

CHỨNG KHOÁN HÓA BẤT ĐỘNG SẢN – KINH NGHIỆM CỦA MỸ VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM

ThS. Lưu Vinh Quang
CTCP Bảo hiểm Phú Hưng

Chứng khoán hóa là một trong những nghiệp vụ phổ biến trong hoạt động tài chính - tiền tệ trên thế giới, đặc biệt ở các nền kinh tế có thị trường tài chính phát triển. chứng khoán hóa không chỉ là một phương thức huy động vốn thông dụng, một công cụ hạn chế rủi ro cho các ngân hàng, mà còn góp phần đa dạng hóa hàng hóa cho thị trường tài chính. Trong phạm vi bài báo, tác giả đã nghiên cứu quá trình phát triển chứng khoán hóa ở Mỹ và đưa ra những giải pháp gợi ý để có thể phát triển chứng khoán hóa tại Việt Nam.

Từ khóa: chứng khoán hóa, bất động sản.

Đặt vấn đề

Thị trường bất động sản (BDS) trong những năm gần đây là một trong những kênh thu hút vốn đầu tư mạnh của các thành phần kinh tế trong nước và quốc tế. Tuy nhiên, vốn đầu tư cho thị trường BDS luôn là một bài toán khó cho các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực đầu tư này. Các nguồn vốn mà hầu hết các doanh nghiệp đang thực hiện ngoài các nguồn vốn tự có, nguồn vốn từ thu tiền ứng trước của người mua BDS, nguồn vốn từ thu tiền góp vốn liên doanh, liên kết với các đối tác là tổ chức hay cá nhân, nguồn vốn từ phát hành trái phiếu doanh nghiệp thì phần lớn còn lại chủ yếu từ nguồn vốn vay ngân hàng. Chỉ tính riêng trên địa bàn Tp. Hồ Chí

gần đây, tín dụng BDS của Tp. Hồ Chí Minh luôn vào khoảng 49% tổng tín dụng BDS cả nước (Anh Quân, 2011).

Ở Việt Nam nói chung và Tp. Hồ Chí Minh nói riêng, từ năm 2006-2010, tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng cũng luôn gắn chặt với tín dụng BDS. Cuối năm 2007, tổng dư nợ tín dụng của các ngân hàng tại Tp. Hồ Chí Minh đã tăng 200% so với cùng kỳ năm 2006, dư nợ cho vay BDS của các ngân hàng tính đến hết năm 2006 là 25.594 tỷ đồng, sang năm 2007, con số này lên đến 81.390 tỷ đồng, chiếm 23,5% dư nợ của toàn hệ thống, năm 2008 chiếm 15,4%, năm 2009 chiếm 14% và năm 2010 chiếm 16,42% trên tổng dư nợ toàn hệ thống ngân hàng trên địa bàn (Bảng 1).

Bảng 1: Dư nợ cho vay BDS tại Tp. Hồ Chí Minh giai đoạn 2006 – 2010

	2006	2007	2008	2009	2010
Tổng dư nợ cho vay (tỷ đồng)	201.173	332.204	394.331	657.812	669.800
Dư nợ cho vay BDS (tỷ đồng)	25.594	81.390	60.727	92.093	110.000
Tỷ lệ dư nợ BDS/ Tổng dư nợ (%)	12,7	23,5	15,4	14	16,42

Nguồn:

Minh dư nợ cho vay của các ngân hàng đối với lĩnh vực BDS tăng giảm theo sự điều tiết vĩ mô nền kinh tế của nhà nước và theo sự nóng – lạnh của thị trường BDS. Trong vòng 6 năm

Trong bối cảnh dư nợ cho vay BDS như trên, với tình hình khó khăn về vốn của các doanh nghiệp BDS, việc xây dựng các giải pháp, công cụ hạn chế cho rủi ro tín dụng ngân hàng và

tìm nguồn vốn cho BĐS việc nghiên cứu kinh nghiệm các nước trong chứng khoán hóa BĐS là rất cần thiết.

Vài nét về chứng khoán hóa bất động sản

Theo định nghĩa của các nước thuộc khối OECD đưa ra năm 1995, chứng khoán hóa là việc phát hành các chứng khoán có tính khả mại được đảm bảo không phải bằng khả năng thanh toán của chủ thể phát hành, mà bằng các nguồn thu dự kiến có được từ các tài sản đặc biệt. Nhân tố quyết định chất lượng của chứng khoán phát hành là khả năng sinh lời của các tài sản dùng làm tài sản đảm bảo, chứ không phải là nhà phát hành. Kết quả của quá trình chứng khoán hóa là các tài sản có tính thanh khoản kém thành chứng khoán - một loại hàng hóa được giao dịch trên thị trường vốn (Hà Phương, 2008).

Chứng khoán BĐS là một loại chứng khoán đặc biệt, kết hợp giữa hình thức đầu tư chứng khoán và đầu tư BĐS, được đảm bảo giá trị bằng BĐS mà nó đại diện, đồng thời cho phép nhà đầu tư kiếm lời trên biến động giá trị của BĐS này, nhưng không nhất thiết nắm giữ quyền sở hữu trực tiếp một phần hay toàn bộ BĐS đó trong suốt quá trình sở hữu chứng khoán (Nguyễn Thị Mùi, 2006).

Chứng khoán chuyển hóa ở Mỹ có các loại chủ yếu: MBS, ABS và CDO. MBS (Mortgage Backed Securities) là chứng khoán đảm bảo bằng tài sản thế chấp: người đi vay thế chấp tài sản cho ngân hàng. Ngân hàng bán những hợp đồng cho vay này cho một bên thứ 3 là các tổ chức tập hợp và đóng gói tài sản thế chấp. Những tổ chức này sau đó chứng khoán hóa (securitize) thành các loại chứng khoán khác nhau gọi là MBS. ABS (Asset Backed Securities) là chứng khoán được đảm bảo bằng tài sản chung chung: các MBS được gộp với các loại chứng khoán cho vay khác có luồng tiền tương tự giống nhau, có thể dự đoán, không liên quan đến nhau như cho vay bất động sản thương mại có bảo đảm, vay thẻ tín dụng, vay mua xe

hơi, vay tiền học đại học, các khoản phải thu tiền mặt (bao gồm vé máy bay, thuế, phí cầu đường, các khoản chuyển tiền công nhân, tiền bản quyền âm nhạc, lệ phí cấp phép...) sẽ trở thành một loại chứng khoán có tài sản thế chấp chung chung gọi là ABS. CDO (Collateralized Debt Obligations) chứng khoán được đảm bảo bằng nợ có đảm bảo: CDO được tạo ra bằng cách kết hợp các ABS vào thành các danh mục rồi chia nhỏ các danh mục này theo các mức độ rủi ro từ thấp đến cao: senior, mezzanine and equity. Ví dụ, người ta bỏ 100 ABS có nguồn gốc từ các khoản vay thế chấp dưới chuẩn, vay thẻ tín dụng, vay mua xe hơi... vào một danh mục. Sau đó người ta bán 100 CDO được đảm bảo bằng danh mục này và phân thành ba nhóm. Nhóm CDO đầu tiên có mức độ rủi ro thấp nhất sẽ có giá cao nhất và cổ tức thấp nhất (senior), sau đó đến nhóm CDO thứ hai (mezzanine), cuối cùng là nhóm thứ ba (equity) có rủi ro cao nhất và giá thấp nhất. Nhà đầu tư mua CDO không còn biết đằng sau CDO mình nắm giữ là tài sản gì thực sự và ai là người nợ tiền mình, họ chỉ biết nếu một phần danh mục tạo ra CDO của mình bị mất giá (ví dụ người đi vay thế chấp không trả được nợ) thì sẽ có bao nhiêu CDO khác cũng xuất phát từ danh mục đó chịu lỗ trước khi đến lượt mình bị ảnh hưởng. Trong ví dụ trên, nếu nhà đầu tư giữ senior CDO thì chỉ sau khi những người nắm giữ equity và mezzanine CDO bị lỗ thì mới đến lượt mình chịu thiệt hại.

Một hình thức bảo hiểm cho CDO là CDS (Credit default swap - hợp đồng hoán đổi tổn thất tín dụng). Lúc đầu CDS cũng phát triển theo như một công cụ phòng ngừa rủi ro cho đến khi người ta phát hiện ra một đặc tính "tuyệt vời" của CDS là nó hoàn toàn không bị quản lý bởi bất kỳ cơ quan chức năng nào cho nên ai cũng có thể bán sản phẩm này, nghĩa là bảo hiểm cho một tài sản nào đó mà không cần phải tuân thủ theo những qui định ngặt nghèo của ngành bảo hiểm. Thêm vào đó, ai cũng có thể mua CDS mà không cần thiết phải sở hữu tài sản cần bảo hiểm. Điều này giúp cho các bên tham gia vào thị trường

CDS có thể dùng đòn bẩy tài chính lên đến vô hạn. Điều này vô cùng rủi ro (Vink và Thibault, 2007).

Sự phát triển chứng khoán hóa ở Mỹ

Chứng khoán hóa xuất hiện đầu tiên ở Hoa Kỳ vào năm 1970. Fannie Mae và Freddie Mac - hai công ty được Chính phủ Mỹ bảo trợ - là những công ty đầu tiên và cho đến nay vẫn luôn là những công ty tích cực nhất trong hoạt động chứng khoán hóa. Vào thập niên 1970, hai công ty này đã phát minh ra MBS. Sau đó, các loại chứng khoán đảm bảo bằng tài sản khác ra đời.

Nếu như MBS đóng gói các tài sản thế chấp thực thụ khác nhau lại, thì CDO, xuất hiện từ năm 1987 và chỉ thực sự phổ biến từ cuối thập niên 1990, đóng gói cả MBS và một số tài sản khác. Chính vì mức độ rủi ro tăng nên cùng với sự ra đời và phát triển của CDO là sự xuất hiện của những tổ chức cung cấp dịch vụ bảo hiểm cho nhà đầu tư CDO và của những tổ chức liên kết cung cấp hợp đồng hoán đổi tổn thất tín dụng (hay CDS). Nghiên cứu của Mason và Rosner (2007) cho biết vào năm 2005, có đến 81% tài sản đảm bảo cho CDO là từ MBS, tức là vào khoảng 200 tỷ USD.

Nhiều tổ chức tín dụng của Hoa Kỳ đã lập ra các pháp nhân đặc biệt (SPV - special purpose vehicle) để mua bán MBS và CDO. Điều này cho phép họ đặt MBS và CDO ngoài bảng cân đối tài sản và vì thế giảm nguy cơ bị các cơ quan giám sát tài chính nhắc nhở. Cụ thể, Citigroup là tổ chức đã thành lập ra tổ chức đầu tư cấu trúc (SIV - Structured Investment Vehicle) hoạt động như một quỹ tín thác vào năm 1988 và các tổ chức khác đã theo gương cho ra đời hàng loạt SIV. Các SIV này được xem là hệ thống ngân hàng trong bóng tối. Họ đi vay bằng cách phát hành chứng khoán ngắn hạn lãi suất thấp rồi cho vay lại bằng cách mua các chứng khoán dài hạn, nhất là mua MBS và CDO, qua đó ăn chênh lệch. Tuy nhiên, khi lãi suất của chứng khoán dài hạn

lại thấp hơn lãi suất chứng khoán ngắn hạn thì các SIV này bị lỗ. Theo Moody (2008), tại thời điểm tháng 7/2008, giá trị tài sản của các SIV ước lên đến 400 tỷ USD.

Có thể rút ra một số điểm sau từ quá trình phát triển của chứng khoán hóa ở Mỹ:

- Có bốn loại chủ thể kinh tế chủ yếu liên quan đến quá trình chứng khoán hóa, đó là: (i) Người thế chấp và đi vay; (ii) Tổ chức tập hợp và đóng gói tài sản thế chấp rồi phát hành chứng khoán; (iii) Nhà đầu tư mua bán chứng khoán; (iv) Tổ chức tín dụng cho vay. Với bốn loại chủ thể kinh tế thay vì hai loại là người thế chấp - đi vay và tổ chức tín dụng cho vay, rủi ro được chuyển từ tổ chức tài chính sang nhà đầu tư trái phiếu đảm bảo bằng tài sản. Việc gộp nhiều loại tài sản thế chấp khác nhau vào một tập hợp cũng là một hình thức phân tán rủi ro. Vì thế, đã có cách gọi các trung gian tài chính tham gia vào chứng khoán hóa là những người tạo ra và phân tán rủi ro. Hai loại chủ thể kinh tế trung gian giữa người đi vay và tổ chức tín dụng cho vay đóng vai trò trung gian - môi giới, nên giúp cho người vay và tổ chức tín dụng dễ “gặp nhau” hơn. Ngoài ra, chứng khoán hóa còn giúp giảm chi phí huy động tài chính. Dù người đi vay có mức xếp hạng tín nhiệm không cao nhưng với tài sản đem thế chấp tốt thì chứng khoán đảm bảo bằng tài sản này vẫn có thể được xếp hạng tín nhiệm cao và dễ bán. Chính vì thế, chứng khoán hóa tạo thuận lợi cho việc vay và cho vay có thế chấp.

- Mức độ rủi ro tương đối của các nhóm CDO trong một danh mục hoàn toàn là kết quả tính toán trên lý thuyết của các công ty tài chính phát hành CDO dựa vào số liệu thống kê của các ABS trong danh mục. Việc tính toán dựa trên nhiều giả định và phụ thuộc vào mô hình rủi ro các nhà phân tích sử dụng. Hai danh mục của hai công ty khác nhau, mặc dù có thể có thành phần ABS giống hệt nhau nhưng hoàn toàn có thể có cấu trúc CDO khác nhau. Ví dụ danh mục 1 tạo ra 20% senior CDO, 50% mezzanine, 30% equity, trong khi danh mục 2

có thể là 30%/60%/10%. Tất nhiên giá và cổ tức của từng loại CDO này sẽ khác nhau.

- Bản thân giá của CDO có cùng mức độ rủi ro nếu do hai công ty tài chính khác nhau phát hành cũng có thể khác nhau tùy thuộc vào uy tín của công ty phát hành. Tuy nhiên các nhà phát hành CDO có thể mua bảo hiểm cho các ABS cấu thành danh mục từ các công ty bảo hiểm uy tín (đây là một trong nhiều hình thức credit enhancement của các công ty phát hành CDS). Nếu công ty bảo hiểm có định mức tín nhiệm cao (ví dụ AAA) thì các ABS vào kéo theo là CDO cũng sẽ có định mức tín nhiệm cao, tất nhiên sẽ bán được giá hơn.

Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Từ kinh nghiệm phát triển chứng khoán hóa của Mỹ, để chứng khoán hóa trở một phương thức huy động vốn thông dụng, một công cụ hạn chế rủi ro cho các ngân hàng và góp phần đa dạng hóa hàng hóa cho thị trường tài chính, Việt Nam cần thực hiện một số việc.

Trước tiên, Việt Nam phải có bốn loại chủ thể kinh tế chủ yếu liên quan đến quá trình chứng khoán hóa, đó là: (i) Người thế chấp BĐS và đi vay; (ii) Tổ chức tập hợp và đóng gói tài sản thế chấp rồi phát hành chứng khoán; (iii) Nhà đầu tư mua bán chứng khoán; (iv) Tổ chức tín dụng cho vay.

Kế đó, những nền tảng quan trọng để thực hiện chứng khoán hóa BĐS tại Việt Nam là phải hoàn thiện khuôn khổ pháp lý về giao dịch bảo đảm và đăng ký giao dịch bảo đảm. Ngoài ra, Việt Nam cần có thị trường vốn hoạt động tốt; sản phẩm chứng khoán hóa phải có tính thanh khoản cao; các biện pháp hỗ trợ tín dụng; bảo lãnh của Chính phủ và thỏa thuận về mức độ sử dụng tối thiểu đối với các tài sản cơ sở hạ tầng; thế chấp vượt trội và tăng cường tín dụng từ bên thứ ba...

Một là, thay đổi của pháp luật và hoàn thiện khuôn khổ pháp luật: mặc dù trong thời gian

vừa qua nhà nước đã ban hành nhiều văn bản pháp luật để điều chỉnh hoạt động thị trường BĐS và đưa nó vào một khuôn khổ nhất định, ví dụ như Luật Chứng khoán sửa đổi bổ sung, có hiệu lực từ 1/7/2011, cho phép quỹ đầu tư BĐS hoạt động, việc mở rộng điều kiện, phạm vi hoạt động kinh doanh BĐS của các nhà đầu tư nước ngoài đã thông thoáng hơn nhiều góp phần thu hút đầu tư tuy nhiên việc tiếp tục hoàn thiện hành lang pháp lý để thị trường phát triển bền vững vẫn là vấn đề cấp bách cần thực hiện kịp thời và nhanh chóng... đặc biệt là đẩy mạnh công khai, minh bạch thông tin trên thị trường chứng khoán; đưa các giao dịch chứng khoán lên sàn; tăng cường công tác thanh tra, kiểm tra xử lý vi phạm, sớm ban hành luật chứng khoán hóa và quy trình vận hành của chứng khoán hóa.

Hai là, phát triển hơn các dịch vụ về quản lý và thẩm định BĐS nhằm định giá đúng tài sản thế chấp cho quá trình chứng khoán hóa. Việt Nam hiện chưa có nhiều công ty quản lý BĐS chuyên nghiệp, thị trường này hiện phần lớn là do các công ty nước ngoài đảm nhận như Savills, CBRE... Hiện có rất ít những dự án được bỏ tiền ra thuê các đơn vị quản lý lớn như dự án cao ốc văn phòng và căn hộ cao cấp có vốn đầu tư nước ngoài. Mô hình quản lý chủ yếu là chủ đầu tư thường kiêm luôn công tác quản lý tòa nhà hay khu đô thị mặc dù mô hình chủ đầu tư trực tiếp quản lý không duy trì được chất lượng và danh tiếng tòa nhà một cách bền vững bằng các công ty quản lý chuyên nghiệp. Nhiệm vụ của các công ty quản lý là cùng lập dự toán với chủ đầu tư, xem xét khu đất, tham gia vào việc lập báo cáo khả thi, xây dựng mô hình và đưa ra kế hoạch quản lý. Bên cạnh đó, thẩm định giá tại Việt Nam không còn là một ngành mới trong giai đoạn hiện nay, tuy nhiên số lượng các công ty thẩm định giá chuyên nghiệp không nhiều. Trong khi việc định giá BĐS hiện nay chủ yếu dựa vào giá trị mua bán thực của các công ty đưa ra hoặc theo giá trị giao dịch thành công của khu vực đó cùng thời điểm, còn đối các dự án BĐS

có quy mô lớn đòi hỏi một tổ chức chuyên nghiệp, chuyên môn cao và giàu kinh nghiệm bởi kết quả định giá sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả kinh tế của dự án. Kết quả thẩm định giá phải khách quan, dựa trên cơ sở thực tế bằng nhiều phương pháp khác nhau chứ không đơn thuần chỉ dựa vào kinh nghiệm và chủ quan của định giá viên.

Ba là, nâng cao tính minh bạch của thị trường BĐS: trước tiên cần đề cập đến việc minh bạch các thông tin về quy hoạch, đấu thầu dự án. Quy định rõ thời gian và địa điểm công khai quy hoạch, công khai dự án để tạo điều kiện cho các nhà đầu tư bình đẳng và dễ dàng tiếp cận với các dự án phát triển BĐS, tạo môi trường cạnh tranh lành mạnh nhằm tăng cung cho thị trường. Các giao dịch BĐS phải được thực hiện thông qua sàn để mọi đối tượng có nhu cầu dễ dàng tiếp cận các thông tin, tạo sự tin tưởng vào thị trường. Về lâu dài, để tạo tính minh bạch cho thị trường, nhà nước cần tạo ra hệ thống thông tin BĐS của cả nước thông qua hệ thống đăng kê BĐS (MLS). Đây là hệ thống cơ sở dữ liệu điện tử về BĐS hoàn thiện và chính xác nhất hiện nay đang được các nước

trên thế giới áp dụng nhằm tăng tính minh bạch cho thị trường BĐS.

Bốn là, lựa chọn loại tài sản tài chính và loại hình pháp nhân đặc biệt thích hợp để đưa chứng khoán hóa ra thị trường: đối với việc chứng khoán hóa BĐS bằng hình thức phát hành chứng chỉ BĐS, để mang lại hiệu quả và tạo niềm tin cho nhà đầu tư trong giai đoạn đầu, quan trọng là phải lựa chọn loại tài sản và lựa chọn loại hình pháp nhân đặc biệt: (i) Việc lựa chọn loại tài sản dùng để chứng khoán hóa, nên chọn các dự án đã được nghiệm thu toàn bộ, từng phần hoặc đã được đưa vào khai thác có doanh thu để tạo niềm tin cho nhà đầu tư về mục đích và độ an toàn; (ii) Loại hình pháp nhân đặc biệt được đề cập đến ở đây nên là một tổ chức chuyên trách, có tính chuyên nghiệp cao trong lĩnh vực chứng khoán hóa. Tổ chức này sẽ hoạt động theo dạng công ty quản lý quỹ, có trách nhiệm điều phối nhiều quỹ, mỗi quỹ tương ứng với từng tài sản hoặc nhóm tài sản tài chính được chuyển hóa.

Ngoài ra, khủng hoảng ở Mỹ có nguyên nhân sâu xa từ việc phát triển các chứng khoán này. Do vậy, Việt Nam cần hết sức thận trọng với việc phát triển chứng khoán hóa[■]

Tài liệu tham khảo

1. Anh Quân (2011). *Bất động sản Tp. Hồ Chí Minh ra Bắc nuôi hy vọng*. <http://vneconomy.vn/20081023092836265P0C17/can-dong-rui-ro-tu-chung-khoan-hoa-bat-dong-san.htm>.
2. Hà Phương (2008). *Chứng khoán hóa công cụ huy động vốn hiệu quả*. <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:http://www.ckvn.com.vn/vnse/news/Kien-thuc-chung-khoan/CHUNG-KHOAN-HOA-CONG-CU-HUY-DONG-VON-HIEU-QUA-phan-1-247/>.
3. Mason, R. & Rosner, J. (2007). "How resilient are mortgage backed securities to collateralized debt obligation disruptions?".
4. Moodys Investor Services (2008). "Moodys update on structured investment vehicles," *International Structured Finance Special Report, January*.
5. Nguyễn Thị Mùi (2006). *Chứng khoán hóa bất động sản – một trong những giải pháp phát triển thị trường bất động sản Việt Nam*. http://www.ssc.gov.vn/portal/pls/portal/UBCK.MAGAZINE_CONTENT.print_preview?l_itemid=3637&p_language=vi.
6. Vink, D. & Thibeault, A. (2007). *ABS, MBS and CDO Compared: An Empirical Analysis*. http://www.securitization.net/pdf/Publications/vink_absmbscdo.pdf