

Bàn về lợi ích và hạn chế của hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng

Th.S. Lê Thị Ngọc Phượng

Học viện Công nghệ Bưu chính Viễn thông

Tóm lược: Phái sinh tín dụng, điển hình là hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng (CDS — Credit Default Swap), được coi là phát minh tài chính hiện đại, cho phép tách rủi ro tín dụng khỏi sự sở hữu đối với tài sản. Các hợp đồng phái sinh tín dụng nói chung và hợp đồng CDS nói riêng gắn liền với quan điểm cho rằng đây là những công cụ hữu ích trong việc quản lý rủi ro tín dụng. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu gần đây đã đặt ra nhiều nghi vấn xung quanh vai trò của CDS trong hệ thống tài chính. Bài viết này giới thiệu lý thuyết về CDS và phân tích lợi ích cũng như rủi ro đối với thị trường tài chính.

1. Mở đầu

Gần đây, cuộc cách mạng ra đời hàng loạt công cụ tài chính phức tạp được cho rằng có thể giúp ích cho các chủ thể trên thị trường tài chính trong việc quản lý rủi ro. Nhiều người tin rằng phái sinh tín dụng nói chung và hợp đồng CDS nói riêng thông qua việc cho phép chuyển giao rủi ro tín dụng giúp phân tán rủi ro trong hệ thống tài chính. Điều này làm tăng tính thanh khoản và tính minh bạch về giá, nhờ đó giúp xây dựng hệ thống tài chính ổn định. Ngược lại, một số nhà quan sát lại tỏ ra lo ngại về nguy cơ tiềm tàng của các hợp đồng phái sinh tín dụng và mối lo ngại này đặc biệt có cơ sở khi nền kinh tế toàn cầu vừa trải qua cuộc khủng hoảng tài chính nghiêm trọng mà trong đó cái tên CDS được nhắc đến rất nhiều trong các bài phân tích.

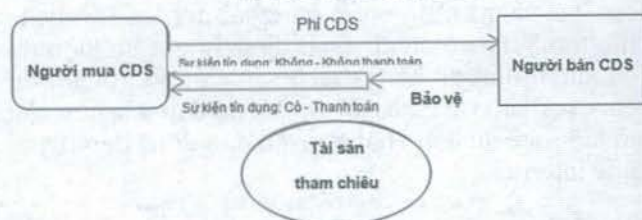
2. Hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng (CDS)

2.1. Khái niệm về CDS

Công cụ phái sinh tín dụng bao gồm rất nhiều loại sản phẩm khác nhau như: hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng (Credit Default Swap — CDS), hợp đồng quyền chọn tín dụng (Credit Default Option), hợp đồng trao đổi tổng số thu nhập (Total Return Swap), trái phiếu liên kết rủi ro tín dụng (Credit Linked Note)... Trong đó, CDS là sản phẩm phổ biến nhất (chiếm khoảng hơn 80% tổng mệnh giá hợp đồng phái sinh tín dụng trên thị trường) và thường được nhắc đến như là đại diện của tất cả các công cụ phái sinh tín dụng.

CDS là công cụ tài chính cho phép chuyển giao rủi ro tín dụng của một hay nhiều tài sản tham chiếu, hoặc tổ chức tham chiếu. Cụ thể, trong một hợp đồng CDS, người mua bảo hiểm (người bán rủi ro) định kỳ trả một khoản phí cho người bán bảo hiểm (người mua rủi ro) trong suốt thời hạn hợp đồng; đổi lại, người mua bảo hiểm sẽ nhận được một khoản tiền trong trường hợp sự kiện tín dụng (như đã thỏa thuận trước trong hợp đồng) xảy ra.

Hình 1: Cơ chế hoạt động của CDS



(Nguồn: Weistroffer, 2009)

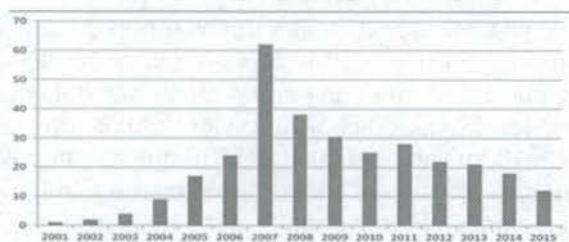
Tài sản tham chiếu có thể là một tài sản độc lập, một chỉ số hay một giỏ tài sản. Tổ chức tham chiếu có thể là một công ty hay một nhóm công ty hay bất cứ hình thức pháp nhân nào có phát sinh nợ mà không phải là một trong hai người mua hoặc bán CDS. Sự kiện tín dụng là sự kiện liên quan đến việc mất khả năng thanh toán của tổ chức tham chiếu. Theo ISDA, sự kiện tín dụng cụ thể bao gồm phá sản, mất khả năng thanh toán, tái cấu trúc doanh nghiệp...

Phí CDS (spread) là khoản phí mà người mua bảo hiểm trả cho người bán. Phí CDS do đó có thể được coi là chi phí bảo hiểm cho các khoản mất mát trong trường hợp tổ chức tham chiếu mất khả năng thanh toán. Phí CDS thường được tính theo tỷ lệ phần trăm so với mệnh giá và thường được trả theo quý, mặc dù được tính theo năm.

2.2. Thị trường CDS

Thị trường CDS có giá trị rất lớn và từng trải qua thời kỳ tăng trưởng ấn tượng, kể từ khi CDS lần đầu tiên được giới thiệu vào đầu những năm 1990 đến trước cuộc khủng hoảng tài chính năm 2007-2008. Tổng mệnh giá CDS tăng trưởng từ con số không lên đến gần 1 nghìn tỷ đô la Mỹ năm 2001. Kể từ sau năm 2001, tổng mệnh giá toàn thị trường tăng trưởng gấp đôi sau mỗi năm và đạt con số kỷ lục lên đến 62 nghìn tỷ đô la năm 2007. Tổng mệnh giá CDS sau đó giảm mạnh xuống còn 38 nghìn tỷ năm 2008, 30 nghìn tỷ năm 2009 và từ đó giảm dần xuống còn 12 nghìn tỷ đô la vào cuối năm 2015 (ISDA)

Hình 2: Tăng trưởng tổng mệnh giá thị trường CDS



(Nguồn: ISDA)

3. Lợi ích và rủi ro của CDS đối với thị trường tài chính

Nhiều nhà quan sát cho rằng khả năng cho phép chuyển giao rủi ro tín dụng phải trả giá bằng việc giảm động cơ quản lý tài sản của các ngân hàng, động cơ tiêu cực của nhà đầu tư và mối liên hệ chông chéo có thể dẫn đến sự lan truyền vô cùng tai hại khi một mất xích quan trọng thất bại. Trong khi đó thì nhiều nhà bình luận lại tin tưởng rằng phái sinh tín dụng chính là một bước phát triển khách quan của hệ thống tài chính và quả quyết rằng không phải bản thân những đặc tính của CDS mà là sự lạm dụng cũng như vấn đề về định giá mới là nguyên nhân của sự thất bại của thị trường mà kết quả của nó chính là cuộc khủng hoảng tài chính gần đây.

3.1. Lợi ích của CDS

- Công cụ quản lý rủi ro tín dụng: Trên thực tế, với những cản trở về khả năng tài chính và hệ khách hàng thì việc đa dạng hóa danh mục đầu tư một cách hoàn hảo không dễ đạt được. Trong hoàn cảnh đó, CDS cho phép người cho vay có thể tùy chỉnh danh mục rủi ro tín dụng dụng sao cho đạt được danh mục tối ưu. Chẳng hạn, biết rằng, ngành sản xuất ô tô và công nghiệp dầu khí có mối tương quan ngược chiều, một ngân hàng rất có thể sẽ mong muốn danh mục đầu tư của họ có chứa cả hai ngành này. Tuy nhiên, trên thực tế, một ngân hàng có thể có một số lượng lớn khách hàng trong ngành sản xuất ô tô nhưng lại không có khả năng tiếp cận với ngành công nghiệp dầu khí. Trong trường hợp này, ngân hàng có thể sử dụng CDS, bằng cách bán hợp đồng CDS ngành dầu khí, ngân hàng đã có thể “tự chế biến” rủi ro đối với ngành dầu khí, như họ mong muốn mà không cần phải thực sự thực hiện cho vay đối với các công ty dầu khí (Mengle, 2007)! Tương tự như vậy, ngân hàng cũng có thể giảm việc họ phải đối mặt với các khoản lỗ phát sinh từ rủi ro trong ngành công nghiệp sản xuất ô tô bằng việc mua bảo hiểm thông qua các hợp đồng CDS.

- Giúp tăng tính thanh khoản: Lợi ích thứ hai của CDS được nhiều nhà bình luận ủng hộ, đó là quan điểm cho rằng CDS giúp tăng tính thanh khoản của thị trường tài sản tham chiếu. Thông qua việc sử dụng công cụ CDS, ngân hàng có thể sẵn sàng giải ngân các khoản vay mà họ có thể sẽ không thể cho vay nếu họ không tiếp cận được với công cụ CDS (Stulz, 2010).

Mặc dù được phát minh với mục đích là để bảo hiểm rủi ro nhưng sau khi ra đời thì CDS lại được sử dụng rộng rãi với mục đích đầu cơ. Chính do đặc điểm của CDS khác với bảo hiểm ở chỗ hợp đồng CDS không yêu cầu người được bảo hiểm phải có lợi ích bảo hiểm thì mới được bồi thường, điều này cho phép nhà đầu tư có thể “đánh cược” với dự đoán của họ về triển vọng của một tài sản tham chiếu. Những hoạt động đầu cơ như vậy thúc đẩy sự phát triển của thị trường CDS mà nhờ đó có ảnh hưởng tích cực đến tính thanh khoản cũng như sự minh bạch giá cả trên thị trường tài sản tham chiếu (Mengle, 2007)

- Nguồn thông tin về rủi ro tín dụng: Nếu như lãi suất trái phiếu bị ảnh hưởng bởi rất nhiều yếu tố khác ngoài rủi ro mất khả năng thanh toán thì phí CDS là một chỉ báo suy thoái và đang trở thành điểm chuẩn so sánh về rủi ro tín dụng (Mengle, 2007; Weistroffer, 2009). Các nghiên cứu khẳng định CDS có một chức năng là nhận biết mức giá của rủi ro tín dụng. Cụ thể, với xu hướng nhìn thấy trước mức tín nhiệm tín dụng trong tương lai thì mức phí CDS trên thị trường cũng như diễn biến về sự thay đổi mức phí CDS là nguồn thông tin hữu ích cho việc dự đoán khả năng thay đổi bất lợi về mức tín nhiệm tín dụng. Mặc dù về dài hạn, rủi ro tín dụng có thể được định giá tương đồng giữa thị trường tín dụng phái sinh và thị trường tiền tệ, thực tế là thị trường tín dụng phái sinh có xu hướng đi trước thị trường tài sản tham chiếu trong ngắn hạn.

3.2. Rủi ro của CDS

- Làm tăng hành vi chấp nhận rủi ro và giảm sự giám sát tín dụng: Một trong những luận điểm mạnh nhất chống lại CDS liên quan trực tiếp đến việc CDS cho phép người cho vay cho vay nhiều hơn. Với sự hỗ trợ của CDS, người cho vay có thêm động lực để mở rộng hoạt động tín dụng mà không cần bận tâm nhiều đến việc đánh giá các khoản vay. Nguyên nhân là bởi vì họ đã có một tấm đệm bảo vệ khỏi rủi ro đối với các khoản vay không hiệu quả (Jackson 2007; Stulz, 2010). Bên cạnh đó, với những người cho vay có khả năng tiếp cận với thị trường CDS để bảo hiểm rủi ro tín dụng, nỗ lực của họ trong việc mở rộng hoạt động cho vay có thể trở thành động cơ để họ sẵn sàng khuyến khích khách hàng vay chấp nhận thêm rủi ro vì điều này sẽ tạo thêm nhu cầu về vốn. Những việc này sẽ làm giảm chất lượng tín dụng nói chung, mà ảnh hưởng cuối cùng là sự mất ổn định của hệ thống tài chính.

Nếu nhìn từ góc độ pháp lý, việc sử dụng CDS có thể giúp ngân hàng tránh được sự quản lý về tỷ lệ vốn. Cụ thể, bằng việc sử dụng các hợp đồng CDS, ngân hàng có thể “gia công” từ tài sản ở nhóm rủi ro cao trở thành nhóm tài sản 0% rủi ro, điều này giúp ngân hàng có thể chỉ cần nắm giữ tỷ lệ vốn thấp mà vẫn tuân thủ quy định về luật pháp.

Tương tự với việc tạo ra động cơ chấp nhận rủi ro, việc sử dụng CDS cũng khuyến khích người cho vay mở rộng hoạt động cấp tín dụng trong khi các hoạt

động giám sát tín dụng giảm đáng kể (Arnold, 2014; Stulz, 2010). Nguyên nhân là bởi vì, với việc mua bảo hiểm thông qua các hợp đồng CDS, sự thành bại của khách hàng vay không còn ý nghĩa quá lớn với người cho vay nữa. Giờ đây, trong khi người bán CDS là người mong muốn quản lý các khoản vay thì họ lại thường có ít thông tin, kỹ năng cũng như kinh nghiệm trong quản lý nợ.

- “Vấn đề chủ nợ khổng” và “lợi ích kinh tế âm”: Khi người cho vay không còn nhiều lợi ích liên quan đến sự thành bại của con nợ, những “chủ nợ khổng” sẽ trở nên miễn cưỡng và có xu hướng không nhượng bộ trong quá trình tái đàm phán để ngăn chặn sự thất bại của con nợ. Nguyên nhân là bởi vì, trong bất kỳ trường hợp nào thì người cho vay cuối cùng sẽ vẫn nhận được tiền từ tài sản mà họ nắm (Hu và Black, 2008).

Nghiêm trọng hơn, những chủ nợ với “lợi ích kinh tế âm” có động cơ rõ rệt đối với việc lợi dụng quyền kiểm soát của họ đối với công ty tham chiếu (con nợ) để đẩy họ đến chỗ phá sản (Hu và Black, 2008). Điều này nghe có vẻ phi lý nhưng trên thực tế lại hoàn toàn có khả năng xảy ra. Bằng cách đó, chủ nợ với lợi ích kinh tế âm có thể được lợi thông qua việc phá hoại các công ty tốt chỉ bởi vì họ không kịp trả lãi vay.

Bên cạnh đó, đáng chú ý cũng có những lập luận cho rằng lý thuyết “chủ nợ khổng” không phải luôn luôn đúng bởi người mua CDS (người cho vay) và người bán CDS thường có một mục tiêu chung là duy trì danh tiếng và uy tín bằng việc hợp tác với nhau để giám sát các khoản nợ.

- Rủi ro mang tính chất hệ thống: Tính chất liên kết nhiều chủ thể của CDS cùng với thị trường CDS với quy mô khổng lồ và phân tán rộng, có thể cùng nhau tạo nên hiệu ứng domino, nghĩa là chỉ cần xảy ra thất bại trong một mắt xích nào đó cũng có thể gây xáo trộn trong toàn bộ thị trường tài chính quốc tế. Khi kiểm tra tác động khi người cho vay gặp vấn đề về thanh khoản lên khách hàng vay, Song và Uzmanoglu (2010) phát hiện ra rằng, so với nhóm khách hàng vay từ chủ nợ với tính thanh khoản cao, nhóm khách hàng vay từ những chủ nợ với tính thanh khoản thấp gặp nhiều rủi ro thanh khoản hơn. Bằng chứng là phí CDS của các hợp đồng CDS mà họ là công ty tham chiếu tăng đáng kể. Nghiên cứu này cũng chỉ ra hiệu ứng domino đối với các công ty với chỉ số tín nhiệm thấp — các công ty với chỉ số tín nhiệm thấp hơn BBB, xếp hạng bởi Standard and Poor hoặc Moody), những người phải gánh chịu ảnh hưởng chuyển từ vấn đề thanh khoản của những người cho họ vay tiền.

Bàn về rủi ro hệ thống, cũng có một số quan điểm cho rằng khối lượng của các hợp đồng CDS tuy lớn về con số tuyệt đối, nhưng chỉ chiếm một tỷ lệ khá nhỏ so với các tài sản khác trong bảng cân đối kế toán, điều này ám chỉ rằng rõ ràng, mức độ rủi ro mang tính chất hệ thống mà CDS mang lại không thể là quá nghiêm trọng được (Otero, 2012)

4. Kết luận

Bài viết với mục đích giới thiệu về hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng (CDS) và phân tích những lợi ích cũng như rủi ro của công cụ tài chính này đối với thị trường tài chính, trong bối cảnh Việt Nam đã từng thực hiện thí điểm vào năm 2006, 2007 nhưng cho đến nay, thị trường CDS vẫn chỉ hoạt động ở quy mô manh mún và vẫn chưa có khung pháp lý điều chỉnh sự vận động của thị trường này, mặc dù trên thế giới, trải qua cuộc khủng hoảng tài chính, nhiều nước đã điều chỉnh và dần hoàn thiện khung pháp lý, để giảm thiểu tối đa những rủi ro mà CDS có thể đem lại, trong khi vẫn phát huy được chức năng của công cụ này trong việc xây dựng thị trường tài chính hiệu quả. Đặc biệt, trong bối cảnh hiện nay khi Việt Nam đang xây dựng lộ trình phát triển sàn giao dịch chứng khoán phái sinh, tuy CDS nói riêng cũng như các công cụ phái sinh tín dụng nói chung còn mới mẻ ở Việt Nam, nhưng trong dài hạn thì việc phổ biến kiến thức về các công cụ này là rất cần thiết và là một mắt xích quan trọng trong mục tiêu xây dựng chiến lược dài hơi cho sự phát triển của thị trường chứng khoán phái sinh nói chung và thị trường công cụ phái sinh tín dụng nói riêng./.

Tài liệu tham khảo

1. Arnold, M. (2012) “Banks’ Loan Screening Incentives with Credit Risk Transfer: An Alternative to Risk Retention”. University of St.Gallen, School of Finance Research Paper No.2014/2.
2. Hu, H.T.C. và Black, B.S. (2008) “Debt, equity, and hybrid decoupling: governance and systemic risk implications”. European Financial Management Journal, Vol.14, pp.1-25.
3. Mengle D. (2007) “Credit derivatives: an overview” International Swaps and Derivatives Association 2. 2007 Financial Markets Conference, Federal Reserve Bank of Atlanta.
4. Otero G.L., Rodriguez G.L.I.; Fernandez L.S. và Vivel B.M. (2012) “Determinants of Credit Risk Derivatives Use by the European Banking Industry”. Journal of Money, Investment and Banking, Issue 25.
5. Stulz, R.M. (2010) “Credit default swaps and the credit crisis.” Journal of Economic Perspectives, Vol.24, pp.73-92.
6. Weistroffer, C. (2009) “Credit default swaps: Heading towards a more stable system” (online). Deutsche Bank Research: Current Issues. Available at: http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_ENPROD/PROD0000000000252032.pdf.