs của những tổ chức tài chính thường có giá trị lớn, dư nợ mỗi khoản vay không giới hạn như khoản vay “phụ thuộc điều kiện người cho vay” (com-forming loans, giới hạn của mỗi khoản vay “phụ thuộc điều kiện người



cho vay” là tối đa \$417.000), do đó rủi ro vỡ nợ có nguy cơ cao khi mà những kịch bản xấu của nền kinh tế tác động trực tiếp đến chủ thể vay vốn. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng tín dụng từ hoạt động cho vay thế chấp nhà ở Mỹ 2008-2009 lại không bắt nguồn từ các khoản vay chuẩn mà lan tỏa từ khoản vay dưới chuẩn và khoản vay “Alt – A”. Bởi trong tổng số MBSs do khu vực tài chính tư nhân phát hành năm 1996 đến 2006 thì MBSs đảm bảo bằng khoản vay dưới chuẩn và khoản vay “Alt – A” tăng từ 47% lên 71%. Những khoản vay “Alt – A” được cung cấp cho các chủ thể vay vốn có mức đánh giá tín nhiệm tốt nhưng chúng không được hiểu như khoản vay chuẩn (prime loans) hoặc khoản vay “phụ thuộc điều kiện người cho vay” (comforming loans), do các chủ thể không được đánh giá cao ở nguồn trả nợ món vay, nghĩa là nguồn thu nhập thấp hoặc không



có nguồn thu nhập ổn định. Do đó, lãi suất của các món vay dưới chuẩn và “Alt – A” luôn cao nhất nên nhiều định chế tài chính mong muốn thu lợi tức nhanh chóng bằng cách gia tăng dư nợ từ món vay sau đó lập tức tiến hành chứng khoán hóa để thụ hưởng khoản chênh lệch lãi suất cộng mức phí hoa hồng. Như vậy, trong quy trình chứng khoán hóa thiếu mất sự quản lý của cơ quan có thẩm quyền nên mọi rủi ro được đẩy đi đẩy lại trên thị trường thứ cấp cho đến khi chủ thể vay vốn không đủ khả năng trả nợ do những chiều hướng xấu của nền kinh tế thì cuộc khủng hoảng sẽ lập tức lan tỏa khắp góc ngách hệ thống tài chính (quá trình chứng khoán hóa có sự tham gia của nhiều định chế tài chính khác nhau). Thêm vào đó, quá trình chứng khoán hóa không chỉ dừng ở các MBSs từ định chế tài chính phát hành đến tay các nhà đầu tư mà đến lượt

các nhà đầu tư (có thể là ngân hàng, công ty tài chính, công ty bảo hiểm, quỹ tương hỗ, quỹ hedge...) lại dùng quyền chi trả từ các MBSs để tiếp tục phát hành thành loại chứng khoán mới là CDOs (collateralized debt obligations) và SIVs (structured investment vehicles). Phần lớn quyền chi trả (payment rights) để đảm bảo cho CDOs hoặc SIVs xuất phát từ các MBSs có khoản vay thế chấp dưới chuẩn hoặc khoản vay “Alt – A”. Tùy vào kỳ hạn của quyền chi trả xuất phát từ khoản vay thế chấp mà nhà đầu tư

có thể phát hành chứng khoán với tên gọi là CDOs hoặc SIVs. Các SIVs được phát hành ở kỳ hạn ngắn và trung còn CDOs phát hành ở kỳ hạn dài.

### 3. Lợi ích của quá trình chứng khoán hóa – minh chứng hùng hồn cho sự phát triển của quá trình

#### Tiết kiệm chi phí, thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận.

Quá trình chứng khoán hóa đã gạt hái nhiều thành tựu to lớn từ thập niên 90 đến nay nhờ nhiều ưu điểm vượt trội và cách ứng dụng linh hoạt ở nhiều hình thức đầu tư tài chính khác nhau. Đối với quy trình cấp tín dụng là một ví dụ, quá trình này đã làm giảm bớt chi phí cả người đi vay lẫn người cho vay. Đứng trên phương diện người đi vay, chi phí được hiểu như là lãi suất và lệ phí bắt buộc của món vay, mức chi phí chung phụ thuộc vào chu kỳ kinh tế. Giả định nền kinh tế đang đối mặt với kỳ vọng lạm

phát cao, sự điều chỉnh lãi suất cho vay sẽ thay đổi tăng theo CSTT thắt chặt của ngân hàng nhà nước, nếu lãi suất tăng bị vướng trần lãi suất (trần lãi suất được điều chỉnh tùy vào công cụ điều tiết tiền tệ là lãi suất cơ bản) thì lệ phí bắt buộc sẽ là nguồn lợi nhuận lớn của chủ thể cho vay nhưng lại là gánh nặng cho chủ thể đi vay. Hơn hết, quá trình chứng khoán hóa sẽ tiết giảm chi phí đi vay bởi các MBSs hoặc ABSs (assets backed – securities) được phát hành dựa trên sự xếp hạng tín nhiệm tốt từ một tổ chức trung gian (tổ chức trung gian này là các công ty xếp hạng tín nhiệm như S&P, Fitch, Moody’s...) như chứng khoán “thông qua” được bảo hiểm vỡ nợ từ FHA, VA hoặc CMOs từ khoản vay có điều kiện của Freddie Mac, Fannie Mae.... Với độ tín nhiệm cao cũng đồng nghĩa với sự giảm thiểu rủi ro và sự chuyển tiếp lãi suất ở mức thấp của chứng khoán từ nhà phát hành đến nhà đầu tư, như vậy, sự tương ứng là lãi suất cho vay của món vay sẽ thấp.

Dưới góc độ người cho vay, quá trình chứng khoán hóa không những giúp cắt giảm chi phí mà còn gia tăng tăng trưởng tín dụng, gia tăng lợi nhuận, giảm thiểu rủi ro, phân phối dòng tín dụng hợp lý... và tính thanh khoản cao của thị trường thứ cấp là môi trường thuận lợi cho các dòng vốn được chuyển nhanh hơn.

Một danh mục tín dụng được coi là hiệu quả khi mà rủi ro được giảm trừ và lợi nhuận gia tăng. Với mô hình quản trị danh mục truyền thống, các định chế tài chính chỉ thực hiện “cho vay, mua và giữ đến hạn” thì mục tiêu giảm trừ rủi ro và gia tăng lợi nhuận





khó mà tồn tại song hành bởi nhà quản trị chỉ được phép giảm trừ rủi ro dựa trên các dự đoán về tình hình kinh tế – tài chính và thực hiện trên công cụ phái sinh như quyền chọn tín dụng (credit option), hợp đồng hóa đổi tín dụng (Credit default swap), hợp đồng hoán đổi lợi nhuận tín dụng (total return swap)... nhưng sẽ đối mặt lớn về chi phí sự phân loại tín dụng (phân thành từng gói riêng biệt tùy theo tính chất món vay) và quản lý món vay. Do đó, để ứng dụng quá trình chứng khoán hóa một cách tối ưu thì các định chế nên chuyển đổi mô hình quản trị danh mục tín dụng chủ động (active credit portfolio management).

Với mô hình quản trị danh mục tín dụng chủ động, các món vay được phân loại và quản lý bởi bộ phận “danh mục đầu tư” nên nhà quản trị dễ dàng thực hiện giao dịch món vay, chứng khoán hóa món vay trên thị trường thứ cấp. Lúc này lợi ích đạt được là rất đáng kể:

o *Thứ nhất*, giúp hạn chế độ lớn danh mục tín dụng và hạn

chế rủi ro tiềm ẩn. Cắt giảm chi phí quản lý danh mục tín dụng.

o *Thứ hai*, vừa giảm thiểu rủi ro vừa gia tăng lợi nhuận thông qua khoảng chênh lệch lãi suất cho vay và lãi suất chứng khoán cộng với những khoản phí khác (phí phát hành, hoa hồng...).

o *Thứ ba*, thúc đẩy dòng vốn tín dụng chu chuyển nhanh và hòa nhập sau vào thị trường vốn. Sau khi quá trình chứng khoán hóa kết thúc ở giai đoạn từ MBSs đến tay nhà đầu tư, một nguồn quỹ lớn sẽ tập trung vào tay nhà phát hành, lập tức chúng được tái phân phối chúng dưới hình thức cho vay mới ở nhiều đối tượng vay khác nhau phụ thuộc vào đánh giá về lợi nhuận và rủi ro. Do đó, quá trình này sẽ khuyến khích phân phối dòng tín dụng một cách hữu ích nhất cho định chế tài chính.

o *Thứ tư*, phân phối dòng tín dụng theo cơ cấu hợp lý và tránh rải rác vốn theo từng khu vực địa lý. Bởi thông thường, một trung gian tài chính huy động vốn tại khu vực nào thì sẽ cho cấp tín dụng cho khu vực đó nhưng với quá trình chứng khoán hóa, chủ thể cho vay có thể tái phân phối tín dụng từ khu vực này sang khu vực khác tùy thuộc vào chi phí cơ hội.

#### **Thêm nhiều lựa chọn đầu tư cho các chủ thể kinh tế**

Chứng khoán hóa là một quá trình zig – zag liên đới giữa nhiều chủ thể dưới hình dạng là

một trái phiếu đúng nghĩa. Một chủ thể chỉ có thể dựa vào “quyền chi trả” của khối tài sản để đảm bảo cho sự phát hành trái phiếu hoặc dựa vào “quyền chi trả” của “quyền chi trả” từ nhà phát hành trái phiếu. Điều này làm thị trường trái phiếu càng liên thông và khăng khít với thị trường tiền tệ khi mà có nhiều biến thể trên hoạt động chứng khoán hóa.

Hơn hết, thị trường trái phiếu không những là một thành phần quan trọng trên thị vốn của một nước mà còn đóng vai trò là dòng chảy trong bình thông nhau với thị trường vốn quốc tế. Theo truyền thống, thị trường này là kênh huy động vốn chủ yếu của chính phủ, tập đoàn kinh tế lớn hoặc các định chế tài chính... và những trái phiếu được phát hành dựa vào uy tín, dự án và nguồn thu “sẽ được thực hiện” (như thuế, ngân sách...). Với hoạt động chứng khoán hóa, mọi tài sản hoặc quyền chi trả đều được dùng để đảm bảo cho sự ra đời của trái phiếu, tùy vào tính chất của tài sản, đánh giá tín nhiệm hay biến động thị trường tài chính... nhà phát hành sẽ phân gói nhiều loại trái phiếu với mức lãi suất, kỳ hạn... khác nhau. Từ đây, nhà đầu tư có thêm nhiều lựa chọn để đầu tư trên thị trường trái phiếu. Theo thống kê của những ngân hàng đầu tư Mỹ trong đánh giá triển vọng hàng hóa trên thị trường trái phiếu, hầu hết những gói tài sản trong danh mục đầu tư của định chế tài chính lớn để đảm bảo cho trái phiếu đều được phát hành thành công dưới sự bảo hiểm của các tập đoàn bảo hiểm lớn (năm 2004) (đặc biệt là gói tài sản thế chấp được bảo hiểm bởi FHA và VA).

Như vậy, thông qua quá trình chứng khoán hóa, chủ thể đầu tư có hai lợi ích chủ yếu sau:

– Một là, thêm nhiều lựa chọn hàng hóa trên thị trường trái phiếu.

– Hai là, được dùng “quyền chi trả” từ nhà phát hành để đảm bảo cho những CDOs, SIV của chính mình.

### **Hoàn thiện mô hình quản trị danh mục tín dụng chủ động (active credit portfolio management)**

Chứng khoán hóa không những giúp các định chế tài chính lớn gia tăng lợi nhuận, tiết giảm chi phí mà còn làm uyển chuyển linh hoạt trong hoạt động quản lý tài sản và hoàn thiện mô hình quản trị danh mục đầu tư. Trước thập niên 90, khi mà quá trình chứng khoán hóa chưa được ứng dụng thì các định chế tài chính, đặc biệt là ngân hàng rất lúng túng trong hoạt động quản trị danh mục đầu tư, bởi hầu hết đều thực hiện mô hình “cho vay, mua và giữ”, lúc này danh mục đầu tư ngày càng phình to về độ lớn cũng như rủi ro và nhà quản trị rất khó khăn trong sự theo dõi – quản lý hoặc ngăn ngừa rủi ro. Sự ra đời của chứng khoán hóa đã đặt thêm nền móng vững chắc cho mô hình quản trị danh mục chủ động phát triển. Với mô hình này, nhà quản trị phải phân tách quy trình tín dụng (hoặc quy trình đầu tư) thành nhiều thành phần khác nhau, mỗi bộ phận đảm nhận một vai trò và chịu trách nhiệm liên đới. Trong đó bộ phận quản trị danh mục đầu tư sẽ được tập trung, đồng thời chịu sự quản lý trực tiếp của cấp quản lý. Bộ phận này đảm nhận hoạt động quản lý danh mục đầu tư, phân loại thành các gói danh mục nhỏ theo đặc

điểm và giao dịch, chứng khoán hóa các khoản đầu tư đó trên thị trường thứ cấp. Từ những ưu điểm vượt trội, mô hình quản trị danh mục tín dụng chủ động đã được phát kiến thành nhiều mô hình khác nhau (mỗi mô hình phụ thuộc đặc điểm riêng của định chế tài chính) dựa trên hai mô hình cơ bản, một là định hướng bảo hộ – giảm thiểu rủi ro (risk – hedge oriented Credit portfolio management), hai là định hướng gia tăng lợi nhuận (enhanced return – oriented CPM). Thông qua mô hình quản trị danh mục tín dụng chủ động và hoạt động chứng khoán hóa các định chế tài chính dễ dàng chuyển tài sản ra khỏi BCĐKT để thực hiện mục đích quản lý danh mục đầu tư cũng như làm giảm trừ chỉ số ROA, một chỉ số đánh giá hiệu quả hoạt động về lợi nhuận và rủi ro. Tài sản đã được chuyển ra khỏi BCĐKT sẽ làm tổng tài sản giảm tương ứng, chỉ số ROA sẽ gia tăng và rủi ro hệ thống của tài sản sẽ được loại trừ. Ngoài ra, chỉ số an toàn vốn theo quy định của Basel II cũng sẽ được điều chỉnh theo mục tiêu của cấp quản lý định chế tài chính, bởi chỉ số này phụ thuộc vào tài sản chuyển đổi rủi ro, một khi tài sản được loại trừ ra khỏi bảng cân đối thì chỉ số này sẽ giảm xuống đáng kể.

Với những lợi ích to lớn đối với nhiều chủ thể, quá trình chứng khoán hóa đã thật sự là một công cụ không thể thiếu cho sự phát triển của hệ thống tài chính. Sự gia tăng về khối lượng và

giá trị của hoạt động này trong vòng 30 năm qua là minh chứng hùng hồn, ngày nay tổng giá trị hoạt động chứng khoán hóa đã đạt con số 6,6 ngàn tỷ USD. Tuy nhiên, quá trình này đã được nhiều tổ chức định chế tài chính lạm dụng quá mức và thiếu đi sự kiểm soát chặt chẽ của cơ quan có thẩm quyền nên được xem là nguyên nhân trực tiếp của cuộc khủng hoảng tài chính thế giới năm 2008 thông qua cuộc khủng hoảng trên thị trường cho vay thế chấp thứ cấp tại Mỹ. Bản thân quá trình chứng khoán hóa không phải là nguyên nhân, chẳng qua nó là công cụ tài chính phái sinh giúp hạn chế rủi ro nhưng sự kiểm soát lại bị buông lỏng của cơ quan có thẩm quyền đã để lại những hậu quả khôn lường■

Tài liệu tham khảo:

<sup>1</sup> Richard J. Rosen. *The role of securitization in mortgage lending.*

<sup>2</sup> Camerom Cowan. *History and overview of securitization.*

<sup>3</sup> David J. May. *The role of securitization in subprime lending.*

