

Chứng khoán hóa: Công cụ tài trợ cho bất động sản Việt Nam

PGS.TS LÊ THỊ LANH
THẠC SĨ HUỲNH THỊ CẨM HÀ
NCS HUỲNH ĐỨC TRƯỜNG

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

Nghiên cứu thực hiện khảo sát đối tượng là nhà đầu tư, nhân sự tại công ty chứng khoán, công ty kinh doanh BĐS nhằm điều tra về nhận định của đối tượng về các vấn đề liên quan đến thị trường BĐS, chứng khoán hóa BĐS. Kết quả khảo sát cho thấy giới tính hầu như không ảnh hưởng đến nhận định về các vấn đề liên quan đến thị trường BĐS và chứng khoán hóa BĐS và quyết định đầu tư, nhưng độ tuổi và trình độ văn hóa có ảnh hưởng đến nhận thức về sản phẩm chứng khoán hóa, thị trường BĐS. Ngoài ra, nghiên cứu còn sử dụng phương pháp thống kê, so sánh, tổng hợp nhằm đánh giá tình hình biến động của tín dụng bất động sản trong thời gian qua tại VN, đồng thời tham khảo kinh nghiệm chứng khoán hóa BĐS của một số nước trên thế giới nhằm đề xuất mô hình chứng khoán hóa BĐS cho VN trong điều kiện hiện nay và hướng phát triển trong tương lai.

Từ khóa: chứng khoán hóa, mô hình chứng khoán hóa, bất động sản, tài trợ, vốn.

1. Giới thiệu

Chứng khoán hóa đã có một lịch sử phát triển lâu đời từ thời trung cổ (476 – 1453). Tuy nhiên, sản phẩm chứng khoán hóa BĐS thì chỉ mới xuất hiện đầu tiên cuối những năm 60 của thế kỷ 20, khi Chính phủ Mỹ thành lập Hiệp hội thế chấp bất động sản Quốc gia GNMA (Government National Mortgage Association). GNMA được Chính phủ Mỹ thành lập năm 1968 dưới dạng một công ty trực thuộc vụ phát triển nhà ở và đô thị nhằm cam kết mua các khoản nợ có thể chấp bất động sản từ các nhà cho vay riêng lẻ với giá ưu đãi để trợ giúp phát triển khu vực nhà ở tại Mỹ. Do đó, chứng khoán hóa BĐS chính là sản phẩm tài chính kết hợp giữa thị trường BĐS và

thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường tín dụng

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Theo OECD (1995) – tổ chức hợp tác phát triển kinh tế thì chứng khoán hóa là việc phát hành các chứng khoán có tính khả mại được bảo đảm không phải từ khả năng thanh toán của chủ thể phát hành mà bằng nguồn thu dự kiến có được từ các tài sản đặc biệt. Từ khái niệm này cho thấy: khả năng sinh lời của tài sản dùng làm đảm bảo sẽ quyết định thu nhập và mức độ rủi ro của chứng khoán phát hành. Như vậy, chứng khoán được bảo đảm không phải bằng khả năng thanh toán của chủ thể phát hành.

Ủy Ban chứng khoán của Mỹ

(SEC) cho rằng: Chứng khoán hóa là việc tạo ra các chứng khoán dựa trên các dòng tiền cố định hoặc mang tính chất tuần hoàn của một tập hợp cố định tách biệt các khoản phải thu hoặc các tài sản tài chính. Các chứng khoán này tùy theo cấu trúc thời hạn của chúng sẽ được chuyển đổi thanh tiền trong một khoản thời gian nhất định kèm theo những quyền hưởng lợi khác và quyền đối với tài sản được sử dụng nhằm đảm bảo việc trả nợ hoặc phân phối định kỳ các khoản thu được cho người sở hữu chứng khoán

Stuart I. Greenbaum và Anjan V.Thakor (2007), “Contemporary Financial Intermediation”, 2nd Edition, Elsevier, California, USA:

Chứng khoán hóa bao gồm sự kết hợp khoản cho vay với các khoản cho vay khác có các tính chất tương tự (về kỳ hạn lãi, kỳ hạn thanh toán, chênh lệch lãi suất theo khu vực), tạo ra các quyền đòi nợ tín dụng nâng cao dựa vào các dòng tiền của danh mục đầu tư này, và rồi bán các quyền đòi nợ này cho các nhà đầu tư. Nói cách khác, chứng khoán hóa là sự chuyển đổi các khoản cho vay của ngân hàng, các khoản phải thu hoặc các giao dịch tài chính phi thương mại thành các chứng khoán có thể bán (thường là các trái phiếu).

Marc Breidenbach (2003), “Real Estate Securitisation as an Alternative Source of Financing for the Property Industry”: CKH được xem như là chứng chỉ bảo hiểm các khoản nợ, các chứng chỉ này được bảo đảm bằng từ chính dòng tiền của các tài sản này. Do đó, các chứng khoán như vậy được gọi là ABS (Asset-Backed Securities) - tạm dịch là các chứng khoán tài sản tài chính. Bản chất hoạt động này là chuyển đổi các khoản cần thanh toán (các khoản phải trả) thành các chứng khoán giao dịch trên thị trường thứ cấp dưới dạng các khoản phải thu hoặc các tài sản khác có tính thanh khoản. Do

đó, chứng khoán hóa là thuật ngữ chung dùng cho bất kỳ tài sản hay các khoản phải thu nào được chứng khoán hóa, thậm chí kể cả những tài sản vô hình nếu có thể tạo ra nguồn thu nhập ổn định và được hình thành chuyển đổi dưới dạng các chứng khoán có thể giao dịch được trên thị trường mua bán nợ.

Do chứng khoán hóa tài sản tài chính là cấu trúc phức tạp có thể dẫn đến phá sản nên cần một tổ chức tài chính chuyên biệt (SPV - Special Purpose Vehicle) phân loại chứng khoán trong trường hợp nhà khởi phát phá sản hoặc hợp đồng trong đó điều kiện giao kèo về dòng tiền không được tôn trọng. Nhìn chung, có hai phương pháp chính để chứng khoán hóa: Covered Bonds và ABS (Asset Backed Securities).

(1) CB (Covered Bonds): ngân hàng phát hành trái phiếu nợ từ tổng hợp một loạt các chứng từ tài sản, đem rao bán trên thị trường chứng khoán. Các chứng từ tài sản này vẫn nằm trong bảng cân đối tài khoản của ngân hàng dùng để bảo đảm cho việc phát hành trái phiếu.

(2) ABS (Asset Backed Securities): phức tạp và tốn kém hơn CB. Tùy theo loại tài sản

mà ABS có tên cụ thể: CDO (Collateralized Debt Obligation), MBS (Mortgage Backed Securities)... với phương pháp ABS, ngân hàng chuyên nhượng các chứng từ tài sản qua tổ chức tài chính chuyên nghiệp (SPV). SPV lập chứng khoán, rao bán lại để tài trợ cho việc mua chứng từ tài sản từ ngân hàng (ABS là hoạt động tài chính nằm ngoài bảng cân đối kế toán của ngân hàng).

Chứng khoán hóa bất động sản là một loại chứng khoán đặc biệt kết hợp giữa hình thức đầu tư chứng khoán và đầu tư bất động sản, được đảm bảo bằng giá trị bất động sản mà nó đại diện đồng thời cho phép nhà đầu tư kiếm lời từ trên giá bất động sản này nhưng không nhất thiết phải nắm giữ quyền sở hữu trực tiếp (một phần hoặc toàn bộ) bất động sản đó trong suốt quá trình sở hữu chứng khoán.

Kỹ thuật chứng khoán hóa được áp dụng khá phổ biến tại các nước trên thế giới. Bảng dưới đây cho thấy các nước đã ứng dụng chứng khoán hóa thành công và đều đã thành lập những công ty SPV riêng

Đến nay kỹ thuật CKH đã được

Bảng 1: Các quốc gia ứng dụng chứng khoán BĐS thành công

Quốc gia	Công ty CKH (SPV)	Năm thành lập	Ghi chú
Mỹ	FNMA, GNMA, Freddie Mac	1948, 1968, 1968	thành lập năm 1948 đến năm 1968 được tư nhân hóa
Pháp	FCC (Fonds Commun de Créande)	1988	tương tự FNMA đã có hơn 120 FCC
Hàn Quốc	KMC (Korean Mortgage Corporation)	1998	Liên doanh giữa các NH trong nước và IFC
Malaysia	Cagamas Berhad	1986	
Hongkong	KMC (Hong Kong Mortgage Corporation)	1997	
Nhật	TMKs (Tokubatsu Mokukeiki Kaisha)	1998	Gần 40 TMKs được thành lập, 17 TMKs hoạt động trong lĩnh vực BĐS

Nguồn: Tác giả tổng hợp

lan tỏa rộng khắp các Châu lục, bảng sau đây cho thấy các nước ứng dụng CKH thành công và đều đã thành lập những công ty CKH (SPV) riêng.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Điều tra khảo sát bằng bảng câu hỏi

Trước tiên bài viết sử dụng phương pháp điều tra, khảo sát sử dụng bảng câu hỏi. Thời gian lấy mẫu tháng từ tháng 3 đến tháng 4/2013. Mẫu khảo sát tương ứng với số phiếu phát đi là 300, số phiếu thu về thỏa điều kiện 244, đạt tỷ lệ khoảng 81%. Đối tượng khảo sát: nhà đầu tư, nhân sự tại công ty chứng khoán, công ty kinh doanh BDS. Bảng khảo sát gồm 36 câu định lượng và 3 câu định tính chính phân loại theo giới tính, độ tuổi (3 nhóm: dưới 30 tuổi, từ 30 – 50 tuổi và trên 50 tuổi), trình độ văn hóa (3 nhóm: dưới đại học, đại học và trên đại học). Thang điểm cho mỗi câu hỏi theo thang điểm từ 1 đến 5, tương ứng với mức độ từ hoàn toàn không đồng ý đến hoàn toàn đồng ý. Số liệu các bảng câu hỏi sau khi thu thập được xử lý trên SPSS. Với mục tiêu khảo sát và thu thập ý kiến nhận định vấn đề liên quan đến chứng khoán hóa của nhà đầu tư, nhân sự tại các công ty chứng khoán, công ty kinh doanh BDS nên mục tiêu nghiên cứu chỉ dừng ở góc độ:

+ Điều tra mức độ nhận định của nhóm giới tính (một trong những yếu tố ảnh hưởng đến tâm lý hành vi của người ra quyết định) được hỏi.

+ Điều tra mức độ nhận định của nhóm trình độ văn hóa được hỏi.

+ Điều tra mức độ nhận định của nhóm độ tuổi được hỏi.

Với mức ý nghĩa kiểm định là

5%.

Trước hết bài viết sẽ kiểm định độ tin cậy của bảng câu hỏi thông qua kiểm định hệ số Cronbach's Alpha. Tiếp theo, để kiểm định đánh giá giữa các phân nhóm khác nhau liên quan đến các nhận định về chứng khoán hóa, BDS, bài viết sử dụng kiểm định về sự bằng nhau giữa các nhóm trung bình tổng thể, bằng cách sử dụng kiểm định cho mẫu độc lập (Independent – sample T-Test) với mức ý nghĩa 5%, tương ứng độ tin cậy 95%. Trong đó, bài viết kiểm định giả thuyết phương sai (Levene's Test for Equality of Variances) và kiểm định về giá trị trung bình (T-Test Equality of Means).

Kiểm định giả thuyết về phương sai (Levene's Test for Equality of Variances)

H_0 : phương sai của vấn đề cần kiểm định giữa các nhóm bằng nhau

H_1 : phương sai của vấn đề cần kiểm định giữa các nhóm khác nhau

Kiểm định giả thuyết về giá trị trung bình (T-test for Equality of Means)

H_0 : Trung bình của vấn đề cần kiểm định không có sự khác biệt giữa các nhóm

H_1 : Trung bình của vấn đề cần kiểm định có sự khác biệt giữa các nhóm

2.2.2. Thống kê mô tả kết hợp so sánh số liệu tổng hợp

Bài viết thu thập số liệu về tình hình tín dụng BDS, nợ xấu BDS và tình hình tồn kho BDS trong thời gian qua với nguồn số liệu tại thị trường thành phố Hồ Chí Minh – nơi thị trường tài chính hoạt động lớn nhất tại VN, để từ đó có cách nhìn tổng thể thực trạng chung vấn đề đang nghiên cứu.

3. Kết quả và thảo luận

3.1. Kết quả nghiên cứu

3.1.1. Kết quả điều tra từ bảng khảo sát

Bước 1: Kiểm tra độ tin cậy của thang đo

Bảng 1. Kết quả kiểm tra mẫu khảo sát

Số liệu trong bảng 1 và 2 cho Case Processing Summary		
	N	%
Valid	244	100
Excluded(a)	0	0
Total	244	100

Listwise deletion based on all variables in the procedure.

Bảng 2. Kết quả kiểm tra độ tin cậy

Reliability Statistics	
Cronbach's Alpha	N of Items
0.769	36

thấy hệ thống hệ số Cronbach's Alpha là 0.769 gần bằng 1. Vì vậy thang đo này có thể chấp nhận được với độ tin cậy khá tốt. Các câu hỏi trong bảng khảo sát có thể chấp nhận để sử dụng cho kiểm định tiếp theo.

Bước 2: Kiểm định nhận định của nhóm giới tính đối với các câu hỏi bảng khảo sát

Với mẫu khảo sát là 244, trong đó số lượng nữ ngẫu nhiên là 137, chiếm khoảng 56% số người được hỏi. Khi được hỏi về nhận định các DN BDS vẫn phụ thuộc vào nguồn vốn ngân hàng, chính vì vậy họ kỳ vọng vào động thái giảm lãi suất từ phía NH và TCTD, kết quả cho thấy trung bình nhận định của 2 nhóm giới tính là như nhau và gần như đồng ý với quan điểm trên (với số điểm trung bình > 4) hay nói cách khác giới tính không ảnh hưởng đến quan điểm nhận định về vấn đề này. Kết quả cũng tương tự khi đặt vấn đề đối

với chính sách siết chặt tín dụng đối với các lĩnh vực phi sản xuất, trong đó có ngành BĐS đã làm cho nhiều DN lao đao thì cả nam và nữ đều có nhận định như nhau. Ngoài ra, khi bài viết đặt ra vấn đề am hiểu các loại chứng khoán hóa như ABS, MBS thì trung bình nam và nữ đều chưa hiểu kỹ với loại chứng khoán hóa này.

Khi đề cập đến tổ chức tài chính chuyên biệt SPV/SPE có tác dụng chuyển giao rủi ro thì cả nhóm nam và nữ đều không có ý kiến về vấn đề này (điểm trung bình của 2 nhóm gần bằng 3). Kết quả cũng tương tự đối với mức độ tin tưởng về quỹ đầu tư bất động sản tại VN sẽ phục hồi thị trường cũng như sự ra đời của quỹ tín thác bất động sản (REIT), huy động vốn dưới hình thức chứng khoán hóa sẽ giảm gánh nặng ngân sách cho nhà nước, giới tính không ảnh hưởng đến mức độ hiểu biết đối với các vấn đề trên, trung bình cả 2 giới đều không có ý kiến đối với vấn đề này (điểm trung bình của hai giới gần bằng 3).

Khi được đặt vấn đề về khung pháp lý cho sản phẩm chứng khoán hóa khi ra đời chưa được hoàn thiện thì cả nam và nữ đều có đồng ý như nhau (điểm trung bình trên 3,36 – 3.76). Tương tự cho vấn đề còn lại, kết quả cho thấy giới tính không ảnh hưởng đến sự khác nhau trong trung bình đánh giá các vấn đề, và điểm trung bình giao động từ 1 – 2.

Bước 3: Kiểm định ý kiến đánh giá của nhóm độ tuổi đối với bảng khảo sát

Kết quả cho thấy chỉ có sự khác nhau trong cách nhìn nhận vấn đề DN BĐS đang kỳ vọng vào động thái giảm lãi suất của

NH và các TCTD giữa nhóm tuổi dưới 30 và nhóm 30 – 50 tuổi. Ngoài ra, các vấn đề khác trong khảo sát kết quả cho thấy độ tuổi không ảnh hưởng đến việc nhận định các vấn đề này.

Bước 4: Kiểm định ý kiến đánh giá của nhóm trình độ văn hóa đối với khảo sát

Kết quả ghi nhận ở phần đánh giá khung pháp lý của quy trình CKH rất phức tạp, thì việc đánh giá các nhóm trình độ văn hóa có khác nhau giữa phân khúc nhóm dưới đại học và đại học, đại học và trên đại học, cụ thể mức điểm trung bình giảm dần từ nhóm đại học, dưới đại học và trên đại học. Trong đó, nhóm trên đại học không đồng ý với quan điểm trên. Khi đề cập đến vấn đề nên phát triển quỹ tín thác BĐS (REIT) – hình thức CKH BĐS thông qua chứng chỉ quỹ cho thấy trình độ văn hóa có tác động đến mức độ đánh giá của nhóm đại học và trên đại học. Các nhóm dưới đại học, đại học, trên đại học có mức điểm trung bình giảm dần. Khi bài viết thực hiện khảo sát về lý do khiến nhà đầu tư bị hấp dẫn bởi thị trường BĐS do kiếm được lợi nhuận cao thì nhóm đại học và trên đại học cho ý kiến khác nhau trong đánh giá, nhóm đại học gần như không đồng ý với quan điểm trên và phần lớn không có ý kiến đối với vấn đề này.

Với nhận định cho rằng BĐS chịu tác động của cung – cầu BĐS thì nhóm trên đại học và dưới đại học, đại học – trên đại học có đánh giá khác nhau, cụ thể điểm trung bình cho nhận định này giảm dần từ nhóm dưới đại học đến trên đại học. Điều này cho thấy trình độ càng cao thì mức độ không đồng ý với vấn

đề này càng tăng dần. Trình độ văn hóa có ảnh hưởng đến nhận định BĐS chịu tác động của thuế đánh trên BĐS cụ thể giữa nhóm đại học và dưới đại học, mức độ không đồng ý của nhóm đại học cao hơn nhóm dưới đại học. Ngoài các vấn đề vừa đề cập trong quá trình kiểm định sự khác biệt giữa trình độ văn hóa thì các nhận định còn lại cho thấy trình độ văn hóa không làm thay đổi nhận định của người được khảo sát.

3.1.2. Thực trạng chứng khoán hóa tại VN trong thời gian qua

3.1.2.1. Thực trạng tồn kho BĐS và nợ xấu BĐS

Theo báo cáo của 94 sàn giao dịch BĐS tại Hà Nội, chỉ có 1.833 giao dịch thành công với tổng giá trị giao dịch là 6.198,1 tỷ đồng. Báo cáo của 129 sàn tại TP.Hồ Chí Minh có 4.015 giao dịch thành công với tổng giá trị giao dịch là 11.049 tỷ đồng. Hà Nội tồn 2.392 căn hộ chung cư, 3.483 căn nhà thấp tầng; TP.Hồ Chí Minh tồn kho 10.108 căn hộ chung cư, 1.131 căn nhà thấp tầng, 34.282 m^2 đất nền. Trong khi đó, tình hình nợ xấu tại Hà Nội đến cuối tháng 2/2013 là 6,29%, so với tỷ lệ nợ xấu đến cuối 2012 theo số liệu của Ngân hàng Nhà nước chi nhánh Hà Nội, nợ xấu tăng 1,25%. Tại TPHCM tình hình nợ xấu đến cuối tháng 2/2013 là 50.915 tỷ đồng, chiếm 5,98% trong tổng dư nợ. Trong đó, nợ nhóm 5 (nợ có khả năng mất vốn) chiếm 62,8% trong tổng nợ xấu.

Riêng tình hình cho vay đối với lĩnh vực BĐS của các tổ chức tín dụng trên địa bàn TP HCM gia tăng qua các năm. Trong giai đoạn 2003 – 2007 (bảng 3), tỷ lệ

Bảng 3: Tình hình cho vay lĩnh vực BĐS của các TCTD tại TP.HCM

CHỈ TIÊU	ĐVT: Tỷ đồng				
	2003	2004	2005	2006	2007
Dư nợ cho vay BĐS trên địa bàn TP HCM	15.038	24.807	26.794	25.549	34.643
Tỉ lệ tăng giảm so với năm trước	36,00%	64,96%	8,01%	-4,65%	35,59%

Nguồn: Báo cáo của NHNN Chi nhánh TP HCM

CHỈ TIÊU	ĐVT: Tỷ đồng				
	2003	2004	2005	2006	2007
I. Dư nợ cho vay BĐS trên địa bàn TP HCM	15.308	24.807	26.794	25.549	34.643
1. Phân theo thời hạn vay	15.308	24.807	26.794	25.549	34.643
a. Ngắn hạn	2.036	3.225	4.280	4.422	5.197
b. Dài hạn	13.272	21.582	22.514	21.127	29.446
2. Phân theo nhu cầu vay (thống kê toàn bộ chi phí liên quan đến từng nhu cầu vốn vay, bao gồm: Đất đai, Nhà công trình xây dựng gắn liền với đất đai, kể cả tài sản gắn liền với nhà/công trình xây dựng đó; các TS khác gắn liền với đất đai)	15.038	24.807	26.794	25.549	34.643
a. Xây dựng cơ sở hạ tầng phục vụ SXKD					
b. Xây dựng khu công nghiệp, khu chế xuất	3.461	6.000	4.921	5.854	5.870
c. Xây dựng khu đô thị					
d. Xây dựng văn phòng (cao ốc) cho thuê	1.685	2.956	1.606	2.848	3.242
e. Xây dựng và kinh doanh trung tâm thương mại, chợ, cửa hàng					
f. Xây dựng, sửa chữa, mua nhà để ở (trừ trường hợp khách hàng vay trả bằng tiền lương)	5.548	7.450	12.036	9.263	14.768
g. Xây dựng, sửa chữa, mua nhà để bán	1.300	2.654	2.969	3.688	3.595
h. Quyền sử dụng đất					
i. Đầu tư, kinh doanh BĐS khác	3.044	5.747	5.262	3.896	7.168
3. Mức cho vay tối đa với 1 khách hàng					
4. Thời hạn cho vay tối đa (năm)					
5. Tổng dư nợ có bảo đảm bằng tài sản					
6. Tổng dư nợ cho vay không có tài sản đảm bảo					
II. Dư nợ xấu	315	538	959	442	779

Nguồn: Báo cáo của NHNN Chi nhánh TP HCM

dư nợ BĐS tăng mạnh vào năm 2003, 2004 và giảm mạnh vào năm 2005, 2006 đến 2007 lại gia tăng mạnh trở lại là do có sự liên thông mạnh mẽ giữa thị trường BĐS và thị trường chứng khoán.

Thời hạn vay dài hạn chiếm chủ yếu, nhu cầu vay chủ yếu để đầu tư vào đất đai, nhà công trình xây dựng gắn liền với đất đai, kể cả tài sản gắn liền với nhà/công trình xây dựng đó; các tài sản khác gắn liền với đất đai... Nợ xấu BĐS cũng gia tăng tương ứng qua các năm thể hiện ở bảng 4.

Giai đoạn 2007 – 2012 dư nợ cho vay BĐS của các tổ chức tín dụng trên địa bàn TP. HCM càng gia tăng, đặc biệt tăng khá mạnh

vào năm 2008, tức là hậu khủng hoảng tài chính tại Mỹ... Bài học từ những hệ lụy cho vay dưới chuẩn đối với VN là bài học đắt giá, tình hình nợ xấu năm 2012 gia tăng gấp 4 lần so với trước đó (bảng 4.3), thời hạn cho vay tối đa lên đến 20 năm và mức vay đối với khách hàng tổ chức cao hơn khách hàng cá nhân khoảng 3 lần. Tài sản thế chấp khi vay chủ yếu bằng giá trị quyền sử dụng đất và tài sản gắn liền với đất nên không tránh khỏi trường hợp BĐS được định giá quá cao nhằm thỏa mãn lợi ích nhóm gây hậu quả khó lường trong xử lý nợ xấu “hậu khủng hoảng”.

Bên cạnh đó, báo cáo tình hình nợ xấu thiếu sự đồng bộ gây khó

khăn trong xử lý nợ xấu. Đơn cử như năm 2012, theo báo cáo tình hình nợ xấu của các tổ chức tín dụng khoảng 135.000 tỷ VND, tương đương 4,86% tổng dư nợ, nhưng theo báo cáo của thanh tra NHNN có sự khác biệt đáng kể, khoảng trên 8% (bảng 5).

3.1.2.1. Thực trạng chứng khoán hóa bất động sản

Thị trường BĐS là một trong những kênh thu hút vốn đầu tư rất lớn từ nguồn vốn trong và ngoài nước. Một trong những nhu cầu đưa thị trường BĐS vào quản lý và phát triển ổn định là mô hình chứng khoán hóa BĐS, hàng hóa nhà đất được đưa lên giao dịch trên thị trường chứng khoán tập trung,

Bảng 4: Tình hình cho vay đối với lĩnh vực bất động sản của các TCDD tại TP.HCM

CHỈ TIÊU	ĐVT: Tỷ đồng					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
I. Dư nợ cho vay BĐS trên địa bàn TP HCM	34.643,00	65.160,07	78.290,42	98.256,28	89.530,41	83.830,78
1. Phân theo thời hạn vay		65.160,07	78.290,42	98.256,28	89.530,41	83.830,78
a. Ngắn hạn		15.772,83	17.914,99	23.431,09	14.061,46	17.164,77
b. Dài hạn		49.387,24	60.375,43	74.825,19	75.468,95	66.666,01
2. Phân theo nhu cầu vay (thông kê toán bộ chi phí liên quan đến từng nhu cầu vốn vay, bao gồm: Đất đai, Nhà công trình xây dựng gắn liền với đất đai, kể cả tài sản gắn liền với nhà/công trình xây dựng đó; các TS khác gắn liền với đất đai)		65.160,07	78.290,42	98.256,28	89.530,41	83.830,78
a. Xây dựng cơ sở hạ tầng phục vụ SXKD		7.159,86	8.404,35	12.493,75	14.650,55	
b. Xây dựng khu công nghiệp, khu chế xuất	5.870,00	1.577,94	1.660,97	2.185,84	2.399,07	4.412,24
c. Xây dựng khu đô thị		6.408,60	6.048,51	11.517,97	8.848,58	18.888,66
d. Xây dựng văn phòng (cao ốc) cho thuê	3.242,00	6.264,69	8.839,06	9.454,31	13.183,42	13.762,60
e. Xây dựng và kinh doanh trung tâm thương mại, chợ, cửa hàng		2.312,22	4.178,89	2.756,48	3.178,73	-
f. Xây dựng, sửa chữa, mua nhà để ở (trừ trường hợp khách hàng vay trả bằng tiền lương)	14.768,00	19.511,76	23.853,49	21.431,32	16.888,39	15.290,08
g. Xây dựng, sửa chữa, mua nhà để bán	3.595,00	9.328,93	7.564,24	8.469,62	10.523,56	10.982,06
h. Quyền sử dụng đất		5.940,82	4.687,49	6.058,10	7.416,78	5.136,94
i. Đầu tư, kinh doanh BĐS khác		6.655,25	13.053,42	23.888,89	12.441,33	15.358,20
3. Mức cho vay tối đa với 1 khách hàng						
a. Đối với khách hàng là cá nhân		906,11	302,00	521,00	461,00	650,00
b. Đối với khách hàng là tổ chức		1.268,00	1.742,00	1.520,00	1.630,00	1.680,00
4. Thời hạn cho vay tối đa (năm)						
a. Đối với khách hàng là cá nhân		30,00	25,00	20,00	20,00	20,00
b. Đối với khách hàng là tổ chức		30,00	25,00	20,00	20,00	20,00
5. Tổng dư nợ có bảo đảm bằng tài sản		60.968,05	75.194,75	95.194,18	85.321,64	79.471,57
Trong đó:						
a. Thế chấp bằng giá trị QSD đất		15.558,23	20.074,03	23.049,43	24.958,15	26.406,70
b. Thế chấp bằng giá trị QSD đất và tài sản gắn liền		33.518,30	44.984,20	53.871,16	44.780,66	38.310,67
c. Thế chấp bằng tài sản gắn liền trên đất		3.367,87	2.262,26	3.515,20	3.530,30	4.191,52
d. Bảo đảm bằng TS khác		8.523,65	7.874,26	14.758,39	12.052,53	10.562,68
6. Tổng dư nợ cho vay không có tài sản đảm bảo		4.192,02	3.095,67	3.062,10	4.208,77	4.359,21
II. Dư nợ xấu		6.746,07	1.503,71	1.693,99	3.405,68	11.752,31

Nguồn: Báo cáo của NHNN Chi nhánh TP HCM

Bảng 5: Thực trạng các DN bất động sản trên thị trường

Chỉ tiêu	2012	2011	So sánh	
			Số DN	±%
DN BĐS đăng ký mới	16,028	14,190	1,838	12.95%
DN BĐS đang hoạt động	55,870	48,733	7,137	14.65%
DN BĐS kinh doanh thua lỗ	17,000	14,998	2,002	13.35%
DN BĐS ngừng hoạt động hoặc giải thể	2,637	2,411	226	9.37%
Trong đó:				
+ DN xây dựng	2,110	1,987	123	6.20%
+ DN kinh doanh BĐS	527	425	102	24.10%

Nguồn: Tác giả tổng hợp

mô hình này từng được đưa ra từ năm 2005 nhưng rất mờ nhạt, chưa phát huy được những mặt tích cực của mô hình này trên thực tế.

5. Kết luận và gợi ý chính sách

5.1. Kết luận

Sản phẩm chứng khoán BĐS muốn phát triển tại thị trường VN thì cần kết hợp với phát triển thị trường chứng khoán và thị trường BĐS. Thị trường chứng khoán phát triển sẽ hỗ trợ các chứng khoán

phái sinh trong đó có sản phẩm chứng khoán hóa BĐS. Nhưng nhân tố không nhỏ quyết định sự phát triển sản phẩm này chính là niềm tin, sự lạc quan của nhà đầu tư về triển vọng thị trường. Mặc dù trong thời gian qua, cả thị trường BĐS, thị trường chứng khoán đều trở nên trầm lắng và khó khăn, chính vì điều này, càng không có cơ hội cho sản phẩm chứng khoán hóa BĐS phát triển trong thời gian qua, kể từ khi khung pháp lý chứng khoán hóa được ban hành theo nghị định 144/2005/NĐ-CP và thông tư hướng dẫn.

5.2. Gợi ý chính sách

5.2.1. Nhận định về giải pháp giải cứu BĐS

Vấn đề giải cứu BĐS còn gây nhiều tranh luận, có ý kiến cho rằng nên “để thị trường tự giải cứu mình”. Tuy nhiên, bài viết đồng ý với quan điểm nên để Chính phủ giải cứu thị trường BĐS, sự can thiệp của Chính phủ càng lớn thì sự khôi phục của thị trường càng nhanh. Theo ý kiến chuyên gia John Sheehan, thành viên Tổ chức giám định bất động sản Hoàng gia (FRICS) của Anh thì thời gian trung bình để khôi phục thị trường bất động sản sau khi có những biện pháp điều chỉnh trung bình khoảng 6 năm. Đến khi được khôi phục thì giá trị BĐS sẽ mất 60%. Thời gian khôi phục BĐS chia thành 3 giai đoạn:

- Giai đoạn phủ nhận: là giai đoạn đầu tiên, thường kéo dài khoảng 2 năm, chính phủ phải có giải pháp vượt qua được giai đoạn này bằng cách chấp nhận bỏ ra chi phí thực tế để xử lý nợ xấu thì sau đó mới có thể xác định được giai đoạn phục hồi mất bao lâu.

- Giai đoạn điều chỉnh: thường

kéo dài trung bình khoảng 2 năm, là giai đoạn xử lý nợ xấu, giai đoạn vô cùng khó khăn và có tính quyết định sự phục hồi giá trị BĐS sẽ còn được bao nhiêu giá trị, trung bình BĐS sẽ bị giảm còn 60% giá trị.

- Giai đoạn phục hồi: giai đoạn đưa giá trị BĐS dần đi vào ổn định và quay về giá trị thật. Giai đoạn này thường kéo dài trung bình khoảng 2 năm. Khi giá trị BĐS quay về giá trị thật thì việc thực hiện CKH BĐS sẽ hiệu quả và thị trường sẽ phát huy hết tính năng của nó.

Từ nhận định trên cho thấy tính đến nay, sau hơn 4 năm cuộc khủng hoảng, đáng lẽ VN phải đang ở trong “giai đoạn phục hồi” nhưng vấn đề nợ xấu vẫn chưa xử lý xong. Mặc dù vấn đề nợ xấu vẫn đề hiển nhiên ai cũng biết cần phải cấp bách xử lý ngay nhưng thực tế cho thấy nợ xấu được xử lý khá chậm là do liên quan đến “lợi ích nhóm”. Qua kết quả thanh tra của NHNN đối với 27 tổ chức tín dụng trên toàn quốc vừa công bố, cho thấy có nhiều tổ chức tín dụng bị chi phối bởi một nhóm cổ đông, giữ chức danh lãnh đạo trong tổ chức tín dụng. Dư nợ cho vay nhóm cổ đông này chiếm tỷ lệ rất lớn trong tổng dư nợ, có lúc lên tới 90% (!), vi phạm nghiêm trọng quy định của Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước. Trong hoàn cảnh bất động sản còn đang đóng băng, “lợi ích nhóm” đã làm tỷ lệ nợ xấu tăng lên và xử lý nó không phải là một sớm, một chiều. Từ đó, việc chứng khoán hóa các khoản nợ xấu sẽ rất phức tạp, mất thời gian và kém hiệu quả, thậm chí có thể làm rối rắm thêm thị trường BĐS.

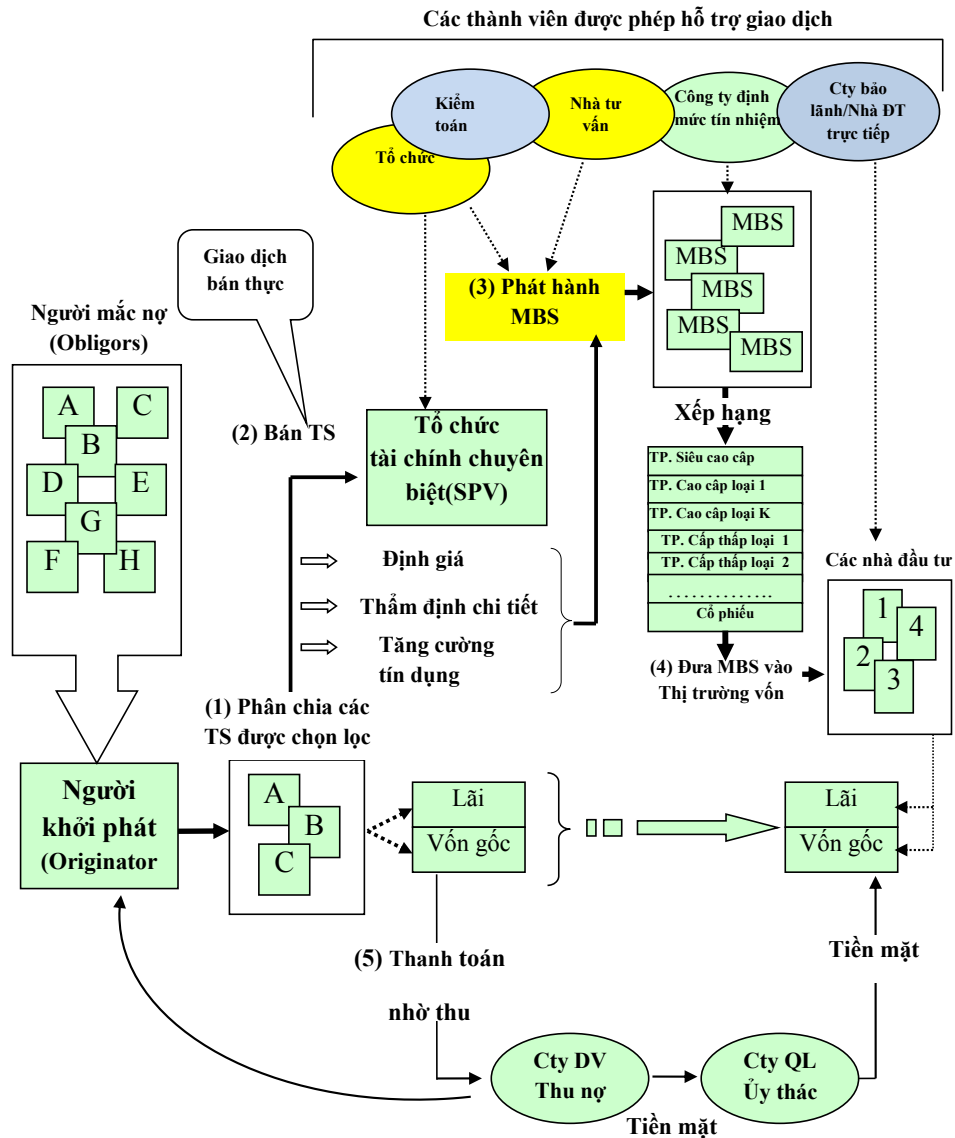
5.2.2. Khuyến nghị mô hình chứng khoán hóa BĐS

Bài viết đề xuất mô hình chứng khoán hóa bất động sản nói riêng và chứng khoán hóa cho VN trong giai đoạn đầu theo Bảng 7. Từ mô hình tổng quát này sẽ có lộ trình triển khai cụ thể mở rộng chứng khoán hóa BĐS ở mức độ cao hơn khi thị trường chứng khoán phát triển.

Người khởi phát cho vay (Originator- chủ thể tạo lập tài sản, có thể là ngân hàng, công ty bảo hiểm, công ty tài chính, công ty phi tài chính). Ví dụ, ngân hàng muốn gia tăng tiền bằng cách bán đứt các khoản cho vay thế chấp bất động sản. SPV (SPV gần như không có vốn sở hữu, thường là vốn tượng trưng, chỉ có tài sản là danh mục tín dụng (cho vay), đối ứng với nguồn vốn chính là nợ từ việc phát hành trái phiếu (MBS)) được thành lập để mua các khoản cho vay này. Một giao dịch chứng khoán hóa theo các bước sau:

Bước 1: Người khởi phát phân chia các tài sản tài chính đã được tập hợp. Ví dụ ngân hàng quyết định bán các khoản cho vay theo nhóm cho vay thương mại, cho vay dân cư.

Bước 2: Các tổ chức tài chính chuyên biệt SPV: Ngân hàng bán các khoản cho vay đã tập hợp và phân chia cho SPV, SPV được thiết lập để thực hiện giao dịch thực bán nhằm chuyển dịch sở hữu và rủi ro với chức năng chuyển hóa các tài sản có tính thanh khoản kém thành các chứng khoán có thể mua bán trên thị trường chứng khoán. Chính nhờ nghiệp vụ tách bạch giữa tài sản và tái cấu trúc các dòng tiền nên SPV có thể phát hành nhiều loại chứng khoán chuyển hóa khác nhau đáp ứng khẩu vị rủi ro của nhà đầu tư về tỷ suất sinh lời, mức độ rủi ro, thời gian đáo hạn.



Nguồn: Stefano Caselli & Stefani Gatti (2005), Structured Finance: Techniques, Products and Market, Springer Berlin – Heidelberg, Germany, tr13 và tác giả tổng hợp và đề xuất.

SPV có thể được thành lập dưới dạng một quỹ ủy thác hoặc công ty cổ phần, bộ phận quản lý quỹ hoặc Hội đồng quản trị công ty cổ phần chịu trách nhiệm bảo vệ quyền lợi cho nhà đầu tư. Như vậy, trong điều kiện của VN hiện nay, không nhất thiết phải thành lập riêng tổ chức này mà có thể do công ty chứng khoán hoặc công ty quản lý nợ (VAMC) thực hiện. Về cơ chế hoạt động, bước đầu chỉ nên áp dụng theo mô hình truyền thống theo cơ chế chuyên giao.

Với cơ chế hoạt động kiểu truyền thống lúc ban đầu như vậy các công ty chứng khoán nhận chuyển giao quyền sở hữu khoản vay từ ngân hàng để thực hiện phát hành ra thị trường các loại chứng khoán – trái phiếu có cùng hạng để giảm bớt các công việc xếp hạng tín nhiệm làm căn cứ phân hạng chứng khoán phát hành. Khi nào mức độ phát triển ở trình độ cao hơn sẽ thực hiện theo đúng bước 3 (trình bày tiếp theo sau đây).

Tuy nhiên, để phát hành trái

phiếu dựa trên các khoản vay, ngoài việc ràng buộc điều kiện duy trì mức vốn tự có công ty phát hành phải thực hiện ký quỹ đầy đủ tại tổ chức bảo lãnh, không nên áp dụng loại chứng khoán hóa không ký quỹ nhằm bảo đảm điều kiện thị trường một cách nghiêm ngặt để mang lại an toàn cho nhà đầu tư và cho nền kinh tế nói chung.

Bước 3: Sau khi định giá chi tiết tài sản và thực hiện thủ tục nâng cao tín dụng, SPV sẽ phát hành chứng khoán được đảm bảo

thể chấp bằng tài sản cơ sở (MBS) (MBS là một loại của ABS mà nó được đảm bảo bằng tập hợp các khoản cho vay thế chấp bất động sản). Việc xếp hạng tín dụng đối với chứng khoán thế chấp bằng tài sản được thực hiện để tăng thêm tính hấp dẫn của chứng khoán.

Bước 4: đưa chứng khoán vào thị trường vốn. Công ty bảo lãnh và nhà đầu tư trực tiếp sẽ hỗ trợ cho SPV bán các chứng khoán trên thị trường. Các nhà đầu tư cuối cùng thường là các Quỹ hỗ trợ, các Ngân hàng, các công ty bảo hiểm và các Quỹ hưu bổng.

Bước 5: Công ty dịch vụ thu nợ (thường đại diện cho người khởi phát) tiến hành tập hợp các khoản thanh toán hàng tháng (theo lãi và gốc) tương ứng với tài sản được yêu cầu tiến hành thu nợ và rồi chuyển các khoản tiền mặt cho các Công ty quản lý Ủy thác (thu nợ). Sau cùng, các Công ty quản lý Ủy thác chuyển các khoản thanh toán đã nhận cho các nhà đầu tư cuối cùng.

Mô hình bài viết đề xuất dựa trên cơ sở lý luận và thực tiễn như sau:

Cơ sở lý luận: Muốn tiến hành chứng khoán hóa tài sản tài chính phải dựa trên hai tiền đề: điều kiện kinh tế học của chứng khoán hóa; và điều kiện tâm lý hành vi về niềm tin của chứng khoán hóa.

(1) Điều kiện kinh tế học của chứng khoán hóa yêu cầu chứng khoán hóa chỉ khả thi khi nào tài sản tài chính được chứng khoán hóa tạo ra một khoản thu nhập kỳ vọng đủ để trả cho nhà đầu tư, cộng các khoản chi phí để thực hiện chứng khoán hóa như chi phí pháp lý, chi phí thẩm định, chi phí phát hành, chi phí kiểm toán, thù lao cho các công ty ủy thác, rủi ro sụt giá chứng

khoản ngoài kỳ vọng, cộng với chi phí của SPV.

(2) Điều kiện tâm lý hành vi về niềm tin của chứng khoán hóa yêu cầu quá trình chứng khoán hóa phải tạo ra niềm tin cho nhà đầu tư về khả năng chi trả của tổ chức tài chính chuyên biệt (SPV) đối với các khoản gốc và lãi của chứng khoán phát hành. Để thực hiện hai điều kiện trên bài viết cho rằng chứng khoán hóa phải thực hiện theo nguyên tắc thị trường. Đó là hiệu quả, minh bạch và giám sát. Muốn thực hiện điều này thì ngoài ba chủ thể chính tham gia quá trình chứng khoán hóa là người khởi phát (chủ thể tạo lập tài sản), tổ chức tài chính chuyên biệt (SPV) và nhà đầu tư còn có sự tham gia của các chủ thể khác như: tổ chức thu xếp, kiểm toán, nhà tư vấn, công ty định mức tín nhiệm. Có như vậy, việc đánh giá hiệu quả, minh bạch và giám sát lẫn nhau mới đáp ứng được điều kiện kinh tế, làm cơ sở tạo lập niềm tin.

Vai trò của nhà nước trong thị trường là kiến trúc sư trưởng, tạo lập khuôn khổ pháp lý và là người trọng tài. Các chủ thể tham gia thị trường tự quyết định cuộc chơi của họ.

• Cơ sở thực tiễn: Mô hình chứng khoán hóa ở bảng 7 ngoài cơ sở lý luận nêu trên, còn được dựa trên cơ sở thực tiễn là sự kế thừa mô hình chứng khoán hóa của Stefano Caselli & Stefani Gatti (2005) kết hợp với sử dụng có chọn lọc mô hình chứng khoán hóa bất động sản của một số quốc gia như Trung Quốc, Hàn Quốc, Malaysia, là những quốc gia có điều kiện gần giống VN ●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Breidenbach Marc (2003), "Real Estate Securitisation as an Alternative Source of Financing for the Property Industry", Annual Conference of the Pacific Rim Real Estate Society, 19-22 January 2003, Brisbane, Australia, 9: 2-3
- Foo Sing Tien (2000), "Securitizing Real Estate – A Prime on the New Financial Instrument", National University of Singapore, 4 October 2000.
- Frank J .Fabozzi – Henry A. Davis and Moorad Choudhry (2006), Introduction to Structured Finance, John Wiley & Son, New Jersey, USA, 65.
- Stuart I. Greenbaum và Anjan V. Thakor (2007), "Contemporary Financial Intermediation", 2nd Edition, Elsevier, California, USA.
- Stefano Caselli & Stefano Gatti (2005), "Structured Finance: Techniques, Products and Market", Springer Berlin – Heidelberg, Germany, 13.
- Đào Ngọc Chuyên & Phạm Thị Nhất (2010), "Một số khó khăn trong xử lý nợ xấu của ngân hàng thương mại", Tạp chí Ngân hàng nhà nước VN. Số 18(tháng 9/2010, tr. 49 – 51)
- Lê Vinh Triển & Nguyễn Huỳnh Nhụy (2012). "Mô hình chứng khoán hóa các khoản vay có thế chấp BĐS".
- Nguyễn Thanh Tú & Nguyễn Hồng Nhung (2013), "Thực trạng nợ xấu của các TCTD ở VN – Nguyên nhân và một số giải pháp từ chính sách pháp luật", Đại học Luật Hà Nội
- Nguyễn Kim Đức (2012), "Hoạt động thẩm định giá trong việc quản lý nợ xấu tại hệ thống ngân hàng thương mại VN hiện nay", Tạp chí Phát triển và hội nhập số 7(17) Tháng 11-12/2012
- Trần Quốc Tuấn (2007), "Chứng khoán hóa các khoản đầu tư bất động sản để tạo hàng hóa cho thị trường chứng khoán VN", Đề tài nghiên cứu khoa học cấp Ủy Ban.