

# Chứng khoán hóa

## Giải pháp hỗ trợ tích cực cho tín dụng bất động sản

PGS., TS. Tô Ngọc Hưng  
Học viện Ngân hàng

**Tóm tắt:** Bài viết giới thiệu cơ sở của việc áp dụng chứng khoán hóa (CKH) đối với các khoản vay bất động sản (BDS) từ kinh nghiệm thành công và thất bại từ quá trình phát triển CKH ở Mỹ. Từ bài học đó chỉ ra những rủi ro cũng như cơ hội của CKH BDS và đưa ra các đề xuất, kiến nghị để phát triển nghiệp vụ CKH BDS ở Việt Nam.

**Từ khóa:** Chứng khoán hóa bất động sản, nợ dưới chuẩn, bong bóng bất động sản.

### Đặt vấn đề

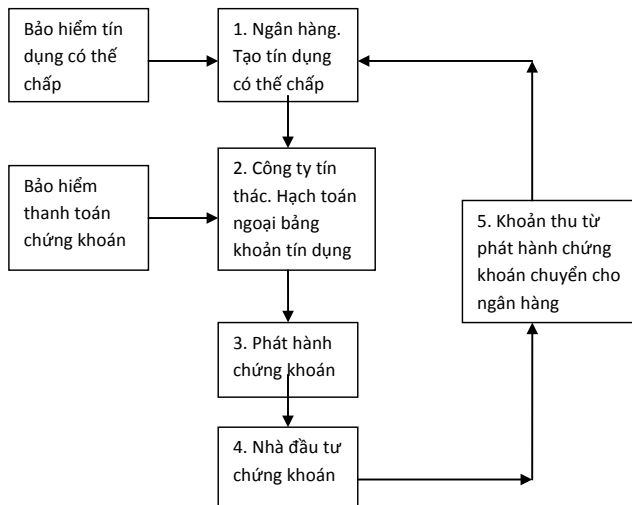
Theo số liệu báo cáo của các tổ chức tín dụng (TCTD), dư nợ cho vay lĩnh vực bất động sản (BDS) giảm 29,40%, từ 273.842 tỷ đồng (năm 2010) xuống 193.345 tỷ đồng (năm 2011), chiếm 7,78% trong tổng dư nợ. Đồng thời, nợ xấu trong lĩnh vực này tăng mạnh từ 1,49% (năm 2010) lên 3,50% (năm 2011). Số liệu công bố của Ngân hàng Nhà nước, cho thấy dư nợ tín dụng đối với hoạt động kinh doanh BDS tính đến hết tháng 4/2012 là 151.678 tỷ đồng. Tuy nhiên, theo thống kê của Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia, tỷ lệ dư nợ cho vay hoặc đầu tư vào BDS thực tế cao hơn số báo cáo và nợ xấu trong BDS khá lớn. Dư nợ BDS và tỷ lệ nợ xấu được ước tính lần lượt cao gấp 1,8 lần và 8,4 lần số liệu báo cáo (Tô Ngọc Hưng và Nguyễn Đức Trung (2012). Trong bối cảnh thị trường BDS có xu hướng giảm giá và đóng băng kéo dài thì tín dụng BDS thực sự trở thành vấn đề đáng quan ngại. Hơn thế, với tình trạng trên, việc mất cân đối kỳ hạn giữa tài sản có và tài sản nợ là điều dễ nhận thấy tại một số ngân hàng thương mại (NHTM). Một số NHTM Việt Nam thực sự đang gặp nhiều vấn đề với rủi ro lãi suất và rủi ro thanh khoản. Do đó, việc tìm ra giải pháp phù hợp để xử lý vấn đề trên trở nên hết sức cấp thiết. Về nguyên tắc, để xử lý tình trạng trên, điểm quan trọng là phải tăng tính thanh khoản đối với

các khoản cho vay BDS. Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra giải pháp thành lập công ty quản lý tài sản để xử lý các khoản nợ xấu trong đó có nợ xấu BDS. Tuy nhiên, theo kinh nghiệm của nhiều quốc gia, CKH các khoản vay BDS cũng cần được xem như một giải pháp phù hợp cho tình hình tín dụng BDS Việt Nam hiện nay. Bài nghiên cứu này tập trung chỉ ra: (i) Cơ sở của việc áp dụng CKH đối với các khoản vay BDS; (ii) Giải pháp áp dụng CKH đối với các khoản vay BDS tại Việt Nam trong giai đoạn hiện nay.

### Cơ sở của việc áp dụng chứng khoán hóa đối với các khoản vay bất động sản

CKH là việc ngân hàng đem tài sản có ở nội bảng chưa đến hạn của mình bán cho những người đầu tư dưới hình thức phát hành chứng khoán (Nguyễn Văn Tiến, 1999). Tiền từ người mua các giấy tờ có giá này sẽ được chuyển đến các ngân hàng cho vay thế chấp để các tổ chức này tiếp tục cho người đem thế chấp tài sản vay tiền. Chứng khoán hoá các khoản cho vay và các tài sản khác là một phương pháp huy động vốn và hạn chế rủi ro đơn giản của ngân hàng. Chứng khoán hoá tài sản đòi hỏi ngân hàng phải dành riêng một nhóm các tài sản sinh lời - như các khoản cho vay mua nhà thế chấp hoặc cho vay tiêu dùng và bán ra thị trường các

**Hình 1: Quá trình CKH qua trung gian**



Nguồn: Nguyễn Văn Tiến (1999)

chứng khoán phát hành trên những tài sản đó. Khi các tài sản được thanh toán, ví dụ khi người vay hoàn trả vốn vay và lãi cho ngân hàng, ngân hàng sẽ chuyển khoản thanh toán này cho người sở hữu những giấy tờ có giá nói trên. Về bản chất, các khoản cho vay của ngân hàng đã chuyển thành chứng khoán được mua bán tự do. Về phần mình, ngân hàng sẽ nhận lại phần vốn đã bỏ ra để có các tài sản đó và sử dụng nguồn vốn này vào việc tạo ra những tài sản mới hoặc để trang trải các khoản chi phí hoạt động.

CKH chính là quá trình đưa các tài sản thế chấp sang thị trường thứ cấp nơi mà chúng có thể trao đi đổi lại. Nó đã biến các tài sản kém thanh khoản thành những chứng khoán thanh khoản cao. CKH là một sản phẩm của tài chính cấu trúc. Động cơ để các các nhà kinh doanh sử dụng tài chính cấu trúc là nhằm giảm bớt chi phí huy động vốn, thay đổi cơ cấu vốn giữa tài sản nợ và tài sản có, chuyển hóa nợ của bản thân ngân hàng, công ty thành các khoản nợ của công chúng, làm cho bảng cân đối kết toán được như ý, thu được lợi nhuận từ việc cung cấp các dịch vụ liên quan trong quá trình thực hiện các sản phẩm của mình...

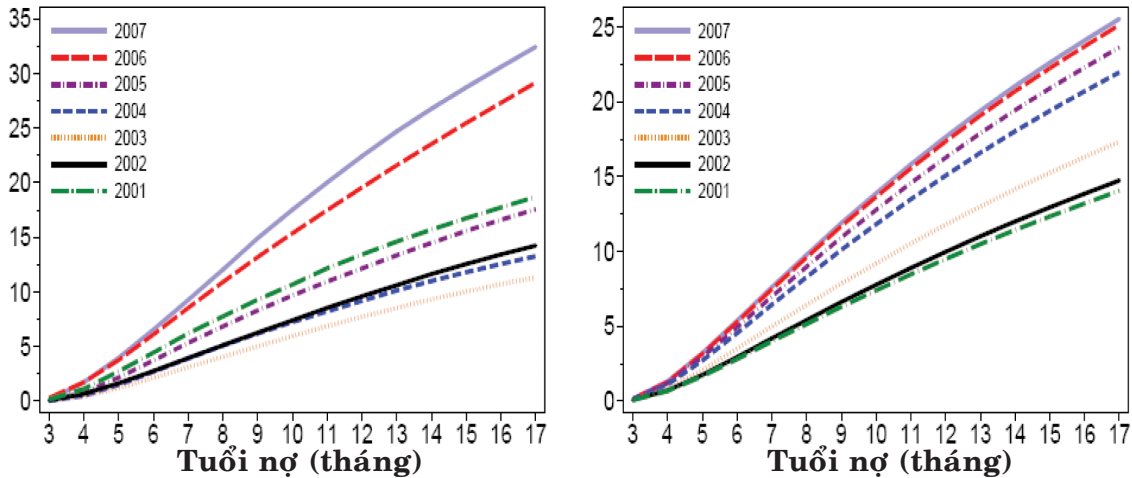
Khi các ngân hàng thực hiện nghiệp vụ CKH, họ đã thể hiện chức năng môi giới tài sản hơn là chuyển hóa tài sản. Vì vậy, yếu tố quyết định thành công của CKH nằm ở giá trị, chất lượng

của tài sản thế chấp cho khoản vay. Quá trình tạo chứng khoán thông qua trung gian bắt đầu từ một khoản cho vay thế chấp. Khoản vay được cung cấp bởi các ngân hàng cho người đi vay để tài trợ hoặc tái tài trợ cho việc mua nhà hoặc một tài sản có giá trị khác. Các khoản vay này có thời hạn kéo dài tới 15 năm, 30 năm, có thể là lãi suất cố định hay thả nổi và trong suốt thời gian của khoản vay dư nợ được hoàn trả dần dần. Dư nợ giảm dần cho tới khi nó được hoàn trả hết cho đến hạn, các khoản trả hàng tháng này thường bao gồm cả gốc và lãi. Tại Mỹ, tỷ lệ CKH đã tăng từ 54% năm 2001 lên 75% năm 2006 (Sherlund, 2008).

Xét về lợi ích, CKH giúp các NHTM cân đối lại kỳ hạn giữa tài sản có (các khoản cho vay thời hạn dài) với tài sản nợ (thường có thời hạn ngắn), từ đó giúp các NHTM hạn chế được rủi ro thanh khoản và rủi ro lãi suất.

Tuy nhiên, các NHTM cũng như hệ thống ngân hàng cũng ở vị thế mở với rủi ro khi thực hiện nghiệp vụ CKH. Cụ thể, các ngân hàng phải đối mặt với rủi ro hoàn trả trước hạn và rủi ro nghiệp vụ bắt nguồn từ sự suy giảm nhu cầu trên thị trường chứng khoán. Đối với toàn hệ thống, tính liên thông giữa thị trường BĐS và thị trường tín dụng gia tăng dẫn đến hoạt động ngân hàng phụ thuộc ngày càng nhiều vào thị trường BĐS và ngược lại. Khi thực hiện CKH, các NHTM sẽ có nhiều thuận lợi trong việc mở rộng tín dụng. Để đảm bảo mục tiêu lợi nhuận, thông thường, các NHTM sẽ sử dụng nguồn vốn từ nghiệp vụ CKH tiếp tục đầu tư vào cho vay BĐS (khoản vay mà người đi vay chấp nhận thanh toán lãi suất cao). Để phục vụ chính sách tăng trưởng tín dụng trên, việc nới lỏng các điều kiện cho vay là điều tất yếu. Từ đó, việc hình thành một khối lượng lớn các khoản cho vay dưới chuẩn cũng là vấn đề có tính hiển nhiên. Bên cạnh đó, chính việc mở rộng tín dụng lại dẫn đến kích thích hình thành “bong bóng” BĐS. Khi xảy ra rủi ro hệ thống, thường bắt đầu từ sự suy giảm kinh tế theo tính chu kỳ, thị trường BĐS gặp vấn đề thì nhiều NHTM sẽ gặp khó khăn thậm chí sụp đổ. Khủng hoảng

Hình 2: Tỷ lệ vỡ nợ thực tế và tỷ lệ vỡ nợ điều chỉnh (%)



Nguồn: Sherlund (2008)

“nợ dưới chuẩn” tại Mỹ giai đoạn 2007-2009 là minh chứng rõ nét những hệ lụy của việc phát triển không hợp lý hoạt động CKH.

Hiện tượng bong bóng nhà đất kéo dài suốt giai đoạn 2001-2005 ở Mỹ. Đầu tiên lãi suất thấp đã khuyến khích người dân mua nhà từ nguồn vay cầm cố, đẩy giá nhà liên tục leo thang, tăng 10% năm 2002 và tăng bình quân trên 25%/năm giai đoạn 2003-2005. Sự bùng nổ giá nhà đất giai đoạn này là một yếu tố quan trọng đóng góp vào sự phục hưng kinh tế của Mỹ. Tuy nhiên, sự phục hồi kinh tế của Mỹ cùng với nguy cơ lạm phát gia tăng bởi cả những yếu tố từ cung, cầu thúc đẩy Cục Dự trữ Liên bang Mỹ tăng lãi suất trở lại, đến tháng 8/2005 lãi suất liên ngân hàng định hướng của Mỹ (Fed Fund Rate) đạt mức 3,75%/năm và sau đó còn tiếp tục tăng nên không còn là mức lãi suất hấp dẫn đối với người mua nhà. Bong bóng nhà đất bắt đầu xì hơi. Năm 2006 thị trường sụt giảm mạnh, tháng 8/2006, chỉ số xây dựng nhà của Mỹ giảm hơn 40% so với cùng kỳ năm trước, nhen nhóm lên nguy cơ khủng hoảng tín dụng trên thị trường cho vay cầm cố dưới tiêu chuẩn. Tỷ lệ vỡ nợ của người vay tăng lên, đặc biệt là những người vay dưới tiêu chuẩn, cùng với nó là sự gia tăng nhanh chóng của hoạt động xiết nợ từ các công ty cho vay. Theo Turner (2008) giá trị của BĐS cư trú đã giảm từ 20.160 tỷ vào giữa năm 2007 xuống còn 19.430 tỷ USD vào giữa năm 2008, tương đương với 3,6%. Trên thực tế, có khoảng

52 triệu công dân Mỹ vay mua nhà lần đầu và trung bình hàng năm có khoảng 750.000 người phá sản, không thể thực hiện các khoản thanh toán nợ vay (Turner, 2008). Tuy nhiên, trong năm 2006, con số này đã lên tới mức 1 triệu người, con số này vào năm 2007 là gần 1,5 triệu người và năm 2008 là 2 triệu người. Sự bất ổn đã lan dần từ khu vực này sang khu vực khác, bắt đầu từ khu vực nhà ở sang ngân hàng và các thị trường tài chính, sau đó là sang tất cả các khu vực khác của nền kinh tế.

Vấn đề trên thị trường BĐS đã kéo theo một loạt các vấn đề phát sinh ở các tổ chức nắm giữ các khoản vay thế chấp, chứ không dừng lại ở những người nắm giữ các BĐS. Từ giữa năm 2007 đến giữa năm 2008, các ngân hàng của Mỹ đã phải xóa sổ khoảng 400 tỷ USD và phát hành cổ phiếu mới trị giá 200 tỷ USD. Thêm vào đó, lượng vốn của các ngân hàng vào thời điểm giữa năm 2008 chỉ dừng lại ở con số 1170 tỷ USD. Do vậy, việc xuất hiện thêm các tổn thất và các khoản tín dụng bị xóa sổ đã đe dọa nghiêm trọng đến sự tồn vong của hệ thống ngân hàng (Sherlund, 2008)

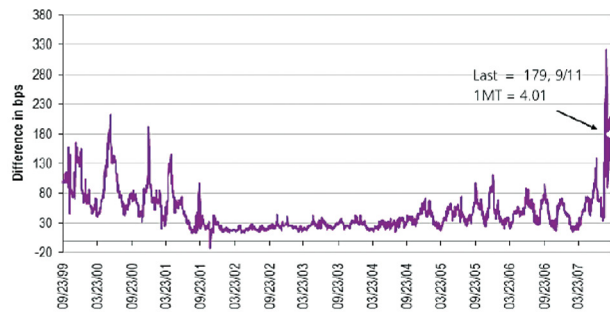
Tốc độ tăng giá nhà ở mức hai con số hàng năm tại thị trường Mỹ đã báo trước một sự bất ổn và mức tăng tỷ số giá trên thu nhập tất yếu phải sụt giảm. Bong bóng nhà ở vỡ trên thị trường Mỹ vào giữa năm 2007 đã tạo ra các tổn thất lan rộng sang thị trường các sản phẩm tài chính

được CKH giống như các chứng khoán được bảo đảm bằng các khoản vay thế chấp. Giá nhà sụt giảm trong giai đoạn 2007-2008 và sự sụt giảm trên thị trường chứng khoán đã gây ra thiệt hại lên tới hàng ngàn tỷ USD mà chỉ trong 9 tháng đã đạt ở mức ước tính là 2.400 tỷ USD (Turner, 2008). Mặt khác, cũng cần đề cập thêm rằng phần bù được xác định trong hợp đồng hoán đổi tín dụng lại không thể trang trải được hết mức tổn thất khổng lồ do hàng loạt vụ vỡ nợ chưa từng thấy trong suốt thời kỳ suy thoái. Vì cuộc khủng hoảng tài chính có xu hướng dẫn tới một cuộc suy thoái, những tổn thất xuất hiện từ hợp đồng hoán đổi tín dụng sẽ còn có thể lớn hơn trong quá trình suy thoái. Và điều này có thể tạo ra chi phí của khoản hỗ trợ tài chính lên tới 1.000 tỷ USD một năm khi tốc độ tăng trưởng kinh tế chậm lại. Do những tác động tiêu cực đến nền kinh tế như làm suy giảm chi tiêu tiêu dùng (do nền kinh tế thiếu ổn định), giảm sút trong cho vay (do sự gia tăng của rủi ro tín dụng và phần bù rủi ro tín dụng) và gia tăng số lượng của các vụ phá sản, cuộc suy thoái kéo dài và ngày càng trầm trọng lại có thể làm cho chi phí tăng thêm này ngày càng nhiều hơn. Tổng chi phí của cuộc khủng hoảng có thể lên tới con số trên 10.000 tỷ USD.

Cần phải nhấn mạnh rằng việc định giá thấp phần bù rủi ro vỡ nợ và phần bù rủi ro hệ thống trên thị trường hoán đổi tín dụng đã làm cho thị trường cho vay và CKH trở nên quá tải. Một số lượng lớn các khoản vay được nắm giữ bởi các tổ chức tài chính có thể vẫn không đủ bù đắp cho những rủi ro vỡ nợ trên những tài sản mà nó nắm giữ dù có những khoản thanh toán lãi. Tổn thất trên những khoản đầu tư như vậy có thể vượt quá hiệu ứng giảm thiểu rủi ro của bất kỳ một hợp đồng hoán đổi tín dụng nào dù có tham gia vào các hợp đồng đối ứng. Thêm vào đó, trong giai đoạn này, lòng tin giữa các ngân hàng đã bị xâm hại nghiêm trọng đẩy lãi suất Libor tăng lên đột biến (Hình 3).

Như vậy, khủng hoảng nợ dưới chuẩn Mỹ bắt nguồn từ nhiều nguyên nhân. Những nguyên nhân chính bao gồm sự nới lỏng các điều kiện

**Hình 3: Lãi suất Libor - kì hạn 1 tháng (đơn vị: điểm cơ bản)**



Nguồn: Bloomberg (2008)

cho vay thế chấp nhà ở, sự thiếu phù hợp trong bảo hiểm hoạt động tín dụng BĐS và định giá thiếu chính xác cũng như không điều tiết hiệu quả hoạt động hoán đổi tín dụng.

Tóm lại, việc phát triển CKH có tính hai mặt. Nếu không tránh được những sai lầm từ bài học kinh nghiệm của Mỹ thì CKH có thể trở thành cội nguồn của khủng hoảng tín dụng dưới chuẩn. Tuy nhiên, nếu đảm bảo xử lý hiệu quả những vấn đề nêu trên thì CKH lại tạo ra một cơ hội để các NHTM hạn chế rủi ro thanh khoản và rủi ro lãi suất.

**Các đề xuất và kiến nghị góp phần phát triển nghiệp vụ chứng khoán hóa tại Việt Nam**

Tại Việt Nam, sau giai đoạn mở rộng tín dụng, đặc biệt là tín dụng BĐS và tín dụng liên quan đến bảo đảm tài sản bằng BĐS, nhiều NHTM Việt Nam, đặc biệt là NHTM quy mô nhỏ gặp nhiều khó khăn trong việc thu hồi vốn khi thị trường BĐS gần như đóng băng trong năm 2012. Điều tất yếu là nợ xấu trong lĩnh vực tín dụng này tăng cao và sẽ còn tiếp tục tăng khi không cải thiện được tình hình của thị trường BĐS.

Nhiều giải pháp đã được đưa ra như việc đề xuất sử dụng dự phòng rủi ro tín dụng, xây dựng công ty mua bán nợ và quản lý tài sản thuộc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cũng như nhiều giải pháp từ Bộ Xây dựng, Bộ Tài chính ... trong giải quyết vấn đề tồn kho BĐS. Tuy nhiên, xét trên góc độ chủ động từ chính các NHTM, nếu có cơ chế phù hợp, việc thực hiện CKH sẽ góp phần giải quyết nhiều tồn tại của hệ thống



các NHTM. Nếu thực hiện CKH hiệu quả sẽ góp phần hạn chế rủi ro thanh khoản của các NHTM, giảm thiểu rủi ro lãi suất từ sự mất cân đối kỳ hạn giữa tài sản nợ và tài sản có của hệ thống ngân hàng. Đồng thời, thông qua hoạt động CKH, có thể kích thích tăng trưởng tín dụng từ đó kích cầu và kết quả cuối cùng là tháo gỡ những khó khăn của thị trường BĐS.

Từ kinh nghiệm về hoạt động CKH tại Mỹ, các NHTM Việt Nam nên triển khai việc CKH theo định hướng hạn chế tối đa các rủi ro. Các công việc cần phải thực hiện bao gồm:

**Thứ nhất**, các NHTM cần thực hiện nghiêm túc việc tái xếp hạng và phân loại các khoản cho vay BĐS nhà ở. Đối với các khoản cho vay có bảo đảm bằng BĐS nhà ở cũ, cần phân tách thành hai nhóm: các khoản cho vay đủ chuẩn và khoản cho vay dưới chuẩn. Đối với các khoản cho vay đủ chuẩn, NHTM có thể đơn giản tập hợp các khoản cho vay này lại theo các nhóm đối tượng (ví dụ cho vay BĐS chung cư tại từng khu vực, cho vay BĐS nhà phân lô, cho vay BĐS biệt thự...) sau đó thực hiện quy trình CKH. Đối với các khoản cho vay dưới chuẩn, việc tập hợp để CKH là cần thiết nhưng phải thực hiện dự phòng rủi ro tín dụng phù hợp. Đối với các khoản cho vay mới, sẽ chỉ thực hiện CKH các khoản cho vay BĐS nhà ở đủ chuẩn.

**Thứ hai**, các NHTM cũng cần thuê chuyên gia nước ngoài tập hợp và phân nhóm các khoản cho vay để chuẩn bị cho việc CKH. Phát triển các sản phẩm chứng khoán trong giai đoạn hiện tại, theo kinh nghiệm các NHTM trên thế giới thì lộ trình nên thực hiện như sau: (i) Phát hành giấy tờ có giá được bảo đảm bằng BĐS không qua trung gian MBB - Mortgage Backed Bond. Theo đó, các NHTM vẫn duy trì các khoản cho vay ở nội bảng. NHTM tách tài sản cho vay có thể chấp ở nội bảng thành một nhóm (nhưng vẫn duy trì ở nội bảng) và dùng nó làm tài sản bảo đảm để phát hành chứng chỉ MBB. Thông thường, cần một công ty tín thác luôn giám sát số tài sản đã được tách ra và công ty phải bảo đảm rằng giá trị thị trường của tài sản bảo đảm luôn lớn hơn mệnh giá của

các chứng chỉ MBB. Hơn thế, về mặt nguyên tắc, người nắm giữ chứng chỉ MBB luôn là người có quyền đầu tiên được phân chia tài sản nếu ngân hàng phá sản. Từ những đặc điểm trên, việc phát hành chứng chỉ MBB sẽ đảm bảo khả năng thành công trong việc thu hút nguồn vốn từ các nhà đầu tư; (ii) NHTM triển khai việc phát hành các chứng chỉ bảo đảm bằng bất động qua trung gian - MBS (Mortgage Backed Security). Cụ thể, trên cơ sở có bảo lãnh, ngân hàng tiến hành CKH khoản tín dụng vừa tạo thông qua công ty tín thác để tạo thành các chứng chỉ MBS. Để đảm bảo việc phát triển hiệu quả chứng chỉ MBS, cần phải đảm bảo tính minh bạch thông tin về các BĐS được sử dụng làm thế chấp cho các khoản vay, mà sau khi CKH thì các BĐS này sẽ trực tiếp là tài sản bảo đảm của các chứng chỉ MBS. Việc thực hiện thành công phát hành loại chứng khoán này chỉ được đảm bảo khi các BĐS thế chấp đảm bảo tính khả mại và duy trì giá trị ổn định; (iii) NHTM sẽ phát triển chứng chỉ CMO - Collateralised mortgage obligation (chứng chỉ bảo đảm trên cơ sở các giấy tờ có giá được thế chấp bằng BĐS). Trên cơ sở các MBS, các tổ chức có thể sử dụng chứng chỉ này để cầm cố phát hành các chứng chỉ CMO đa hạng. Các CMO nên chia thành ba hạng: Hạng A là những chứng chỉ có thời lượng ngắn nhất với sự bảo đảm hoàn trả trước hạn thấp nhất. (chứng chỉ này hấp dẫn những nhà đầu tư có nhu cầu duy trì tài sản có thời lượng ngắn); Hạng B có mức bảo đảm hoàn trả trước hạn cao hơn hạng A với thời lượng từ 5 đến 7 năm và hạng C có mức bảo đảm hoàn trả trước hạn cao nhất với thời lượng từ 15 đến 20 năm.

**Thứ ba**, tạo lập các điều kiện để các NHTM có thể thực hiện CKH:

- Thành lập các công ty tín thác để hỗ trợ phát hành chứng khoán. Theo kinh nghiệm của Úc, để phục vụ việc CKH, Chính phủ đã thành lập ba tổ chức thuộc Chính phủ: The First Australia National Mortgage Acceptance Corporation Limited (FANMAC); The Keystart Bond Program; và The Victorian Housing Bond Program. Các công ty này dưới sự bảo trợ của Chính phủ, đã hỗ trợ và cam kết bảo đảm không

hạn chế đối với người đầu tư vào CKH tài sản ngân hàng. Kết quả là, các chứng khoán được phát hành trên cơ sở bảo lãnh của các tổ chức trực thuộc Chính phủ luôn được xếp hạng tín nhiệm cao và trở nên hấp dẫn những nhà đầu tư. Trong trường hợp chứng khoán được phát hành bởi FANMAC, thì mọi sự thiếu hụt hay chậm trong khâu thanh toán lãi coupon và gốc đối với người đầu tư đều được tổ chức này thanh toán đầy đủ và kịp thời. Tại Mỹ, các cơ quan hỗ trợ đều trực thuộc Chính phủ là The Federal National Mortgage Association - FNMA và The Government National Mortgage Association - GNMA. Như vậy, để đảm bảo việc CKH thành công, Chính phủ Việt Nam cần xây dựng các tổ chức tương tự trên cơ sở cân đối thu chi ngân sách Nhà nước trong điều kiện phải thực hiện nghĩa vụ bảo lãnh.

- Tạo lập hành lang pháp lý. NHNN Việt Nam tham mưu cho Chính phủ nghiên cứu và ban hành sớm quy chế về CKH trong điều kiện hướng đến đảm bảo hạn chế tối đa các rủi ro cho từng ngân hàng đơn lẻ cũng như toàn hệ thống. Việc ban hành quy chế này nên thực

hiện trên cơ sở nghiên cứu những thất bại trong phát triển CKH của các quốc gia, đặc biệt là Mỹ. Bên cạnh đó, NHNN Việt Nam cần phối hợp với các Bộ ban ngành liên quan để sớm xây dựng các văn bản pháp quy và các tổ chức trong điều hành các thị trường phái sinh (cụ thể là thị trường hoán đổi tín dụng) cũng như các thị trường liên quan đến CKH (thị trường chứng khoán, thị trường BĐS và thị trường bảo hiểm). Theo đó, các văn bản pháp lý và các tổ chức được xây dựng theo hướng hạn chế tối đa sự nguy hiểm bắt nguồn từ tính liên thông giữa các thị trường trên khi kinh tế vĩ mô trở nên bất ổn.

Thay cho lời kết, việc thực hiện CKH trở thành xu thế tất yếu đối với sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam. Tuy nhiên, để việc triển khai thành công và tránh những sai lầm của các quốc gia đi trước, các NHTM và cơ quan quản lý nhà nước cần thực hiện các giải pháp toàn diện. Theo đó, các tổ chức liên quan cần xây dựng lộ trình triển khai cũng như luôn phát triển hoạt động CKH theo định hướng hạn chế tối đa rủi ro ■

### Tài liệu tham khảo

1. Nguyễn Văn Tiến (1999). *Quản trị rủi ro trong kinh doanh ngân hàng*, Nhà xuất bản Thống kê.
2. Turner, G (2008). *The credit Crunch: Housing Bubbles, Globalisation and the Worldwide Economic Crisis*. Pluto Press, Anh.
3. Sherlund, S., M. (2008). *The Role of the Securitization Process in the Subprime Crisis*, Division of Research and statistics Board of Governor of the Federal Reserve System.
4. Tô Ngọc Hưng và Nguyễn Đức Trung (2012). *Đánh giá hoạt động ngân hàng Việt Nam 6 tháng đầu năm 2012 và dự báo 6 tháng cuối năm 2012*. Đề tài nghiên cứu khoa học cấp Học viện năm 2012-DTNH.16-2012.