

Chứng khoán hóa và những bài học kinh nghiệm thực tiễn từ khủng hoảng thị trường bất động sản của Mỹ

ThS Phạm Kim Loan

(Đại học Ngân hàng TP.Hồ Chí Minh)

Có thể nói khủng hoảng thị trường bất động sản tại Mỹ đã tác động rất lớn đến toàn bộ nền kinh tế. Trong đó thị trường tài chính và hoạt động của các NHTM nước này chịu tác động ảnh hưởng lớn nhất và trực tiếp, mà hậu quả của nó là nhiều Ngân hàng mất khả năng thanh khoản phải sáp nhập, hợp nhất hoặc đóng cửa; hoặc được Chính phủ mua lại. Nguyên nhân bản chất của tình hình xuất phát từ chính các khoản cho vay bất động sản phát sinh nợ xấu, khách hàng vay không có khả năng trả nợ, do thị trường bất động sản khủng hoảng. Theo đó lượng bán ra ào ạt, với giá thấp song không có người mua, đã dẫn đến hiện tượng đóng băng của thị trường này liên tục trong nhiều tháng qua. Diễn biến này đã tác động ảnh hưởng chung đến quá trình tăng trưởng và phát triển kinh tế Mỹ, trong đó các chính sách vĩ mô (về lãi suất; về tái cấp vốn và tài trợ của Chính phủ) liên tục được đưa ra, điều chỉnh nhằm khôi phục nền kinh tế. Thực tế này là bài học kinh nghiệm lớn đối với mọi nền kinh tế nói chung và kinh tế Việt Nam nói riêng. Trong đó thị trường tài chính nước ta, cần có những nhìn nhận đầy đủ hơn về quá trình phát triển và các biện pháp tăng trưởng đảm bảo sự phát triển ổn định, hiệu quả và bền vững.

Sự phát triển của thị trường tài chính không chỉ gắn liền với sự phát triển của mỗi nền kinh tế - đây là bước phát triển mang tính khách quan. Tuy nhiên đi kèm đó là quá trình phát triển các công cụ của thị trường, các sản phẩm của thị trường - điều này phản ánh trình độ phát triển của thị trường tài chính mỗi quốc gia. Trong đó công cụ chứng khoán hoá – như là động lực thúc đẩy thị trường tài chính Mỹ và các các nước phát triển khác trên thế giới phát triển nhanh và hiệu quả trong suốt các thập kỷ qua. Song bên cạnh đó công cụ này cũng đã và đang phát sinh những tồn tại hạn chế nhất định, mà thực tiễn cuộc khủng hoảng thị trường bất động sản đã và đang minh chứng cho những tồn tại hạn chế của công cụ chứng khoán hoá và đó cũng chính là bài học kinh nghiệm rất lớn, quý báu đối với quá trình phát triển và ứng dụng công cụ này đối với thị trường tài chính nước ta. Với ý nghĩa đó bài viết đặt vấn đề phân tích và đưa ra những bài học kinh nghiệm từ khủng hoảng thị trường bất động sản Mỹ đối với việc ứng dụng và phát triển kỹ thuật chứng khoán hoá tại Việt Nam.

❖ **Ứng dụng và Phát triển kỹ thuật chứng khoán hoá là cần thiết.** Sự cần thiết này xuất phát từ chính đòi hỏi phát triển của thị trường tài chính, của nền kinh tế và gắn liền với các lợi ích cơ bản mà kỹ thuật chứng khoán hoá mang lại. Điều này thể hiện trên 04 phương diện sau:

I. Thực hiện chứng khoán hoá, cho phép khắc phục được những tồn tại hạn chế về nguồn vốn cho vay trung dài hạn của các Ngân hàng thương mại. Đồng thời đảm bảo cho các NHTM hoạt động hiệu quả, đúng bản chất - hoạt động trên thị trường tiền tệ nhằm đáp ứng vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh và vốn lưu động của doanh nghiệp. Hiện nay các Ngân hàng thương mại được sử dụng nguồn vốn cho vay trung dài hạn bao gồm: nguồn vốn huy động trung dài hạn; tỷ lệ vốn ngắn hạn được sử dụng cho vay trung dài hạn và vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên nguồn vốn cho vay trung dài hạn của các Ngân hàng hạn chế, chỉ đáp ứng được khoảng 50% -60% nhu cầu vay vốn trung dài hạn. Bộ phận vốn còn lại sử dụng nguồn ngắn hạn. Thực tế này tạo áp lực rất lớn về nguồn vốn cho vay trung dài hạn của các Ngân hàng thương mại nói chung và cho vay bất động sản nói riêng, tạo ra khó khăn thực sự về nguồn vốn để đáp ứng nhu cầu tín dụng bất động sản. Do vậy việc áp dụng, thực hiện các giải pháp huy

động về vốn có tính chiến lược và ý nghĩa căn bản, với việc áp dụng kỹ thuật chứng khoán hoá các tài sản tài chính nói chung và các khoản tín dụng bất động sản nói riêng của các Ngân hàng thương mại trong điều kiện hiện nay là cần thiết và có ý nghĩa thực hiện, thực thi cao. Trong trường hợp đó các khoản nợ cho vay bất động sản sẽ được các Ngân hàng thương mại bán cho các tổ chức trung gian đặc biệt (là cơ sở để các tổ chức này phát hành trái phiếu – trái phiếu dựa trên các khoản nợ cho vay bất động sản) và do đó các Ngân hàng thương mại có thể mở rộng khả năng cho vay thời hạn dài từ 20-30 năm. Đồng thời tạo điều kiện cho các Ngân hàng thương mại đẩy nhanh quá trình tuần hoàn và chu chuyển vốn, khai thác và sử dụng vốn hiệu quả.

2. Thúc đẩy thị trường tài chính phát triển: Thực tế hiện nay, thị trường tài chính, thị trường chứng khoán phát triển nước ta mới chỉ phát triển ở mức độ thấp, mặc dù đạt được những kết quả nhất định về tốc độ tăng trưởng của thị trường chứng khoán trong những năm qua (về số lượng nhà đầu tư; về giá; về các công ty chứng khoán....) tuy nhiên đánh giá chung, trình độ phát triển của thị trường vẫn chưa cao và chưa đầy đủ. Sự phát triển của thị trường vốn, thị trường chứng khoán nước ta mới ở trình độ thấp và giai đoạn đầu phát triển. Một trong nguyên nhân cơ bản đó là lượng hàng hoá (các loại chứng khoán: cổ phiếu; trái phiếu; giấy tờ có giá...) còn ít và chưa đa dạng. Sự phát triển của thị trường vẫn còn tồn tại nhiều vấn đề đặt ra cần quan tâm như tăng trưởng thiếu ổn định; sự hạn chế về công nghệ và hạ tầng thông tin; tính chuyên nghiệp của các công ty chứng khoán còn hạn chế; nhà đầu tư thiếu trình độ và mang nặng yếu tố tâm lý, bầy đàn.... Chính vì lẽ đó việc thực hiện chứng khoán hoá các khoản tín dụng bất động sản sẽ là nguồn cung cấp hàng hoá cho thị trường, góp phần kích thích thị trường phát triển. Đồng thời đa dạng hoá danh mục hàng hoá, tạo ra nhiều sự lựa chọn cho các nhà đầu tư.

3. Chứng khoán hoá tạo điều kiện phát triển hoàn thiện các loại thị trường có liên quan: tín dụng; chứng khoán và thị trường bất động sản. Việc chứng khoán hoá các khoản tín dụng bất động sản sẽ cho phép đáp ứng tốt nhất nhu cầu về các sản phẩm bất động sản của người dân, của nền kinh tế. Trên cơ sở tạo ra nguồn vốn lớn để đáp ứng nhu cầu phát triển bất động sản; phát triển nhà ở cũng như tạo ra nguồn vốn cho các Ngân hàng thương mại để tiếp tục cho vay mở rộng và tăng trưởng tín dụng bất động sản.

4. Tạo điều kiện sử dụng hiệu quả các nguồn lực của nền kinh tế - xã hội: Chứng khoán hoá các khoản tín dụng bất động sản của các Ngân hàng thương mại tạo điều kiện khai thác và sử dụng hiệu quả mọi nguồn lực trong xã hội, trong nền kinh tế. Theo đó các khoản vốn nhàn rỗi trong dân cư được thu hút thông qua việc người dân đầu tư, mua các chứng khoán hoá dựa trên các khoản cho vay bất động sản. Trên cơ sở đó cùng với các hình thức đầu tư khác như gửi tiền ngân hàng; mua vàng tích lũy; kinh doanh... người dân có thêm sự lựa chọn các chứng khoán hoá từ các khoản cho vay bất động sản để đầu tư. Dưới góc độ vĩ mô, việc ra đời của loại chứng khoán mới (chứng khoán hoá trên cơ sở các khoản tín dụng bất động sản) sẽ thu hút, khai thác mọi nguồn vốn nhàn rỗi, nhàn rỗi trong nền kinh tế để sử dụng đầu tư vào lĩnh vực sản xuất kinh doanh, tạo khả năng sinh lợi cao, góp phần thúc đẩy nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng và phát triển.

Tuy nhiên để phát triển và ứng dụng kỹ thuật chứng khoán hoá tại Việt Nam, không chỉ cần một quá trình (về chuẩn bị cơ sở hạ tầng kỹ thuật: luật pháp; các tổ chức tài chính liên quan; cơ chế chính sách....) mà cần có đánh giá nhìn nhận đầy đủ hơn về lợi ích cũng như những tác động không tích cực của công cụ này trong tương lai mà hậu quả của cuộc khủng hoảng thị trường tín dụng bất động sản đã và đang diễn ra tại Mỹ như là bài học kinh nghiệm thực tiễn quý báu đối với quá trình ứng dụng và phát triển kỹ thuật này tại Việt Nam.

❖ **Chứng khoán hoá tại Mỹ và những bài học kinh nghiệm:**

Như chúng ta đều biết chứng khoán hoá là công cụ tài chính hiện đại, được phát triển từ năm 1977 tại Mỹ và phát triển mạnh vào những năm 90 của thế kỷ trước. Tiếp cận theo hướng đơn giản và dễ hiểu nhất, chứng khoán hoá là một quá trình huy động vốn bằng cách sử dụng các

tài sản có trên bảng cân đối kế toán (như: các khoản cho vay bất động sản; các khoản cho vay tiêu dùng; cho vay thế tín dụng; cho vay thương mại....) làm tài sản đảm bảo cho việc phát hành các loại chứng khoán nợ. Nói cách khác đây là quá trình phát hành chứng khoán nợ trên cơ sở đảm bảo bởi dòng tiền mặt tương lai sẽ thu hồi được từ một nhóm tài sản tài chính sẵn có. Trong đó các nhà đầu tư mua chứng khoán này chấp nhận rủi ro liên quan tới danh mục tài sản đảm bảo được đem ra chứng khoán hoá.

- Tại Mỹ 2 tổ chức là Fannie Mae và Freddie Mac, là hai tổ chức tài chính lớn nhất thực hiện vai trò là tổ chức trung gian chuyên trách (SPV) thực hiện nghiệp vụ chứng khoán hoá. Theo đó 2 định chế tài chính trung gian này mua các khoản nợ cho vay thế chấp nhà ở; bất động sản của các NHTM, và thực hiện chứng khoán hoá các khoản nợ này thành các chứng khoán nợ (phát hành chứng khoán trên cơ sở các khoản tín dụng thế chấp, có bảo đảm bằng nhà ở; bất động sản) và bán cho nhà đầu tư (thông qua giao dịch trên thị trường chứng khoán). Quá trình này không chỉ đẩy nhanh tốc độ chu chuyển vốn cho các ngân hàng thương mại và cho thị trường tài chính và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn trong toàn bộ nền kinh tế. Tuy nhiên khi thị trường bất động sản biến động và khủng hoảng từ thị trường này xảy ra đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến Fannie Mae và Freddie Mac và các NHTM có liên quan cũng như toàn bộ hệ thống tài chính Mỹ và nền kinh tế Mỹ, với 02 rủi ro cơ bản sau:

Thứ nhất: Rủi ro thanh khoản. Khi khủng hoảng xảy ra, các khoản đầu tư bất động sản (nhà cửa, đất đai...) không có khả năng thu hồi xuất hiện với mức độ cao, cường độ mạnh, nhiều khoản nợ mất khả năng thanh toán, ảnh hưởng trực tiếp và trước tiên đến tổ chức chuyên trách, các công ty chứng khoán hoá (các khoản nợ vay mua nhà; vay thế chấp bất động sản; vay đầu tư kinh doanh bất động sản... đều quá hạn, ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của các tổ chức này thua lỗ xuất hiện và thậm chí trên bờ vực của phá sản).

Thứ hai: Thị trường chứng khoán bị ảnh hưởng lớn. Trong đó giá các loại cổ phiếu của các định chế tài chính trung gian giảm mạnh, tạo yếu tố tâm lý bất an từ nhà đầu tư và gây nên hiệu ứng bất lợi đối với toàn bộ nền kinh tế. Mức độ tiềm ẩn khủng hoảng tài chính và khủng hoảng nền kinh tế là rất lớn.

❖ Hai nguyên nhân bản chất:

+ *Nợ dưới chuẩn cao:* Tăng trưởng tín dụng quá mức của các định chế tài chính vào lĩnh vực bất động sản, nhà đất bằng việc mở rộng tín dụng đối với các đối tượng có mức tín nhiệm thấp, không cần bảo chứng đủ tin cậy nhằm thu lợi nhuận nhanh (lãi suất cho vay cao. Trong khi đó lãi suất huy động tiền gửi thấp) của các tổ chức tài chính tại Mỹ đã dẫn đến tỷ lệ nợ xấu, nợ dưới chuẩn gia tăng và hệ quả là mất khả năng thanh toán. Đây là một trong nguyên nhân chính xuất phát từ chính chất lượng tín dụng; chất lượng nợ thấp mà trong quá trình hoạt động kinh doanh các định chế tài chính đã xem nhẹ.

+ *Tồn tại hạn chế của chính công cụ chứng khoán hoá:* vai trò của chứng khoán hóa như đã phân tích ở phần trên là không nhỏ và được xem như là công cụ tài chính mới – “phát minh” mới. Song khi khủng hoảng trên thị trường địa ốc xảy ra, cùng với việc “nói lỏng” cho vay của các định chế tài chính, nợ xấu gia tăng nhanh và làm mất khả năng thanh toán của các định chế tài chính này, hệ quả là cuộc khủng hoảng thị trường tài chính Mỹ tiếp tục lan toả và tác động đến toàn bộ hệ thống tài chính và nền kinh tế Mỹ như hiện nay. Thực tế cho thấy bản chất chứng khoán hoá bất động sản của các Công ty tài chính Mỹ - đã tạo ra khả năng cho vay của các định chế này (nhờ phát hành chứng khoán nợ - trên cơ sở các khoản tín dụng bất động sản). Trong đó tiền thu bán chứng khoán được các tổ chức tài chính trả nợ ngắn hạn (tiền gửi huy động). Về mặt lý thuyết mọi rủi ro về nợ sau khi bán chứng khoán thuộc về người mua chứng khoán (nhà đầu tư) chứ không phải công ty tài chính. Tuy nhiên khi khủng hoảng xảy ra, người vay tiền mua nhà mất khả năng thanh toán, nợ xấu phát sinh, ảnh hưởng trực tiếp đến nguồn thu lãi của các công ty tài chính và phá sản như là một tất yếu. Nhờ chứng khoán hoá, quá trình này diễn ra chậm hơn, song mức độ lan toả thì lớn hơn rất nhiều vì nó liên quan trực tiếp đến 02 thị trường quan trọng là: thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản.

Như vậy rủi ro xuất hiện và tác động là rất lớn và đây cũng là bài học kinh nghiệm thực tiễn quý báu đối với các định chế tài chính khác; các nền kinh tế khác đã và đang phát triển hoặc chuẩn bị phát triển công cụ tài chính hiện đại này. Cụ thể đó là các bài học kinh nghiệm sau:

Bài học thứ nhất: Rủi ro phát sinh và tác động của rủi ro đến nền kinh tế là rất lớn. Rủi ro này xuất phát từ chính phương pháp, cách thức tạo khủng hoảng. Theo đó cuộc khủng hoảng thị trường bất động sản và nợ xấu phát sinh làm khủng hoảng thị trường tín dụng bất động sản tại Mỹ trong thời gian qua chỉ là bề nổi của vấn đề. Bản chất sâu xa của cuộc khủng hoảng này xuất phát từ chính cách thức tạo khủng hoảng – Đó là nghiệp vụ chứng khoán hoá. Thông qua nghiệp vụ này, các NHTM cho vay bất động sản đã có thể chuyển rủi ro của hoạt động này sang cho tổ chức khác (tổ chức thực hiện chứng khoán hoá các khoản nợ bất động sản). Chính điều này đã kích thích các NHTM mở rộng và tăng trưởng tín dụng bất động sản quá mức và rủi ro xuất hiện mang tính tất yếu khi thị trường bất động sản biến động và khủng hoảng.

Bài học thứ hai: các NHTM cần tôn trọng đầy đủ các nguyên tắc và điều kiện tín dụng trong mọi trường hợp. Đảm bảo các khoản cho vay nói chung và cho vay bất động sản nói riêng có chất lượng. Khủng hoảng tín dụng bất động sản dẫn tới nhiều định chế tài chính trung gian như: các NHTM; các tổ chức tài chính lớn; các công ty chứng khoán hoá...tại Mỹ gặp phải vấn đề về thanh khoản; kinh doanh thua lỗ xuất phát từ chính việc xem nhẹ hoạt động cho vay và quá “tự tin” vào sự phát triển của thị trường bất động sản (thị trường bất động sản của Mỹ liên tục tăng trưởng tốt trong một thời gian dài). Hậu quả là khi thị trường điều chỉnh mạnh, các khoản cho vay bất động sản bắt đầu phát sinh nợ xấu, và tạo ra hiệu ứng dây chuyền ảnh hưởng rất lớn đến hệ thống tài chính của Mỹ.

+ Chất lượng tín dụng bất động sản là yếu tố quyết định. Các NHTM trong nước cần có quy định, quy chế chặt chẽ về cho vay lĩnh vực này nhằm hạn chế tối đa rủi ro do biến động thị trường. Mặt khác khai thác và sử dụng vốn hợp lý chỉ sử dụng vốn trung dài hạn để cho vay và cho vay phù hợp với năng lực, khả năng tài chính của mỗi đơn vị.

Bài học thứ ba: Phát triển và ứng dụng kỹ thuật chứng khoán hoá cần chuẩn bị kỹ lưỡng và có bước đi thích hợp. Rõ ràng hiệu ứng từ khủng hoảng thị trường bất động sản Mỹ và hệ thống tài chính nước này có sức lan toả lớn hơn rất nhiều bởi kỹ thuật chứng khoán hoá, thông qua đó nó tác động đến toàn bộ hệ thống tài chính (đối với thị trường tín dụng; đối với tổ chức phát hành; đối với thị trường chứng khoán...). Mặc dù hệ thống pháp luật của Mỹ đối với thị trường tài chính nói chung và đối với kỹ thuật chứng khoán hoá nói riêng đã rất đầy đủ (từ quy định về cơ chế hoạt động; đến hệ thống các tổ chức có liên quan như tổ chức định mức tín nhiệm; tổ chức phát hành; thị trường bất động sản; thị trường chứng khoán phát triển đạt mức hoàn thiện). Đây là bài học kinh nghiệm về xây dựng hệ thống pháp luật hoàn chỉnh, đầy đủ - Yêu cầu mang tính kỹ thuật và quyết định đến việc phát triển và ứng dụng kỹ thuật chứng khoán hoá.

+ Chỉ thực hiện phát triển công cụ này khi hội tụ đủ các điều kiện và phù hợp với trình độ phát triển của thị trường tài chính và nền kinh tế. Trong đó đảm bảo khai thác đúng vai trò ý nghĩa của công cụ này là giúp người dân mua được nhà, chứ không phải để tái tài trợ cho những người không có khả năng tài chính như các Công ty tài chính Mỹ đã thực hiện trong thời gian qua./.