



MÔ HÌNH CHỨNG KHOÁN HÓA CHO THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM

TS. Lê Vinh Triển *

Nguyễn Huỳnh Nhụy **

Có thể nhận thấy, ở thời điểm hiện tại, tình hình thị trường chứng khoán Việt Nam đang thật sự ảm đạm. Nhà đầu tư hầu như không còn mặn mà với chứng khoán, từ đó khiến cho các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp khó có thể huy động vốn qua kênh này. Thị trường bất động sản và cả thị trường tín dụng dành cho bất động sản cũng không khác hơn. Theo TS. Lê Xuân Nghĩa, Phó Chủ tịch Ủy ban Giám sát

tài chính quốc gia, điều Chính phủ lo nhất hiện nay là nợ xấu cho vay bất động sản (BDS). Rủi ro từ khu vực BDS với ngân hàng là rất lớn nên sự phục hồi của thị trường BDS không chỉ là cứu cánh cho ngân hàng mà còn cho các lĩnh vực kinh tế khác¹. Tất cả những gam màu đó đã vẽ nên một bức tranh tổng thể không mấy sáng sủa về hiện trạng và tương lai đối với các khoản cho vay dành cho các doanh nghiệp xây dựng, kinh doanh BDS hay đối với việc tìm vốn cho các doanh nghiệp này nói chung.

Các doanh nghiệp xây dựng, kinh doanh BDS lâm vào thế lưỡng nan: muốn tăng vốn qua kênh phát hành cổ phiếu thì giá cổ phiếu hiện xuống rất thấp và chưa có động lực mới khuyến khích nhà đầu tư; muốn vay thêm từ các ngân hàng thì cũng không dễ. Về phía các ngân hàng, họ muốn cho vay thêm thì vừa sợ rủi ro tín dụng (người vay vi phạm nghĩa vụ trả nợ) vừa sợ rủi ro thanh khoản (khó thu hồi nợ vay kịp thời để đáp ứng nhu cầu rút tiền của người gửi). Đặc điểm vốn huy động của các ngân hàng thương

* Đại học Quốc tế - Đại học Quốc gia TP. HCM
** Vietcombank, Chi nhánh Bình Tây



mại (NHTM) Việt Nam hiện nay phần lớn là vốn ngắn hạn trong khi các doanh nghiệp xây dựng, kinh doanh BĐS và kể cả người có nhu cầu mua nhà/BDS đều rất cần nguồn vốn dài hạn. Một mặt, với quy định lãi suất huy động trần là 14%/năm như hiện nay, NHTM khó lòng tăng quy mô tín dụng. Mặt khác, NHTM không thể không tôn trọng tín hiệu “hạn chế cho vay BĐS” phát đi từ Ngân hàng Nhà nước, từ đó, thị trường BĐS khó có được nguồn vốn để phát triển. Thực trạng này đang rất cần “một cú hích” - một lực tác động mới, đủ mạnh, để làm khởi sắc lại các thị trường trong đó có thị trường BĐS.

Từ thực tế trên, đồng thời dựa trên một số các nghiên cứu cơ bản trước đây của chúng tôi, chúng tôi cho rằng cần áp dụng một **mô hình chứng khoán hóa các khoản cho vay có thể chấp bất động sản** phù hợp để tháo gỡ ở một mức độ nhất định các khó khăn nêu trên. Bởi vì, về bản chất, đây chính là kỹ thuật tài chính gắn kết ba loại thị trường chủ yếu là thị trường BĐS, thị trường tín dụng của các NHTM và thị trường vốn (trái phiếu). Trước tiên, chúng tôi trình bày những nét chính về lý thuyết kỹ thuật tài chính này, nêu những lợi ích của nó (là cái chúng ta cần). Đồng thời, chúng tôi cũng đề cập đến những hệ quả tiêu cực của nó (là cái chúng ta nên tránh) vốn được xem là nguyên nhân chính dẫn đến sự sụp đổ của

thị trường BĐS Mỹ từ đó ảnh hưởng đến thị trường tài chính. Trên cơ sở đó, chúng tôi đề xuất một mô hình mà trong đó đặc biệt chú ý đến việc hạn chế những khuyết tật của quá trình này.

Khái niệm “chứng khoán hóa các khoản cho vay có thể chấp bất động sản”

Khái niệm “các khoản cho vay có thể chấp bất động sản” thì đã rõ, tuy nhiên, “chứng khoán hóa” đối với các khoản cho vay này thì nên được hiểu như thế nào?

Có thể nhận thấy, hiện nay, chứng khoán hóa liên quan đến bất động sản đang được hiểu theo hai cách khá phổ biến:

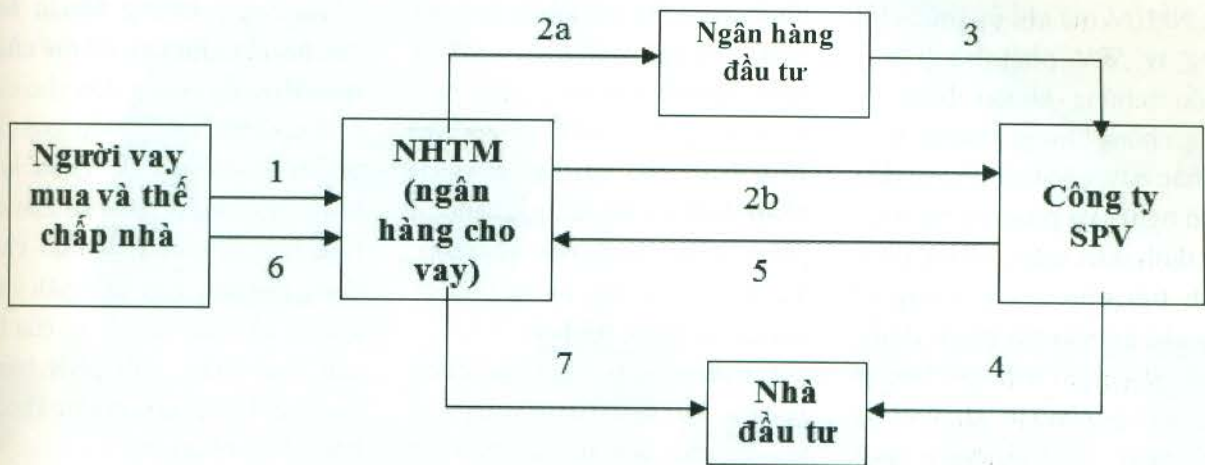
(1) Theo nghĩa công ty kinh doanh bất động sản phát hành thêm cổ phiếu hoặc trái phiếu nhằm để huy động vốn (hay gọi vốn) đầu tư cho các dự án xây dựng bất động sản. Trong trường hợp này, chủ thể huy động vốn bằng trái phiếu và trả nợ là công ty kinh doanh bất động sản, còn nhà đầu tư sẽ đóng vai trò người cung cấp vốn và vì thế, hưởng lãi suất đầu tư hàng năm.

(2) Theo nghĩa các quỹ chuyên đầu tư trong lĩnh vực bất động sản nói chung và nhà ở nói riêng dùng vốn huy động từ các nhà đầu tư nhỏ lẻ thông qua phát hành chứng chỉ quỹ để đầu tư vào lĩnh vực nhà ở; hay trong trường hợp Nhà nước thành lập quỹ tiết kiệm nhà ở, người dân sẽ dùng khoản tiết kiệm của mình để góp vốn hàng tháng một số tiền nhất định và

kéo dài 10 - 15 năm; đến hạn có thể chọn mua nhà để ở, nếu không, có thể lĩnh lãi và gốc. Ở đây, chủ thể huy động vốn là các quỹ, còn nhà đầu tư ở cuối kỳ 10 - 15 năm mới có sự lựa chọn mua nhà hoặc rút các khoản góp vốn (và lãi).

Bài viết này cho rằng, khái niệm **chứng khoán hóa các khoản cho vay có thể chấp bất động sản** được hiểu như trên là chưa đúng với bản chất của quá trình này. Theo chúng tôi, và cũng theo thông lệ quốc tế, chứng khoán hóa là việc các NHTM, sau khi cho người vay mua nhà/BDS và nhận thế chấp bằng chính các tài sản bảo đảm này, tiến hành bán lại các khoản cho vay này cho một trung gian tài chính chuyên trách (tạm dịch từ Special Purpose Vehicle - công ty SPV, sẽ đề cập rõ hơn ở phần sau); sau đó, các SPV này tiến hành đánh giá, phân loại, đóng gói các khoản vay này và trên cơ sở đó phát hành các loại trái phiếu ra công chúng. Loại trái phiếu này được xem như là một loại chứng khoán phái sinh (bởi chúng dựa trên loại tài sản cơ sở là các khoản cho vay có thể chấp bất động sản) có nhiều mức sinh lợi khác nhau tùy thuộc chủ yếu vào tính chất của dòng tiền thu nhập và mức độ rủi ro từ loại tài sản cơ sở. Như vậy, chủ thể phát hành trái phiếu ở đây không phải là các doanh nghiệp kinh doanh, xây dựng BĐS, cũng không phải là NHTM hay các quỹ chuyên đầu tư vào lĩnh vực BĐS, mà là

Hình 1



Chú giải:

- (1): người vay mua nhà và thế chấp nhà cho NHTM
 (2a): NHTM bán khoản cho vay cho ngân hàng đầu tư
 (2b): hoặc NHTM bán trực tiếp khoản cho vay cho công ty SPV
 (3): Ngân hàng đầu tư (như người mua đi bán lại) bán lại khoản cho vay cho công ty SPV hoặc ủy thác cho công ty SPV thực hiện chứng khoán hóa
 (4): công ty SPV phân loại, đóng gói các khoản cho vay rồi phát hành trái phiếu (chứng khoán hóa) ra công chúng
 (5): công ty SPV chỉ thị cho NHTM thu hộ tiền cho vay và chi hộ tiền lãi cho nhà đầu tư trái phiếu
 (6): người vay trả góp (gốc và lãi vay) cho NHTM
 (7): NHTM căn cứ chỉ thị của công ty SPV, chi trả gốc và lãi cho nhà đầu tư trái phiếu

các công ty SPV.

Chứng khoán hóa các khoản cho vay có thể chấp BĐS theo hình thức nêu trên tuy chưa từng áp dụng ở Việt Nam, nhưng đã được áp dụng tại nhiều thị trường của các nước phát triển. Vì vậy, có thể nói, chúng ta có lợi thế (của người đi sau) - đó là có được những bài học hết sức quý báu rút ra từ việc quan sát kỹ những thành công và thất bại của công cụ tài chính này.

Quan sát việc áp dụng công cụ chứng khoán hóa tại thị trường Mỹ

Như chúng ta đã biết, Mỹ là một đất nước có nền kinh tế mở, cực kỳ năng động và cho ra đời rất nhiều công cụ và sản phẩm thị trường tài chính. **Chứng khoán hóa** xuất hiện đầu tiên ở thị trường Mỹ vào năm 1970. Bước ngoặt của lịch sử phát triển chứng khoán hóa diễn ra khi Mỹ thành lập và bảo trợ về mặt ngân sách cho một số công ty như **Ginnie Mae** (GNMA - Government National Mortgage Association) hay **Fannie Mae** (FNMA - Federal National Mortgage Association)

và **Freddie Mac** (Federal Home Loan Mortgage Corporation). Chúng chính là các công ty SPV, chuyên kinh doanh mua bán các khoản cho vay của các NHTM hoặc các ngân hàng đầu tư (ngân hàng đầu tư tại Mỹ có thể lấy vốn từ các nguồn huy động thời hạn khác nhau để đầu tư vào các khoản dài hạn hơn, mang tính mạo hiểm hơn nhằm tìm mức lợi nhuận bằng chênh lệch lãi suất, ở Việt Nam, chưa có loại ngân hàng đầu tư theo nghĩa này). Có khi các ngân hàng đầu tư không



chọn phương cách bán lại các khoản cho vay mà họ mua từ các NHTM mà chỉ ủy thác cho công ty SPV phát hành trái phiếu (chứng khoán hóa) ra công chúng (trong trường hợp ủy thác này, các ngân hàng đầu tư có nghĩa vụ phải trả nợ theo quy định được công bố lúc phát hành trái phiếu; các công ty SPV chỉ giữ vai trò thẩm định, đánh giá, phân loại các khoản cho vay và biến các khoản cho vay thành các trái phiếu phát hành ra công chúng).

Sau đây là sơ đồ tóm tắt về việc hình thành và luân chuyển các khoản cho vay mua và thế chấp nhà/BDS trong mô hình chứng khoán hóa tại Mỹ (hình 1).

Nhờ vào việc bán được các khoản cho vay cho các ngân hàng đầu tư hoặc cho các công ty SPV, các NHTM thu hồi được nợ nhanh hơn, thay vì phải thu theo dạng trả góp (từ người vay) và đến kỳ thu nợ cuối cùng, thường mất khoảng 15 - 20 năm mới hoàn tất. Tại đây, theo quá trình chứng khoán hóa này, ta thấy có hai tác động tích cực:

- Các khoản cho vay của các NHTM phải tuân thủ những tiêu chuẩn nhất định trong quy định xét cấp tín dụng và như vậy đòi hỏi các NHTM phải nâng cao tính chuyên nghiệp trong hoạt động cho vay của mình để các khoản cho vay có chất lượng tín dụng cao, như vậy mới "bán được giá" các khoản cho vay này.

- Khi thu hồi được các khoản cho vay nhanh hơn, các NHTM

có quyền lấy các khoản tiền này cho vay khách hàng mới và như vậy, vòng thu nhập từ hoạt động cho vay trên lĩnh vực này quay nhanh hơn nhiều dẫn đến xu hướng các NHTM ***có thể tính toán cho vay với lãi suất thấp hơn*** vì lời ít hơn nhưng nhiều vòng quay cho vay hơn. Từ đó, có thể nói người vay và cả xã hội được lợi hơn.

Xét đến vai trò của các công ty SPV, khi tiến hành mua các khoản cho vay từ các NHTM (hoặc từ các ngân hàng đầu tư) họ tiến hành ký thỏa thuận nhờ các NHTM thu hộ tiền trả góp của những người vay mua và thế chấp nhà/BDS, đồng thời tiến hành việc phát hành trái phiếu ra công chúng. Khi nhà đầu tư chính thức mua trái phiếu chứng khoán hóa loại này, thì dòng tiền trả góp của người vay sẽ được NHTM chiếu theo chỉ thị và danh sách của công ty SPV trao cho họ, thực hiện chuyển các khoản tiền thu được từ người vay sang cho nhà đầu tư.

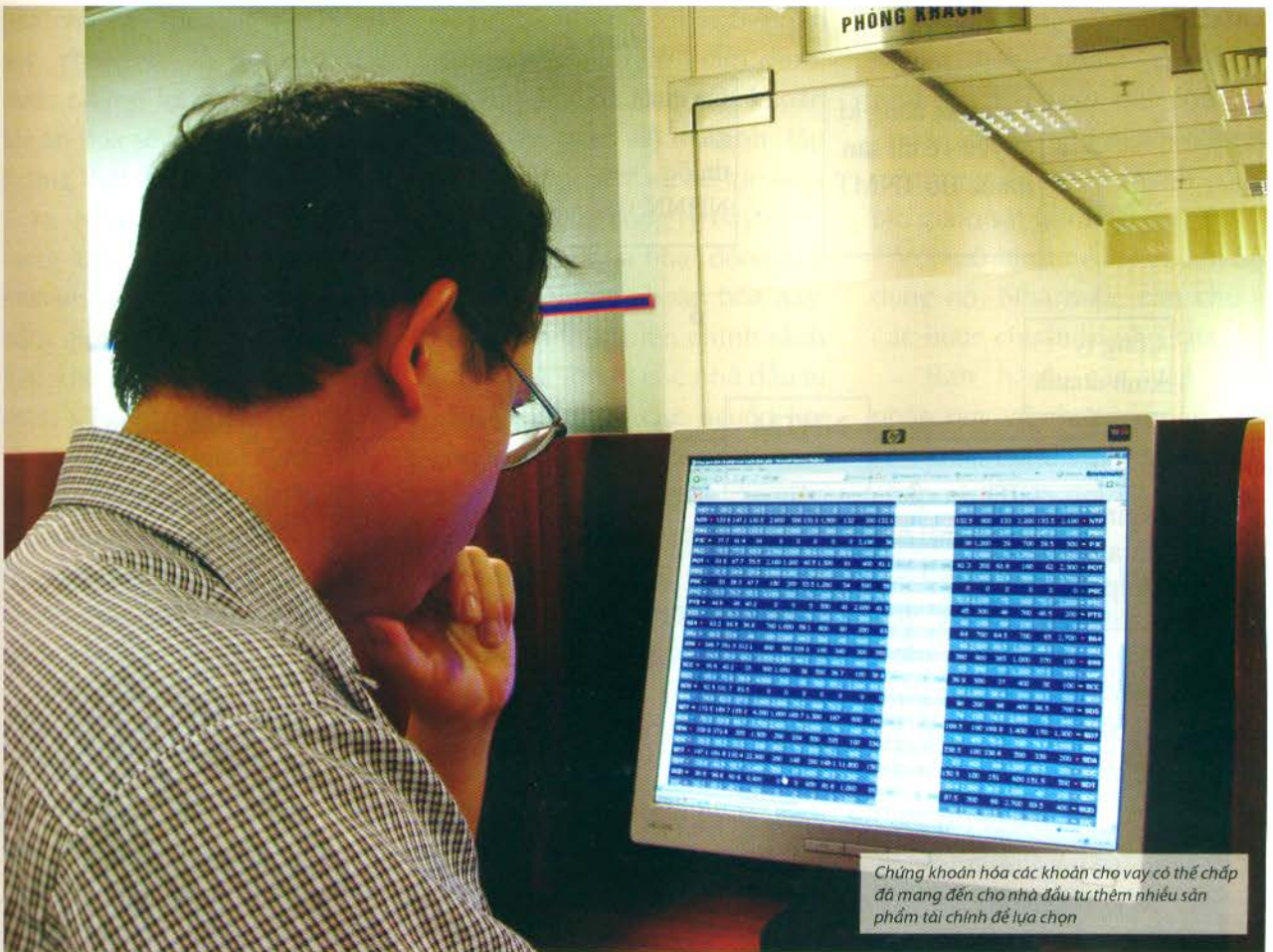
Ta thấy: nhà đầu tư sẽ được hưởng lãi và gốc định kỳ hàng tháng từ việc đầu tư cho trái phiếu BĐS mà không cần mua BĐS và cũng không quan tâm giá BĐS lên hay xuống một khi đã mua xong trái phiếu. Điều này khác với các loại chứng khoán khác, thông thường theo nghị quyết của đại hội cổ đông thì cả năm mới được chia cổ tức (hoặc có thêm một kỳ tạm ứng cổ tức giữa năm), loại trái phiếu chứng khoán hóa này ***mang lại dòng thu nhập thường***

xuyên hàng tháng cho các nhà đầu tư.

Ngoài ra, ***chứng khoán hóa các khoản cho vay có thế chấp nhà/BDS*** đã mang đến cho các nhà đầu tư thêm nhiều loại sản phẩm tài chính để chọn lựa, bởi các công ty SPV sẽ căn cứ thời hạn khoản vay, tính chất dòng tiền trả góp từ người vay, giá trị và mức độ rủi ro của tài sản thế chấp... rồi phát hành các loại trái phiếu chứng khoán hóa khác nhau.

Tác động của công cụ chứng khoán hóa các khoản cho vay của nước Mỹ, theo dữ liệu của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ, đã khiến cho các khoản giải ngân vốn cho vay thế chấp nhà từ 289 tỷ đô tăng lên hơn 900 tỷ đô trong khoảng thời gian giữa năm 2000 đến 2005. Vậy, mặt trái của quá trình này diễn ra khi nào?

Khi vòng quay doanh thu (từ việc bán được trái phiếu) tăng nhanh thì lợi nhuận cũng tăng nhanh, các công ty SPV bắt đầu nổi lũng các tiêu chí đánh giá các khoản vay khi đàm phán mua từ các NHTM và chính điều này tạo ra lực thúc đẩy các NHTM gia tăng việc cho vay lĩnh vực này nhằm quay nhanh hơn vòng luân chuyển vốn tín dụng. Đến lượt mình, các NHTM, cũng vì lợi nhuận tăng lên, trong khi các tài sản đảm bảo nợ vay là nhà cửa liên tục tăng giá vì kinh tế thuận lợi, nên NHTM càng an tâm và hạ chuẩn cho vay xuống (cho vay dưới chuẩn - hạ thấp điều kiện xét cấp tín dụng cho vay mua



Chúng khoán hóa các khoản cho vay có thể chấp đã mang đến cho nhà đầu tư thêm nhiều sản phẩm tài chính để lựa chọn

nhà/BDS). Cụ thể, họ bắt đầu cho vay với cách tính toán thời gian thu hồi nợ dựa trên tỷ lệ trả góp từ mức không được vượt quá 28% lên đến 36% rồi tiếp đến vượt qua cả mức 50% tổng mức thu nhập hàng tháng của người vay. Rủi ro hơn nữa, điều kiện lúc vay là người vay mua nhà phải đặt cọc 20% giá trị nhà thì các NHTM đã dễ dãi hạ mức đặt cọc xuống dần qua từng thời kỳ và đến cuối năm 2005 là 0%.

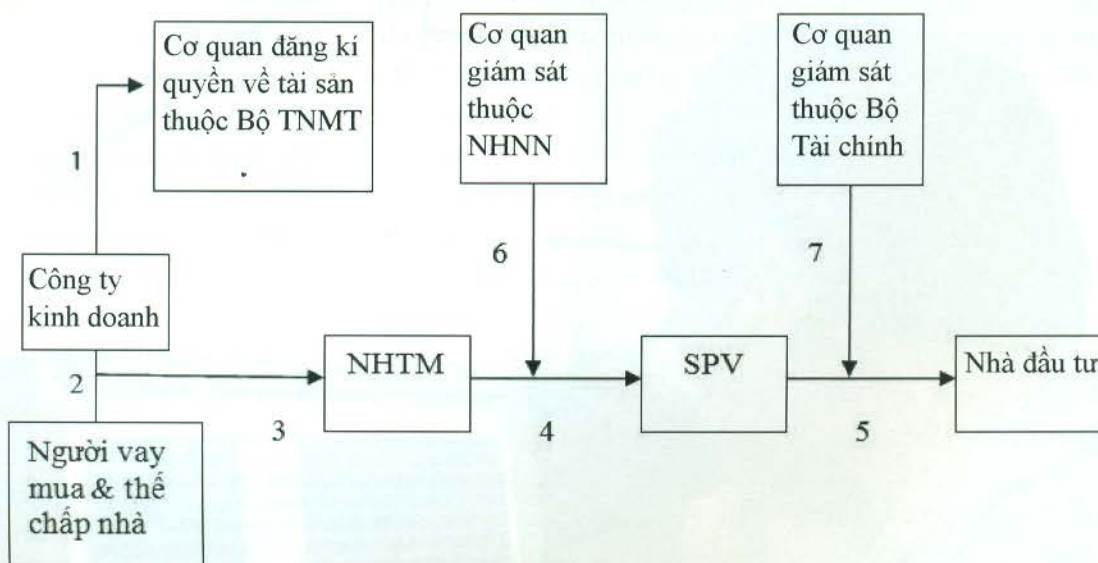
Sự dễ dãi này lại tiếp tục được nhân lên khi giới đầu tư càng đổ tiền nhiều hơn vào các loại trái phiếu chứng khoán hóa phát hành bởi các công ty SPV, vì các loại trái phiếu này có lãi

suất hấp dẫn và được xem là an toàn (không thấy dấu hiệu giảm giá của các tài sản đảm bảo - các khoản cho vay mua nhà). Các công ty SPV càng háng hái hơn với chứng khoán hóa (phát hành nhanh trái phiếu cho nhà đầu tư và tăng cường mua các khoản cho vay dưới chuẩn từ các NHTM). Quá trình này bị vỡ tung khi kinh tế đi xuống kéo theo giá nhà cửa địa ốc xuống theo. Thị trường BDS khủng hoảng dẫn đến sự tuột dốc của thị trường trái phiếu chứng khoán hóa rồi thị trường tài chính. Chúng ta sẽ phân tích sâu hơn mối liên hệ giữa thị trường BDS và thị trường trái phiếu liên quan đến sự sụp

đổ của thị trường tài chính Mỹ vừa qua trong dịp khác. Chúng tôi quay lại việc giải quyết bài toán mô hình chứng khoán hóa cho Việt Nam.

Như vậy, có thể cho rằng chính vì chạy theo lợi nhuận bất chấp rủi ro mà các công ty SPV rồi đến lượt các NHTM, thay vì nâng cao chất lượng tín dụng của các khoản cho vay như lúc công cụ chứng khoán hóa mới ra đời, thì họ lại đẩy chất lượng các khoản cho vay này ngày càng xuống thấp, và thậm chí xuống dưới mức chuẩn, bởi cả hai - công ty SPV và NHTM - đều muốn tăng nhanh hơn nữa vòng quay tín dụng cho vay mua nhà để

Hình 2

**Chú giải:**

(1): cơ quan đăng ký quyền về tài sản thuộc Bộ Tài Nguyên Môi Trường (TNMT) xem xét tính hợp lệ, hợp pháp của dự án nhà/BDS do công ty kinh doanh nhà lập, vào sổ đăng ký quyền về tài sản (tương lai)

(2): hợp đồng giao kết chuyển nhượng nhà trong tương lai

(3): người có ý định vay mua nhà đến NHTM ký kết thỏa thuận vay mua và thế chấp nhà

(4): NHTM bán khoản vay có thế chấp cho công ty SPV

(5): SPV phân loại, đóng gói các khoản cho vay và phát hành trái phiếu

(6): cơ quan giám sát (thuộc NHNN) kiểm tra giao dịch chuyển nhượng khoản cho vay nhằm ngăn chặn "móc ngoặc" tiêu cực trong mối quan hệ giữa công ty SPV và NHTM

(7): cơ quan giám sát (thuộc Bộ Tài chính) kiểm tra quá trình công ty SPV phân loại, đóng gói các khoản cho vay thành các lô giá trị nhỏ trước khi phát hành trái phiếu đến tay nhà đầu tư nhằm hạn chế rủi ro cho nhà đầu tư

mang lại cho họ càng thật nhiều lợi nhuận càng tốt.

Những lợi ích và bài học khi áp dụng ở thị trường Việt Nam

Công cụ trái phiếu chứng khoán hóa mang đến cho nước Mỹ thành công về nhiều mặt tài chính, kinh tế, xã hội, giải quyết được vấn đề tăng tính thanh khoản cho thị trường tín dụng bất động sản qua việc khai thông và kích hoạt luân chuyển vốn tín dụng, huy động được các nguồn lực

kinh tế - xã hội để giải quyết chính sách nhà ở cho dân cư, người dân Mỹ có nhiều cơ hội tiếp cận mua nhà, nhà đầu tư có được dòng thu nhập hàng tháng ổn định... Kể từ khi ra đời năm 1970 và kéo dài đến năm 2005, chứng khoán hóa là một quá trình thành công tại Mỹ.

Vì các khoản lợi nhuận không ngừng tăng lên, lòng tham của các ông chủ công ty SPV và các NHTM cũng tăng theo, tại đó, đã bắt đầu diễn ra sự tích lũy

các rủi ro tín dụng và đến năm 2007 thì đổ vỡ. Ở đây, chúng ta cần nhận thức rõ rằng: lỗi không phải tại công cụ chứng khoán hóa mà chính vì các cơ chế kiểm soát các công ty SPV và các NHTM đã mất tác dụng khi không theo kịp mức độ leo thang của việc sử dụng công cụ này. Đây là bài học quý báu cho nước ta khi áp dụng chứng khoán hóa.

Qua quan sát và phân tích quá trình áp dụng chứng khoán



hóa cho vay mua nhà/BDS tại Mỹ, chúng ta có thể dự kiến được những lợi ích mà chứng khoán hóa sẽ mang lại cho thị trường Việt Nam như sau:

(1) Nếu giữ nguyên hiện trạng, các NHTM khi cho vay mua nhà, phải đợi đến 15 - 20 năm mới thu hồi hết nợ, như vậy, khó có thêm vốn để bơm thêm vào thị trường bất động sản. Một khi bán được các khoản cho vay này, các NHTM sẽ có nhanh nguồn tiền mới, họ sẽ “rảnh tay” để cung cấp các khoản cho vay mua nhà mới của người dân.

(2) Người mua nhà sẽ có nhiều cơ hội hơn để tiếp cận các khoản cho vay mua nhà với chi phí lãi vay dễ chịu hơn hiện nay (vì một khi các NHTM quay vòng khoản vay nhanh hơn, có được nhiều thu nhập hơn, họ sẽ dễ hạ mức lãi suất cho vay xuống hơn).

(3) Các NHTM buộc sẽ chuyên nghiệp hơn trong hoạt động cho vay mua và thế chấp nhà để có thể bán được giá và bán dễ hơn các khoản cho vay này.

(4) Các nhà đầu tư sẽ có thêm các sản phẩm tài chính mới (các trái phiếu chứng khoán hóa) để lựa chọn đầu tư, các trái phiếu này được bảo đảm bằng các tài sản thế chấp là nhà/BDS hình thành trong tương lai, đồng thời, các trái phiếu này mang lại cho họ dòng thu nhập ổn định hàng tháng mà các loại chứng khoán hiện nay không có cùng đặc tính sinh lợi như vậy.

(5) Tạo thêm đội ngũ nhân sự chuyên môn về thẩm định, đánh giá, mua bán các khoản cho vay qua việc thành lập các công ty SPV và nỗ lực hoạt động của các công ty này.

(6) Thông qua hoạt động của công cụ chứng khoán hóa này, góp phần thực hiện chính sách huy động vốn từ các nhà đầu tư nhỏ là kết hợp các nguồn lực vốn khác của nền kinh tế - xã hội một cách hiệu quả vào việc giải quyết chính sách nhà ở cho người dân.

Tuy vậy, qua phân tích mặt trái của chứng khoán hóa các khoản cho vay BĐS và tác động của nó đối với sự đổ vỡ thị trường tài chính Mỹ, bài học cốt yếu rút ra là phải giám sát các mối quan hệ trong quá trình chứng khoán hóa. Khi áp dụng chứng khoán hóa các khoản cho vay mua và thế chấp nhà/BDS tại Việt Nam, cần đặc biệt kiểm soát rủi ro, cụ thể nhất là phải kiểm soát được hai vấn đề sau:

- Mối quan hệ giữa các công ty SPV và các NHTM khi các công ty này thẩm định mua các khoản cho vay từ các NHTM, tránh sự “móc ngoặc” tiêu cực.

- Tiến trình phân loại, đóng gói các khoản cho vay và biến chúng thành các trái phiếu đưa ra công chúng cần có quy trình giám sát chặt chẽ để giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư nói riêng và thị trường tài chính nói chung.

Mô hình chứng khoán hóa các khoản cho vay mua và thế chấp nhà/BDS tại Việt Nam

Để ứng dụng kỹ thuật chứng khoán hóa, nhằm có được những lợi ích cụ thể của nó, chúng tôi đề nghị một mô hình mà trong đó nhấn mạnh công tác giám sát (hình 2).

Với mô hình nêu trên, khi áp dụng nó, Nhà nước cần chú ý các bước chuẩn bị như sau:

- Ban hành các văn bản pháp quy về chứng khoán hóa các khoản cho vay mua và thế chấp nhà/BDS đối với các chủ thể tham gia.

- Cần bổ sung, làm rõ các quy định, hướng dẫn về lĩnh vực công chứng các thỏa thuận/hợp đồng thế chấp và đăng ký quyền về tài sản hình thành trong tương lai mà hình thức cụ thể trong phạm vi áp dụng này là tài sản hình thành từ vốn vay.

- Thành lập các công ty SPV đủ thẩm quyền và đủ năng lực đánh giá, phân loại, chào giá mua các khoản cho vay mua và thế chấp nhà/BDS của các NHTM (bước đầu theo chúng tôi, có thể chỉ thành lập hai công ty SPV thí điểm - một ở Hà Nội và một ở Tp HCM). Ngoài ra, năng lực của các công ty này trong việc đóng gói và chuyển hóa các khoản cho vay này thành trái phiếu phát hành ra công chúng cần phải được xem trọng. Nếu cần, có thể xem xét thuê các chuyên gia nước ngoài có kinh nghiệm trên lĩnh vực này để hỗ trợ.

- Thành lập hai cơ quan giám sát tiến trình chứng khoán hóa (một trực thuộc Ngân hàng Nhà nước (NHNN) và một



trực thuộc Bộ Tài chính), các cơ quan này phải có đủ thẩm quyền và đủ năng lực tham gia vào giai đoạn sau khi các công ty SPV đã mua xong các khoản cho vay từ các NHTM và trước khi biến chúng thành trái phiếu, nhằm vừa giữ được tính chủ động của các công ty SPV trong hoạt động chuyên nghiệp của mình (chào giá mua các khoản cho vay của các NHTM), vừa ngăn chặn tình trạng “móc ngoặc” tiêu cực giữa các công ty này với các NHTM; đồng thời không để một mình công ty SPV tự ý thao túng trong quá trình biến các khoản cho vay thành trái phiếu, qua đó hạn chế được rủi ro cho các nhà đầu tư trái phiếu nói riêng và cả thị trường tài chính nói chung.

- Trong giai đoạn đầu áp dụng mô hình này, Nhà nước cần đề cử người tham gia tích cực trong vai trò công ty SPV và cả hai cơ quan giám sát để nâng cao uy tín và năng lực cho các chủ thể này, đồng thời, qua đó tạo niềm tin cho các nhà đầu tư; thậm chí, Nhà nước còn nên xét đến việc công bố bảo lãnh thanh toán một tỷ lệ nhất định trên mệnh giá của trái phiếu, nhằm tạo ra lực đỡ cho niềm tin của giới đầu tư trong tình hình thị trường chứng khoán đình trệ như hiện nay.

- Ban hành các văn bản pháp quy xử lý trong trường hợp người vay vi phạm nghĩa vụ trả nợ, quy định cụ thể lợi ích, quyền hạn và trách nhiệm của các chủ thể tham gia, cách thức xử lý tài sản thế chấp.

Rõ ràng, không vì những lợi ích của chứng khoán hóa mà áp dụng tràn lan, đặc biệt khi chưa tìm hiểu cơ sở kỹ thuật cũng như các vấn đề pháp lý của nó. Mặt khác, cũng không vì những rủi ro có thể xảy ra - mặt trái của nó - mà vội quy kết rằng nó chỉ là một thứ kỹ thuật đầy rủi ro, một công cụ tiêu cực, rồi lo sợ và không sử dụng nó. Quan điểm của bài viết này là bản chất của quá trình/kỹ thuật này, nếu được áp dụng đúng đắn, sẽ mang lại những tác động hết sức tích cực như đã phân tích; còn các hệ quả tiêu cực của nó có nguyên nhân bắt nguồn từ việc lợi dụng các khâu giám sát do tính chủ quan của con người. Trên cơ sở đó, chúng tôi mạnh dạn cho rằng khi giải quyết được bài toán giám sát thì không lý do gì chúng ta không ứng dụng kỹ thuật này nhằm tận dụng các lợi ích thiết thực của nó, từ đó cải thiện tình hình tài chính - BĐS hiện nay.■

¹<http://tinnhanhchungkhoan.vn/RC/N/CHBFGC/kinh-te-viet-nam-2012:thoat-len-tu-cua--bds.html>

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Lê Vĩnh Triển (2002), “Chứng khoán hóa và các giải pháp kỹ thuật cho việc ứng dụng ở Việt Nam”, 11, *Tạp chí Chứng khoán Việt Nam*.
2. Lê Vĩnh Triển (2002), “Lợi ích của chứng khoán hóa”, 8, *Tạp chí Chứng khoán Việt Nam*.
3. Lê Vĩnh Triển (2002), “Các

loại chứng khoán dựa trên các khoản cho vay thế chấp nhà ở”, 5, *Tạp chí Chứng khoán Việt Nam*.

4. Lê Vĩnh Triển (2002), “Chứng khoán hóa - Chứng khoán hóa các khoản cho vay mua nhà ở”, 3, *Tạp chí Chứng khoán Việt Nam*.

5. Mason, Joseph R. & Rosner, Joshua (2007). “How resilient are mortgage-backed securities to collateralized debt obligation disruptions?” Hudson.

6. William W. Bartlett (1989) “Mortgage-backed Securities” Prentice Hall.

7. <http://dantri.com.vn/c25/s76-82718/chung-khoan-bat-dong-san-huong-kinh-doanh-moi.htm>

8. <http://www.psp.com.vn/news/297-song-lai-chung-khoan-hoa-bat-dong-san>

9. <http://www.hoixaydunghcm.vn/xay-dung-trong-nuoc/quan-li-cong-nghe/chien-luoc-phat-trien-nha-o-quoc-gia-den-nam-2020-va-tam-nhin-den-nam-2030-den-2020-phan-dau-xay-moi-khoang-125-trieu-m2-nha-o-xa-hoi-tai-khu-vuc-do-thi.html>

10. <http://nhadatvip.vn/tin-chi-tiet/roi-chuyen-the-chap-nha-o-hinh-thanh-trong-tuong-lai-3B9AEB4F.html>

11. <http://suckhoedinhduong.nld.com.vn/125559p0c1002/chung-khoan-hoa-bat-dong-san-de-tang-nguon-von.htm>