

TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN HỢP ĐỒNG HOÁN ĐỔI RỦI RO TÍN DỤNG TẠI VIỆT NAM

Nguyễn Duy Linh
Trưởng ĐH Ngân hàng TP.HCM

Tóm tắt: Hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng (Credit Default Swap – CDS) từng bị xem là một trong những công cụ phái sinh gây ra cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008. Tuy nhiên, đây là loại chứng khoán phái sinh được dùng để bảo vệ nhà đầu tư khi rủi ro tín dụng xảy ra – một công cụ rất cần thiết để thúc đẩy thị trường chứng khoán nói chung và thị trường công cụ nợ nói riêng phát triển. Nhằm giúp nhà đầu tư có cái nhìn đúng đắn về CDS, bài viết tập trung phân tích vào lợi ích và rủi ro của sản phẩm này, từ đó đánh giá triển vọng phát triển CDS tại thị trường chứng khoán Việt Nam và đưa ra một số đề xuất để giúp việc triển khai sản phẩm này được thành công.

Từ khóa: Hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng - CDS, thị trường công cụ nợ.

Đặt vấn đề

CDS được biết đến như một dạng hợp đồng bảo hiểm, dùng để phòng ngừa rủi ro tín dụng cho các tài sản tài chính – tài sản tham chiếu. Với tính chất bảo đảm an toàn cho nhà đầu tư, thị trường CDS đã từng có sự tăng trưởng ngoạn mục, góp phần gia tăng tính thanh khoản, thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển. Tuy nhiên, khi cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 đi qua, CDS lại bị xem là một trong những công cụ phái sinh chủ yếu gây ra cuộc khủng hoảng, làm hàng loạt các định chế tài chính lớn của Mỹ sụp đổ.

Sự nguy hiểm của CDS không phải bắt nguồn từ những đặc tính của nó mà từ cơ chế vận hành của thị trường và hành vi của nhà đầu tư. Bài viết sẽ làm sáng tỏ vấn đề này thông qua việc phân tích lợi ích và rủi ro của sản phẩm, từ đó nêu bật vai trò của CDS đối với sự phát triển của thị trường chứng khoán, đặc biệt là thị trường công cụ nợ. Cuối cùng, bài viết sẽ đánh giá triển vọng phát triển CDS tại Việt Nam và đưa ra một số đề xuất để sản phẩm này có thể triển khai thành công tại thị trường Việt Nam.

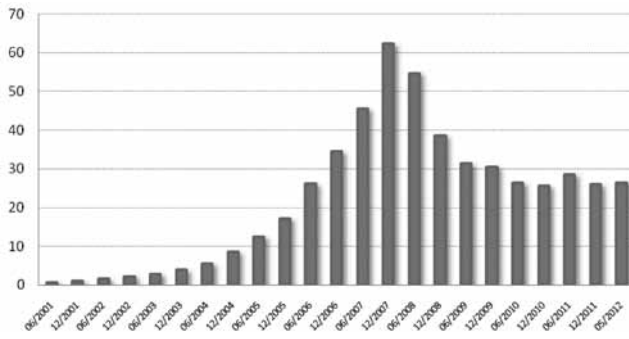
Quá trình phát triển CDS trên thế giới

CDS được phát minh vào năm 1997 bởi ngân hàng JP Morgan Chase. Đến tháng 3/1998, thị trường CDS đã đạt đến 300 tỷ USD, trong đó JP Morgan Chase chiếm khoảng 50 tỷ USD (Tett, 2009).

Theo Hiệp hội Phái sinh và Hoán đổi Quốc tế (The International Swaps and Derivatives Association – ISDA), mặc dù mới ra đời được 15 năm, thị trường CDS đã đạt được sự tăng trưởng ngoạn mục. Tổng giá trị CDS đạt 900 tỷ USD vào năm 2001, 8.400 tỷ vào năm 2004 và đỉnh điểm là 62.100 tỷ USD vào cuối năm 2007 (ISDA, 2010). Sự tăng trưởng này có mối quan hệ chặt chẽ với sự tăng trưởng của thị trường bất động sản Mỹ và thị trường chứng khoán có đảm bảo bằng tài sản (Asset Backed Securities – ABS), nghĩa vụ nợ có thế chấp (Collateralized Debt Obligations – CDO).

Tuy nhiên, khi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 xảy ra, giá trị của thị trường CDS sụt giảm mạnh. Giữa năm 2008, tổng giá trị CDS là 54.600 tỷ USD, đến cuối năm 2010, con

Hình 1: Giá trị của thị trường hoán đổi rủi ro tín dụng quốc tế giai đoạn 2001-2012



Nguồn: ISDA (2010) và DTCC (2012)

số này chỉ còn 25.500 tỷ USD và đạt 26.300 tỷ USD vào tháng 5/2012 (Hình 1).

Trong cuộc điều tra gần nhất (năm 2009) của công ty xếp hạng tín nhiệm Fitch Ratings, JP Morgan Chase vẫn là nhà giao dịch CDS lớn nhất toàn cầu, theo sau là Goldman Sachs và Barclays. Vị trí thứ tư và năm thuộc về Deutsche Bank và Morgan Stanley (Bloomberg, 2009).

Lợi ích và rủi ro của CDS

Lợi ích của CDS

Bảo vệ nhà đầu tư khi rủi ro tín dụng xảy ra. Bằng việc thanh toán cho bên bán CDS một khoản phí theo định kỳ, bên mua CDS sẽ nhận được khoản bồi thường nhất định khi rủi ro tín dụng xảy ra đối với tài sản tham chiếu. Điều này giúp bên mua CDS hạn chế được tổn thất khi rủi ro tín dụng xảy ra trong quá trình nắm giữ tài sản tài chính

Thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển. CDS bảo vệ nhà đầu tư trước rủi ro tín dụng. Điều này sẽ khuyến khích họ nắm giữ các tài sản tài chính, từ đó làm gia tăng tính thanh khoản của tài sản tài chính và thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển.

Kinh doanh chênh lệch giá. CDS cho phép nhà đầu tư khai thác chênh lệch giữa sản phẩm tiền mặt và sản phẩm phái sinh về rủi ro tín dụng. Ví dụ, kết hợp mua trái phiếu doanh nghiệp với lợi suất 9% và mua bảo hiểm rủi ro tín dụng với

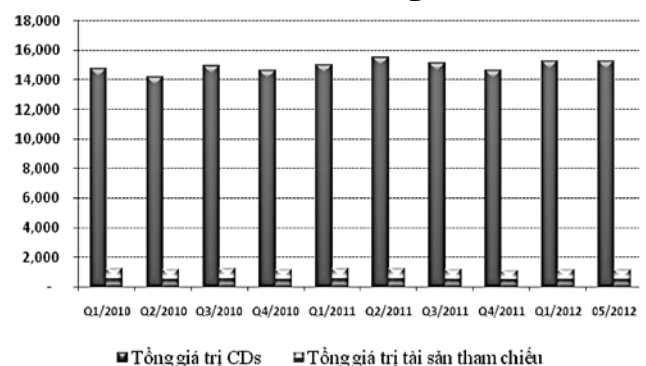
mức phí 3% sẽ có lợi hơn so với đầu tư trái phiếu chính phủ cùng kỳ hạn có lợi suất 5%. Điều này sẽ làm tăng tính thanh khoản trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp, một thị trường rủi ro hơn so với thị trường trái phiếu chính phủ.

Hạn chế rủi ro tập trung tín dụng. Cách thức này rất hữu ích đối với các định chế tài chính có số dư tín dụng quá lớn tập trung vào một khách hàng hoặc một ngành nghề nhất định. Bằng cách mua CDS, các định chế tài chính có thể chuyển giao một phần rủi ro tín dụng sang cho đối tác khác mà không ảnh hưởng đến danh mục đầu tư cũng như mối quan hệ với khách hàng.

Rủi ro của CDS

Nguyên nhân khiến CDS – một công cụ bảo vệ nhà đầu tư trước rủi ro tín dụng, trở thành “Phát minh tồi tệ nhất phố Wall (The worst Wall Street invention)” là do sự đầu cơ. Giống nhiều công cụ tài chính phái sinh khác, CDS, đặc biệt là CDS không (Naked credit default swaps) đã trở thành công cụ ưa thích của giới đầu cơ. Từ mục đích ban đầu là phòng vệ rủi ro, dần dần CDS biến tướng và trở thành cuộc chơi của các quỹ đầu cơ (Hedge fund). Các quỹ này không giữ bất kỳ tài sản tham chiếu nào nhưng dự đoán các tài sản này sẽ sớm gặp rủi ro tín dụng nên mua CDS với mức phí rất cao. Nếu rủi ro tín dụng thật sự xảy ra, các quỹ sẽ thu được khoản lợi nhuận khổng lồ; ngược lại sẽ lỗ nặng. Càng ngày tính chất đánh bạc và đầu cơ càng nổi trội và thống trị thị trường CDS, với giá

Hình 2: Tổng giá trị CDS và tổng giá trị tài sản tham chiếu của 1000 chủ thể tham chiếu đứng đầu



Nguồn: DTCC (2012)

trị CDS không chiếm khoảng 80% thị trường CDS (Kopecki và các tác giả, 2009) (Hình 2). Lý giải cho điều này có hai nguyên nhân chủ yếu:

Thiếu sự quản lý, giám sát. Theo đạo luật Hiện đại hóa các hợp đồng tương lai hàng hóa 2000 (The Commodity Futures Modernization Act of 2000), CDS hoàn toàn không bị quản lý bởi bất kỳ cơ quan chức năng nào. Cho nên, tổ chức nào cũng có thể bán sản phẩm này, nghĩa là bảo hiểm cho một tài sản nào đó mà không cần tuân thủ theo những quy định ngặt nghèo của ngành bảo hiểm. Vì chạy theo lợi nhuận, các định chế tài chính đã bán CDS vô tội vạ mà không để ý mình có đủ tiền để thanh toán nếu đối tượng được bảo hiểm phá sản hay không. Hơn nữa, nhà đầu tư nào cũng có thể mua CDS mà không cần phải sở hữu tài sản tham chiếu. Điều này giúp cho các bên tham gia vào thị trường CDS có thể đẩy giá lên đến vô hạn và ngày càng xa rời giá trị thực của tài sản tham chiếu (UBCKNN, 2010).

Rủi ro đạo đức. Không dừng lại ở đó, lợi dụng lòng tham của các tổ chức bán CDS, những nhà phát hành CDO đã đánh bóng nó bằng cách mua bảo hiểm (CDS) cho các ABS cấu thành danh mục từ các công ty bảo hiểm uy tín, điển hình là AIG. Vì các công ty bảo hiểm có mức xếp hạng tín dụng cao (AAA) dẫn đến các ABS và kéo theo là CDO sẽ được xếp hạng tín nhiệm cao, từ đó hấp dẫn hơn đối với nhà đầu tư (UBCKNN, 2010). Vì những khoản phí CDS khổng lồ thu được, bên bán CDS chấp nhận ký kết hợp đồng mặc dù biết hầu hết các tài sản đảm bảo cho ABS là những khoản vay dưới chuẩn. Vì tin tưởng CDS do các công ty có uy tín phát hành nên nhà đầu tư đã mua những CDO đầy rủi ro này mà không một chút do dự, trong đó có cả các quỹ hưu trí. Chính điều này đã làm quả bong bóng nhà đất của Mỹ càng thêm phình to và hậu quả đối với nền kinh tế, đặc biệt là xã hội càng thêm nặng nề.

Khi rủi ro tín dụng xảy ra đối với hàng loạt các tài sản tham chiếu, các tổ chức chào bán CDS (tổ chức cấp 1) đã không đủ tiền để trả các hợp đồng CDS và buộc phải tuyên bố phá

sản hàng loạt. Các quỹ đầu tư phòng ngừa rủi ro lại sử dụng ngay tình cảnh khốn khó của các tổ chức cấp 1 để ký CDS với các tổ chức tài chính khác (tổ chức cấp 2) và khiến tình hình trở nên nghiêm trọng. Các tổ chức cấp 2 đã đẩy phí CDS lên rất cao để kiếm lợi nhuận, nhưng trong trường hợp tổ chức cấp 1 phá sản thực sự, thì số tiền khổng lồ phải trả cho các quỹ đầu tư sẽ khiến tổ chức cấp 2 có thể phá sản.

Lý do biến CDS trở thành một trong những thủ phạm gây nên cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 là vì chúng đã bị lạm dụng bởi các thành viên tham gia thị trường. Về bản chất, CDS chính là hợp đồng bảo hiểm cho các khoản vay nợ và có những tác động rất tích cực đến nền kinh tế. Việc giao dịch sản phẩm này giúp phân tán rủi ro trong nền kinh tế hiệu quả hơn và xóa bỏ sự móp méo về giá được tạo ra bởi sự không hoàn hảo của thị trường mua bán nợ đầy rủi ro. Kết hợp hai điều này sẽ làm giảm chi phí huy động vốn cho những dự án đầu tư tiềm năng và do đó, sẽ làm tăng đầu tư và sự phát triển của nền kinh tế (Robert A. Jarrow, 2010).

Như vậy, để có thị trường CDS phát triển bền vững, trước hết và quan trọng nhất, các cơ quan quản lý cần phải xây dựng được cơ chế giám sát hoàn thiện đối với các giao dịch CDS. Đồng thời, cần tổ chức tuyên truyền và đào tạo cho các thành viên tham gia thị trường để giúp họ có cái nhìn đúng đắn hơn về sản phẩm này, cũng như thấy được nhu cầu của sản phẩm và khả năng cung cấp sản phẩm.

Triển vọng phát triển CDS tại Việt Nam

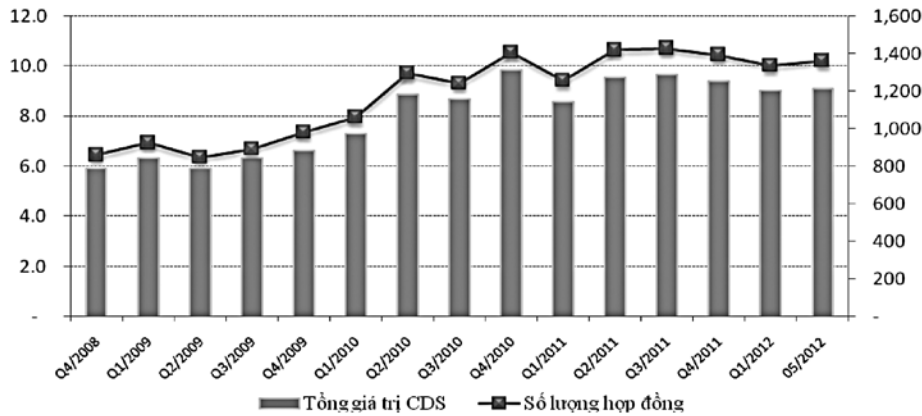
Về khả năng cung cấp, từ năm 2006, CDS đã xuất hiện trên thị trường chứng khoán Việt Nam, do ba tổ chức là HSBC chi nhánh TP. Hồ Chí Minh, CitiBank chi nhánh Hà Nội và Standard Chartered Hà Nội cung cấp. Tuy nhiên, ba đơn vị này chỉ được triển khai thí điểm trong vòng một năm với khách hàng là các định chế tài chính đang hoạt động tại Việt Nam và tài sản tham chiếu phải là trái phiếu Chính phủ, trái phiếu được các doanh nghiệp

Việt Nam phát hành ra thị trường quốc tế (NHNN, 2006; 2006a; 2007).

Tổng giá trị CDS với tài sản tham chiếu là trái phiếu quốc tế Việt Nam nhìn chung có xu hướng tăng (Hình 3). Quý IV/2008, giá trị CDS đạt 5,9 tỷ USD. Đến tháng 5/2012, con số này là 9,1 tỷ USD, tăng 54,24%. Giải thích

cho xu hướng này là trong giai đoạn 2009-2011 nền kinh tế Việt Nam có nhiều bất ổn, cán cân thương mại và ngân sách nhà nước đều thâm hụt, lạm phát và tỷ giá tăng cao làm gia tăng tính rủi ro của trái phiếu quốc tế Việt Nam. Vì vậy, các nhà đầu tư đã mua CDS để phòng vệ rủi ro, hạn chế tổn thất khi rủi ro tín dụng xảy ra.

Hình 3: Số lượng hợp đồng và giá trị CDS Việt Nam



Nguồn: DTCC (2012)

Về nhu cầu CDS

Hộp 1: Tiềm năng phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Một doanh nghiệp muốn phát triển bền vững phải có nguồn vốn dài hạn ổn định. Thông thường, nguồn vốn dài hạn có thể đến từ ba nguồn: (i) Vay ngân hàng; (ii) Phát hành cổ phiếu; (iii) Phát hành trái phiếu. Hiện nay, các doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu huy động vốn từ nguồn (i) và (ii). Tuy nhiên, trong điều kiện lãi suất đi vay tăng cao và thị trường cổ phiếu ảm đạm, các doanh nghiệp rất khó huy động được vốn từ hai nguồn này, hoặc nếu được thì phải chịu chi phí huy động vốn rất cao. Tại sao nguồn vốn huy động từ trái phiếu ít phổ biến đối với doanh nghiệp Việt Nam? Vì huy động vốn từ phát hành trái phiếu doanh nghiệp rất khó thành công. Việc này do nhiều nguyên nhân, trong đó nguyên nhân chủ yếu vì nhà đầu tư lo ngại rủi ro tín dụng của các chủ thể phát hành.

Năm 2011 là năm nền kinh tế Việt Nam có nhiều bất ổn. Khi hai kênh huy động vốn truyền thống bị tắc nghẽn, nhiều doanh nghiệp Việt Nam cố gắng tìm kiếm nguồn vốn trên thị trường trái phiếu, tuy nhiên tỷ lệ thành công rất thấp, mặc dù lãi suất của trái phiếu chào bán tăng cao, nhất là các doanh nghiệp thuộc ngành bất động sản. Nhiều doanh nghiệp niêm yết hoặc chưa niêm yết như Địa ốc Hoàng Quân, Ngân hàng Thương mại Cổ phần Sài Gòn, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam... phải hoãn hoặc hủy kế hoạch phát hành trái phiếu (Nguyễn Thanh Huyền, 2012).

Trong khi thị trường trái phiếu doanh nghiệp đang rơi vào tình trạng ảm đạm thì năm 2011 lại được coi là năm thành công nhất của thị trường trái phiếu chính phủ. Theo thống kê của Hiệp hội Thị trường Trái phiếu Việt Nam (VBMA), năm 2011 ước tính có khoảng 27 đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp với khối lượng giao dịch khoảng 7.000 tỷ đồng, trong khi có tới 130 phiên

đấu thầu trái phiếu chính phủ, huy động được 81.716 tỷ đồng. Theo Ngân hàng Phát triển châu Á – ADB, giá trị của thị trường trái phiếu Việt Nam khoảng 17 tỷ USD, trong đó thị trường trái phiếu chính phủ chiếm 15 tỷ USD, trái phiếu doanh nghiệp chiếm 2 tỷ USD (Bảng 1).

Bảng 1: Giá trị thị trường trái phiếu tại Việt Nam

	Giá trị (tỷ)							
	9/2011		10/2011		11/2011		12/2011	
	VND	USD	VND	USD	VND	USD	VND	USD
Trái phiếu chính phủ	321.112	15	321.072	15	320.111	15	322.391	15
Trái phiếu doanh nghiệp	32.258	2	32.357	2	32.357	2	32.357	2
Tổng	353.370	17	353.429	17	352.468	17	354.748	17

Nguồn: Asian Development Bank (2012)

Như vậy, dòng tiền chảy vào thị trường trái phiếu Việt Nam không phải nhỏ, đồng thời cũng có rất nhiều doanh nghiệp Việt Nam muốn huy động vốn từ nguồn này.

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Với những đặc điểm của mình, CDS chính là công cụ hữu hiệu để xóa bỏ trở ngại rủi ro tín dụng. Bằng cách mua sự bảo vệ từ CDS, nhà đầu tư này có thể đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp, thay vì đầu tư vào trái phiếu Chính phủ hay gửi tiết kiệm tại các ngân hàng mà không sợ bị mất vốn. Như vậy, CDS giúp cung và cầu trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp có thể gặp nhau, góp phần đưa thị trường trái phiếu Việt Nam nói riêng và thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung vượt qua giai đoạn khó khăn hiện nay. Vì vậy, triển vọng phát triển của CDS tại Việt Nam là rất lớn.

Để việc triển khai CDS được thành công, trước hết các cơ quan quản lý cần phải có đủ kiến thức về sản phẩm này, đồng thời tổng hợp các kinh nghiệm thu được trong thời gian triển khai thí điểm để xây dựng khung pháp lý hoàn thiện, phù hợp với hoàn cảnh Việt Nam, như quy định về bên bán, bên mua, cách thức giao dịch, bồi thường... Đồng thời, cần tổ chức tuyên truyền và đào tạo cho các thành viên tham gia thị trường một cách thường xuyên để họ hiểu rõ hơn về lợi ích và rủi ro

của sản phẩm, giúp việc triển khai CDS ra thị trường được dễ dàng hơn.

Trong quá trình xây dựng khung pháp lý cho thị trường CDS, cần lưu ý những vấn đề sau để tránh những biến động bất lợi cho thị trường chứng khoán Việt Nam trong tương lai:

Thứ nhất, ngăn ngừa sự đầu cơ bằng cách cấm giao dịch CDS khống. Chính giao dịch này đã gây ra sự bất ổn cho thị trường như phân tích ở trên. Ngày 15/11/2011, Nghị viện châu Âu ra đạo luật cấm tất cả các cá nhân và tổ chức thuộc liên minh châu Âu không được tham gia vào giao dịch CDS khống. Vì vậy, CDS khống cũng nên bị cấm trên thị trường Việt Nam.

Thứ hai, thành lập Trung tâm thanh toán đối với các giao dịch CDS. Việc thành lập này nhằm tới ba mục đích: (i) Giúp lành mạnh hóa thị trường. Trung tâm thanh toán sẽ đưa ra những điều kiện để trở thành thành viên, từ đó chỉ những tổ chức thỏa mãn điều kiện đề ra mới trở thành thành viên của Trung tâm thanh toán và được phép cung cấp CDS ra thị trường; (ii) Tăng cường sự

giám sát. Các thành viên phải gửi báo cáo về giao dịch có liên quan đến CDS theo định kỳ cho Trung tâm thanh toán, để từ đó trung tâm sẽ giám sát và đưa ra những điều chỉnh kịp thời đối với hoạt động của các thành viên; (iii) Giúp thị trường minh bạch hơn. Trung tâm thanh toán sẽ tổng hợp và công bố các thông tin về giao dịch và phí CDS để làm nguồn thông tin tham khảo cho cơ quan quản lý, các thành viên tham gia thị trường cũng như công chúng ■

Tài liệu tham khảo

1. Asian Development Bank (2012). *Asia Bond Monitor April 2012*.
2. Bloomberg (2009). *JPMorgan, Goldman Sachs Lead CDS Dealers in Survey*.
3. DTCC (2012). *Depository Trust & Clearing Corporation*. www.dtcc.com/products/derivserv/data/index.php.
4. ISDA (2010). *Mid-Year Market Survey*. <http://www.isda.org/statistics/recent.html>.
5. Kopecki, Dawn; Shannon D. Harrington (2009). *Banning “Naked” Default Swaps Raise Corporate Funding Costs*. Bloomberg.
6. Ngân hàng Nhà nước (2006). Công văn 3324/NHNN-CSTT ngày 27/4/2006 cho phép Ngân hàng HSBC chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh triển khai thực hiện thí điểm việc cung cấp sản phẩm đầu tư gắn với rủi ro tín dụng cho khách hàng.
7. Ngân hàng Nhà nước (2006a). Công văn 3888/NH-CSTT ngày 25/5/2006 về việc cho phép Ngân hàng CitiBank chi nhánh Hà Nội được tiến hành thí điểm giao dịch hoán đổi rủi ro tín dụng.
8. Ngân hàng Nhà nước (2007). Công văn 8837/NHNN-CSTT ngày 10/8/2007 về việc cung cấp sản phẩm gắn với rủi ro tín dụng.
9. Nguyễn Thanh Huyền (2012). *Thị trường trái phiếu Việt Nam: Những thành tựu và hạn chế*. Tạp chí Tài chính số 4/2012.
10. Robert, A., J. (2010). *The Economics of Credit Default Swaps (CDS)*. Johnson School Research Paper (Series 31-2010).
11. Tett, G. (2009). *Fools Gold: How Unrestrained Greed Corrupted a Dream, Shattered Global Markets and Unleashed a Catastrophe*. New York, NY: Free Press.
12. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (2010). *Chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp (MBS) và Hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng (CDS) - Hai công cụ chứng khoán phái sinh chủ yếu gây ra khủng hoảng tài chính năm 2008 và gợi ý chính sách giám sát tài chính*.