

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**

HOÀNG THỊ THANH HẰNG

**CHỨNG KHOÁN HÓA CÁC KHOẢN VAY
THỂ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN GÓP PHẦN
TẠO HÀNG HÓA CHO THỊ TRƯỜNG
CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**Chuyên ngành: Kinh tế Tài chính – Ngân hàng
Mã số: 60.31.12**

Hướng dẫn khoa học: TS. TRÂM THỊ XUÂN HƯƠNG

Tp. Hồ Chí Minh, năm 2008

LỜI CAM ĐOAN

Tôi cam đoan đây là công trình nghiên cứu khoa học độc lập của cá nhân. Các số liệu sử dụng phân tích và đánh giá kết quả là kết quả của việc khảo sát và tính toán theo các số liệu từ các công ty chứng khoán, Sở giao dịch chứng khoán. Luận văn này chưa được ai công bố dưới bất kỳ hình thức nào.

Tác giả: Hoàng Thị Thanh Hằng

MỤC LỤC

DANH MỤC VIẾT TẮT

DANH MỤC BẢNG BIỂU

MỞ ĐẦU	1
CHƯƠNG 1: CHỨNG KHOÁN HÓA CÁC KHOẢN VAY THỂ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN VÀ VAI TRÒ ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN	4
1.1. LỊCH SỬ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN CỦA CHỨNG KHOÁN HÓA CÁC KHOẢN VAY THỂ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN	4
1.1.1. Lịch sử hình thành và phát triển	4
1.1.2. Chứng khoán hoá và một số vấn đề có liên quan	8
1.2. NỘI DUNG CỦA KỸ THUẬT CHỨNG KHOÁN HÓA	11
1.2.1. Mô hình chứng khoán hóa đơn giản	11
1.2.2. Quy trình chứng khoán hóa	13
1.2.3. Các thành viên tham gia chứng khoán hóa	15
1.2.4. Các rủi ro phát sinh trong kỹ thuật chứng khoán hóa	16
1.3. VAI TRÒ CỦA CHỨNG KHOÁN HÓA CÁC KHOẢN VAY THỂ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN	17
1.3.1. Góp phần làm đa dạng các chủng loại hàng hóa trên TTCK.....	17
1.3.2. Góp phần đa dạng hóa các kênh đầu tư từ đó thu hút được các nguồn vốn nhàn rỗi trong nền kinh tế.....	17
1.3.3. Góp phần nâng cao hiệu quả của các trung gian tài chính từ đó thúc đẩy TTCK phát triển	17
1.3.4. Góp phần thực hiện các mục tiêu vĩ mô của Chính phủ.....	18
1.4. KINH NGHIỆM CỦA MỘT SỐ QUỐC GIA TRONG VIỆC ỨNG DỤNG CHỨNG KHOÁN HÓA CÁC KHOẢN VAY THỂ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN	19
1.4.1. Chứng khoán hóa ở một số quốc gia trên thế giới.....	19

1.4.2. Bài học kinh nghiệm để chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản đối với Việt Nam.....	23
CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ SỰ CẦN THIẾT CỦA CHỨNG KHOÁN HÓA CÁC KHOẢN VAY THẾ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN GÓP PHẦN TẠO HÀNG HÓA CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	26
2.1. THỰC TRẠNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM.....	26
2.1.1. Những thành tựu đã đạt được	26
2.1.2. Những mặt còn tồn tại.....	35
2.2. THỰC TRẠNG CHO VAY THẾ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN Ở VIỆT NAM	37
2.2.1. Nhu cầu vốn cho thị trường bất động sản.....	37
2.2.2. Thực trạng cho vay thế chấp bất động sản trong thời gian qua.....	39
2.3. SỰ CẦN THIẾT CHỨNG KHOÁN HÓA CÁC KHOẢN VAY THẾ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN GÓP PHẦN TẠO HÀNG CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	40
2.3.1. Làm đa dạng hóa chủng loại hàng hóa cho thị trường chứng khoán	40
2.3.2. Thu hút nguồn vốn cho đầu tư phát triển.....	42
2.3.3. Giải quyết vấn đề nhà ở cho người có thu nhập thấp	42
2.3.4. Nâng cao hiệu quả của các ngân hàng thương mại.....	43
2.4. NHỮNG ĐIỀU KIỆN ÁP DỤNG CHỨNG KHOÁN HÓA CÁC KHOẢN VAY THẾ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN GÓP PHẦN TẠO HÀNG HÓA CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	45
2.4.1. Về mặt pháp lý và các chính sách vĩ mô.....	45
2.4.2. Các định chế tài chính trung gian thực hiện chứng khoán hóa.....	46
2.4.3. Cung cấp thông tin đầy đủ cho nhà đầu tư	49
2.5. NHỮNG THUẬN LỢI VÀ KHÓ KHĂN TRONG VIỆC ỨNG DỤNG CHỨNG KHOÁN HÓA CÁC KHOẢN VAY THẾ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN	

GÓP PHẦN TẠO HÀNG HÓA CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	49
2.5.1. Những thuận lợi	49
2.5.2. Những khó khăn.....	51
CHƯƠNG 3: GIẢI PHÁP ỨNG DỤNG CHỨNG KHOÁN HÓA CÁC KHOẢN VAY THẾ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN GÓP PHẦN TẠO HÀNG HÓA CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	55
3.1. ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM	55
3.1.1 Định hướng phát triển TTCK đến năm 2010 của Chính phủ	55
<i>3.1.2. Định hướng hình thành và phát triển chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản ở Việt Nam.....</i>	<i>56</i>
3.2. CÁC GIẢI PHÁP MANG TÍNH PHÁP LÝ	57
3.2.1. Ban hành các văn bản pháp lý về chứng khoán hóa	57
<i>3.2.2. Hoàn thiện các văn bản pháp lý về chứng khoán và TTCK, thị trường bất động sản</i>	<i>58</i>
3.3. CÁC GIẢI PHÁP MANG TÍNH KỸ THUẬT	59
3.3.1. Một số vấn đề đặt ra liên quan đến việc áp dụng kỹ thuật chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản	59
3.3.2. Giải pháp đối với NHTM nhằm nâng cao chất lượng các khoản tín dụng bất động sản – tài sản để chứng khoán hoá	62
3.3.3. Thành lập công ty chuyên trách chứng khoán hóa	66
3.3.4. Thành lập các tổ chức hỗ trợ liên quan.....	67
<i>3.3.5. Xây dựng quy trình chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản</i>	<i>70</i>
<i>3.3.6. Nâng cao sự cạnh tranh và thu hút nhà đầu tư đối với trái phiếu chứng khoán hóa.....</i>	<i>73</i>
3.4. MỘT SỐ KIẾN NGHỊ	74

<i>3.4.1. Đối với Chính phủ.....</i>	<i>74</i>
<i>3.4.2 Đối với Ngân hàng Nhà nước.....</i>	<i>76</i>
<i>3.4.3. Đối với Bộ tài nguyên môi trường.....</i>	<i>77</i>
KẾT LUẬN.....	79
TÀI LIỆU THAM KHẢO	

DANH MỤC VIẾT TẮT

ABS	Asset Backed Securities	Chứng khoán được bảo đảm bằng tài sản tài chính nói chung
ADB	The Asian Development Bank	Ngân hàng phát triển Châu Á
CTCK		Công ty chứng khoán
FHA	Federal Housing Administration	Cơ quan nhà ở liên bang
FHLMC	The Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)	Công ty cho vay mua nhà có thể chấp liên bang
FNMA	The Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)	Tổ chức thế chấp Nhà nước liên bang
GDP	Gross Domestic Product	Tổng sản phẩm quốc nội
GNMA	Government National Mortgage Association (Ginnie Mae)	Tổ chức thế chấp quốc gia
HOLC	Home Owners' Loan Corporation	Công ty cho vay những người sở hữu nhà
IFC	International Finance Corporation	Công ty tài chính quốc tế
IOSCO	International Organization of Securities Commissions	Tổ chức quốc tế các Ủy ban chứng khoán
KOMOCO	Korea Mortgage Corporation	Công ty thế chấp Hàn Quốc
MBS	Mortgage Backed Securities	Chứng khoán có thể chấp bất động sản làm đảm bảo
NHTM		Ngân hàng thương mại
OECD	Organisation Economic for Co-operation and Development	Tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế
OTC	Over The Couter	Thị trường phi tập trung
SGDCK		Sở giao dịch chứng khoán
SPV	Special Purpose Vehicle	Tổ chức trung gian chuyên trách
TMKs	Tukobetsu Mokuteiki Kaisha	Công ty được thành lập trong các lĩnh vực ưu đãi thuế
TTCK		Thị trường chứng khoán
TTGDCK		Trung tâm giao dịch chứng khoán
VA	Veterans Administration	Hội Cựu chiến binh

DANH MỤC BẢNG BIỂU

Biểu đồ 1.1: Tăng trưởng của 3 loại GNMA, FNMA, FHMC tại thị trường Mỹ

Biểu đồ 2.1: Số lượng chứng khoán niêm yết qua các năm tại SGDCK

Biểu đồ 2.2: Các công ty chứng khoán được cấp phép hoạt động tại Việt Nam

Biểu đồ 2.3: Nhu cầu vốn đầu tư vào bất động sản năm 2008 - 2010

Biểu đồ 2.4: Tỷ trọng khối lượng niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán

Sơ đồ 1.1: Quy trình tổng quát chứng khoán hóa

Sơ đồ 3.1: Quy trình chứng khoán hóa đề xuất cho Việt Nam trong giai đoạn đầu

Bảng 2.1: Khối lượng chứng khoán giao dịch tại SGDCK Tp. HCM

Bảng 2.2: Giá trị giao dịch chứng khoán tại SGDCK Tp. HCM

Bảng 2.3: Số lượng chứng khoán niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán

Bảng 2.4: Số lượng tài khoản đầu tư chứng khoán đến tháng 8/2008

Bảng 2.5: Khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài tại SGDCK

Bảng 2.6: Giá trị giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài tại SGDCK

Bảng 2.7: Dư nợ cho vay bất động sản trên tổng dư nợ tại địa bàn Tp. HCM

Bảng 2.8: Quy mô niêm yết trên thị trường chứng khoán tính đến tháng 8/2008

MỞ ĐẦU

Tính cấp thiết của đề tài:

Xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán (TTCK) là một xu thế tất yếu của nền kinh tế thế giới. Đặc biệt đối với Việt Nam đang trong quá trình hội nhập kinh tế quốc tế, nguồn vốn đầu tư còn hạn hẹp, thị trường tài chính còn chưa phát triển, nguồn vốn cho phát triển kinh tế chủ yếu từ các ngân hàng thương mại (NHTM), thì việc ra đời TTCK đã tạo thêm kênh huy động vốn trung dài hạn quan trọng góp phần phát triển kinh tế.

Sau 8 năm hoạt động, TTCK nước ta đã đem lại những thành tựu nhất định, cụ thể là tạo thêm một kênh huy động vốn nhằm thu hút nguồn vốn nhân rỗi cho nền kinh tế, cho các doanh nghiệp. Ngoài ra, tạo điều kiện cho các nguồn tiền nhân rỗi có nhiều cơ hội sinh lời. Song vẫn còn nhiều tồn tại như thị trường tăng trưởng chưa bền vững, hàng hóa chưa đa dạng về chủng loại, năng lực và chất lượng cung cấp dịch vụ của các trung gian chưa đáp ứng được yêu cầu của nhà đầu tư, vv.. Để TTCK phát triển bền vững và là kênh huy động vốn trung và dài hạn hữu hiệu, cần thiết đưa ra hàng loạt các giải pháp. Một trong các giải pháp đó là gia tăng chủng loại hàng hoá giao dịch trên thị trường. TTCK không chỉ có giao dịch các cổ phiếu, trái phiếu mà còn nhiều công cụ tài chính khác nữa.

Chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản là một kỹ thuật đã được nhiều nước đưa vào ứng dụng để đa dạng hóa các loại hàng hóa giao dịch trên thị trường và cũng tạo thêm kênh huy động vốn cho nền kinh tế. Ngoài ra, ứng dụng chứng khoán hóa nhằm tạo thêm nhiều sản phẩm tài chính cho thị trường góp phần nâng cao vị thế cạnh tranh của các định chế tài chính Việt Nam trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế.

Xuất phát từ những lý do đó, để cho TTCK phát triển bền vững, góp phần tạo vốn trung và dài hạn để phát triển nền kinh tế, tôi mạnh dạn chọn đề tài: “Chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản góp phần tạo hàng hóa cho thị trường chứng khoán Việt Nam” làm luận văn tốt nghiệp của mình.

Mục tiêu nghiên cứu

Trên cơ sở lý luận về chứng khoán hóa; phân tích vai trò mà chứng khoán hóa đem lại; phân tích thực trạng TTCK trong mối liên hệ với thị trường cho vay thế bất động sản, thị trường bất động sản. Qua đó, đánh giá những khó khăn, thuận lợi, khó khăn và những điều kiện của việc chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản. Theo đó, đề tài tập trung nghiên cứu nhằm đạt được các mục đích sau:

- Chứng khoán hóa các khoản cho vay thế chấp bất động sản nhằm tạo thêm hàng cho TTCK Việt Nam.
- Chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản góp phần tạo thêm một công cụ mới cho đầu tư và cho việc huy động vốn trên thị trường tài chính.
- Nghiên cứu điều kiện ứng dụng chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản vào Việt Nam.
- Đề xuất những giải pháp ứng dụng chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản vào Việt Nam.

Phạm vi nghiên cứu:

Đề tài tập trung nghiên cứu những nội dung mang tính lý luận và thực tiễn về chứng khoán hóa các khoản thế chấp bất động sản từ các NHTM, chủ yếu là các khoản vay mua nhà, mà không đề cập đến các khoản đầu tư vào bất động sản của các định chế tài chính khác. Ngoài ra, đề tài nghiên cứu những kinh nghiệm thực hiện chứng khoán hóa của một số nước trên thế giới. Từ đó, đề tài phân tích tính khách quan và sự cần thiết của ứng dụng chứng khoán hóa các khoản vay này vào Việt Nam để tạo hàng hóa cho TTCK Việt Nam. Đồng thời đưa ra những đề xuất để ứng dụng chứng khoán hóa vào Việt Nam.

Phương pháp nghiên cứu:

Đề tài sử dụng phương pháp nghiên cứu sau:

- Phương pháp duy vật biện chứng, phương pháp thống kê kết hợp với phương pháp tư duy hệ thống để đi từ cơ sở lý luận, phân tích thực tế, kinh nghiệm của các quốc gia để đưa vào ứng dụng cho phù hợp với tình hình cụ thể ở Việt Nam hiện nay.

- Phương pháp chuyên gia: thông qua các hình thức hội thảo, hội nghị tiếp thu các ý kiến đóng góp của chuyên gia để bổ sung, hoàn chỉnh các giải pháp đưa ra.

Đề tài tham khảo, kế thừa các tài liệu có liên quan về chứng khoán hóa như các bài viết; bài tham luận... để làm rõ nội dung nghiên cứu.

CHƯƠNG 1

CHỨNG KHOÁN HÓA CÁC KHOẢN VAY THỂ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN VÀ VAI TRÒ ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

1.1. LỊCH SỬ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN CHỨNG KHOÁN HOÁ CÁC KHOẢN VAY THỂ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN

1.1.1. Lịch sử hình thành và phát triển

Sự phát triển của thị trường tài chính, gắn liền với nhu cầu vốn cho phát triển kinh tế ngày càng cao, đặc biệt là nhu cầu vốn tín dụng trung và dài hạn. Trong khi đó khả năng đáp ứng của các định chế tài chính còn hạn chế, thì việc bán lại các khoản nợ hoặc chia nhỏ các khoản nợ và bán lại thông qua hình thức phát hành chứng chỉ có giá đã mang lại hiệu quả tích cực, dần trở thành một kỹ thuật trong hoạt động khai thác và sử dụng vốn của các định chế tài chính. Quá trình này chính là yếu tố cơ bản, là nguyên nhân hình thành và phát triển kỹ thuật chứng khoán hóa. Lịch sử hình thành và phát triển của kỹ thuật chứng khoán hóa phản ánh qua hai giai đoạn.

1.1.1.1 Giai đoạn hình thành (1920 -1980)

a. Trước chiến tranh thế giới thứ II

Cuối thập niên 1920 và đầu thập niên 1930, nền kinh tế Mỹ rơi vào suy thoái trầm trọng, kèm theo đó là giá bất động sản giảm liên tục chỉ còn khoảng một nửa so với những năm 1927 – 1928. Các tổ chức cho vay dựa trên tài sản thế chấp làm bảo đảm là bất động sản lúc này bắt đầu tịch biên tài sản để xử lý nợ. Kết quả là đại đa số người dân vay tiền từ NHTM đã lâm vào tình trạng khó khăn về nhà ở. Trước tình hình đó, năm 1933 Chính phủ Liên bang đã thành lập Công ty cho vay những người sở hữu nhà (Home Owners' Loan Corporation – HOLC) để tái tài trợ cho số tiền nợ của những người vay mua nhà bằng cách bán ra các trái phiếu do Chính phủ bảo đảm. Việc làm này không những giúp tái ổn định nền kinh tế mà còn ngăn chặn hàng ngàn ngôi nhà thoát khỏi cảnh bị tịch biên và kết quả là trong 3 năm đầu thực hiện tái tài trợ cho trên 1 triệu nhà ở.

Năm 1934, Chính phủ thành lập Cơ quan Nhà ở Liên bang (Federal Housing Administration – FHA) với mục tiêu cơ bản là:

- Nâng cao các tiêu chuẩn về nhà ở.
- Cung cấp một hệ thống tài trợ nhà ở có đủ chất lượng.
- Giúp ổn định thị trường nhà đất và thị trường cho vay thế chấp.

Năm 1938, Quốc hội Mỹ đã thành lập Tổ chức Thế chấp Nhà nước Liên bang (the Federal national Mortgage Association – FNMA hay còn gọi là Fannie Mae) nhằm mục đích tạo ra một thị trường thứ cấp cho các khoản vay được FHA bảo đảm. Năm 1968, Fannie Mae được tư nhân hóa và ngày nay trở thành tổ chức nắm giữ các khoản vay thế chấp hộ gia đình lớn nhất.

b. Sau chiến tranh thế giới thứ II

Giai đoạn 1926 - 1946 là giai đoạn của suy thoái kinh tế và chiến tranh, do vậy việc xây dựng nhà ở rất ít. Sau chiến tranh kết thúc, 5 triệu người từ chiến trường đã trở về với gia đình tạo ra một nhu cầu rất lớn về nhà ở. Năm 1946, Chính phủ Mỹ đã lập ra Hội Cựu chiến binh (Veterans Administration – VA) nhằm tài trợ cho các cựu chiến binh trở về sau chiến tranh có thể mua nhà. Lúc mới thành lập, VA không yêu cầu người vay phải có một khoản tiền trả trước, đồng thời lãi suất mà VA áp dụng là cố định và thường ngang bằng hoặc thấp hơn lãi suất của FHA.

Nhu cầu xây dựng nhà ở cùng với sự ra đời của tổ chức FHA và VA đã khơi dậy phong trào xây dựng nhà ở chưa từng có trong lịch sử nước Mỹ. Các dạng nhà ở giống nhau chiếm ưu thế trong xây dựng lúc bấy giờ vì đã tiết kiệm chi phí do xây dựng theo số nhiều, hạ giá thành. Từ đó càng tạo điều kiện cho những người có thu nhập thấp và trung bình có thể dễ dàng mua được nhà hơn. Kết quả từ sau chiến tranh thế giới thứ II đến nay, thị trường thế chấp bất động sản là khách hàng lớn nhất của tín dụng dài hạn.

Tuy nhiên, trong thời kỳ này nguồn cung tín dụng có thế chấp chủ yếu vẫn là các định chế tài chính địa phương, những tổ chức tiết kiệm. Những tổ chức tiết kiệm này nhận tiền gửi của cư dân địa phương và cho công chúng vay theo hình thức thế

chấp để mua bất động sản. Nếu như không có đủ lượng tiền gửi thì ngân hàng địa phương thường ngừng việc cho vay thế chấp bất động sản đối với dân trong vùng. Nếu có dư số tiền gửi thì những ngân hàng nói trên thường sử dụng nguồn vốn này để mua những khoản vay có thể chấp bất động sản ở những khu vực khác. Từ năm 1946 đến những năm 1960, các tổ chức cho vay thế chấp bất động sản đã dần phát triển mạnh và đã hình thành nên những tập đoàn lớn với số vốn lên đến hàng tỷ USD.

Vào giữa thập niên 1960 -1970, việc di dân đặc biệt tăng mạnh đã tạo ra sự mất cân đối trầm trọng giữa cung và cầu tín dụng thế chấp bất động sản trên toàn nước Mỹ. Sự mất cân đối này đã ảnh hưởng mạnh đến hoạt động cho vay thế chấp bất động sản của các ngân hàng. Để có thể tiếp tục thực hiện nghiệp vụ của mình, các ngân hàng vẫn tiếp tục cho vay bất động sản nhưng sau đó bán lại những khoản vay này cho các định chế tài chính ở các địa phương khác, nơi mà cung tín dụng thế chấp bất động sản vượt quá cầu. Thực tế, thị trường thứ cấp đối với những khoản vay thế chấp bất động sản đã được hình thành từ những năm sau chiến tranh thế giới thứ II và được đánh dấu bởi vụ mua lại các khoản nợ thế chấp của Fannie Mae đối với VA vào năm 1948, nhưng mãi đến những năm cuối thập niên 1960 và đầu thập niên 1970 thị trường này mới thực sự hoạt động sôi nổi. Lúc này, các ngân hàng cho vay thế chấp và các tổ chức tiết kiệm mua và bán những khoản vay liên quan nhằm giảm bớt tình trạng khan hiếm vốn trên thị trường tín dụng thế chấp bất động sản. Tuy nhiên, chỉ sự can thiệp của các ngân hàng cho vay thế chấp không đủ để giải quyết tình trạng mất cân đối này mà cần có thêm sự can thiệp của Chính phủ. Và lúc này Chính phủ Mỹ đã thành lập các tổ chức trung gian chuyên trách (Special Purpose Vehicle – SPV). Các tổ chức này mua lại các khoản cho vay thế chấp bất động sản trong tập hợp nợ tương ứng và bán cho công chúng đầu tư. Những chứng khoán được phát hành trên cơ sở những tập hợp nợ có thể chấp đó được gọi là chứng khoán có thể chấp bất động sản làm đảm bảo (Mortgage Backed Securities – MBS).

Các SPV ngày nay nổi tiếng với các trái phiếu chứng khoán hóa ngoài Fannie Mae có thể kể đến là Tổ chức thế chấp quốc gia (Government National Mortgage Association, viết tắt là GNMA, hay còn gọi là Ginnie Mae) được thành lập năm 1968. Hiệp hội này được Chính phủ Mỹ thành lập dưới dạng một công ty trực thuộc Vụ phát

triển nhà ở và đô thị. Ginnie Mae thực hiện 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 sự phát triển khu vực nhà ở tại Mỹ. Song song với việc mua các khoản nợ, Ginnie Mae còn thực hiện việc phát hành các chứng khoán được đảm bảo bằng một tập hợp các khoản vay có thể chấp bất động sản và sản phẩm đầu tiên Ginnie Mae cũng là sản phẩm đầu tiên của kỹ thuật chứng khoán hóa; là chứng khoán có thể chấp bất động sản làm bảo đảm lãi suất cố định (Fixed Rate Mortgage backed Securities) được phát hành vào năm 1970.

Năm 1970, công ty cho vay mua nhà có thể chấp liên bang (The Federal Home Loan Mortgage Corporation – FHLMC hay Freddie Mac) ra đời và phát hành ra chứng khoán MBS đầu tiên vào năm 1981.

Ngày nay các tổ chức này không chỉ chứng khoán hóa các khoản cho vay của các tổ chức tài trợ cho vay của nhà nước Như FHA, VA mà chúng còn thực hiện chứng khoán hóa hoặc bảo đảm thanh toán cho trái phiếu chứng khoán hóa của các ngân hàng cho vay mua nhà khác, trong đó Ginnie Mae mua và bán các khoản cho vay do FHA và VA đảm bảo, còn Freddie Mac mua và bán các khoản cho vay thế chấp bất động sản không có bảo đảm của 2 cơ quan nói trên.

1.1.1.2. Giai đoạn phát triển (từ 1980 đến nay)

Kể từ năm 1980, kỹ thuật chứng khoán hóa phát triển mạnh ở Mỹ, ngoài việc chứng khoán hóa các khoản cho vay có thể chấp được chính phủ bảo đảm của GNMA, nhiều cơ quan khác của Chính phủ và giới kinh doanh cũng đã phát hành MBS, quá trình chứng khoán hóa mở rộng và phát triển sang các khoản cho vay khác như: các khoản cho vay thương mại; cho vay tiêu dùng; các khoản phải thu của thẻ tín dụng...

Năm 1987 chứng khoán hóa được thực hiện và phát triển ở Anh, sau đó là một loạt các nước Châu Âu khác như: Pháp, Đức, Italia... Tại Australia, giá trị các chứng khoán phát hành dựa trên các khoản vay thế chấp bất động sản chiếm vị trí chủ đạo trong việc chứng khoán hóa các khoản vay trung và dài hạn.

Tại Châu Á, một số nước có nền kinh tế phát triển như Nhật Bản, Hàn quốc, Singapore, Hồng Kông... cũng đã ứng dụng và phát triển kỹ thuật này. Trong đó TTCK Hồng Kông được khởi đầu vào năm 1994 với 4 loại chứng khoán dựa trên các

khoản vay thế chấp bất động sản. Đặc biệt tại Malaysia đã ứng dụng kỹ thuật này từ năm 1986 với sự thành lập công ty chứng khoán hóa Cagamas Berhad, một dạng tổ chức trung gian chuyên trách như SPV ở Mỹ.

1.1.2. Chứng khoán hoá và một số vấn đề liên quan

1.1.2.1. Khái niệm chứng khoán hoá các khoản vay thế chấp bất động sản

Thuật ngữ “Chứng khoán hóa” hoàn toàn mới mẻ ở Việt Nam, nhưng được nhắc nhiều hơn ở các nước có thị trường tài chính phát triển cũng như một số nước có nền kinh tế mới nổi. Vậy Chứng khoán hoá là gì?

Theo định nghĩa của Ủy ban Chứng khoán Mỹ: “Chứng khoán hóa là việc tạo ra các chứng khoán dựa trên các luồng tiền cố định hoặc mang tính chất tuần hoàn của một tập hợp tách biệt các khoản phải thu hoặc các tài sản tài chính. Chứng khoán này tùy theo cấu trúc thời hạn của chúng sẽ được chuyển đổi thành tiền trong một khoảng thời gian xác định kèm theo những quyền lợi khác và quyền đối với tài sản được sử dụng nhằm đảm bảo việc trả nợ hoặc phân phối định kỳ các khoản phải thu được cho người sở hữu chứng khoán”

Theo định nghĩa của OECD năm 1995: “Chứng khoán hóa là việc phát hành các chứng khoán có tính khả mại được đảm bảo không chỉ bằng khả năng thanh toán của chủ thể phát hành mà bằng các nguồn thu dự kiến có được từ các tài sản đặc biệt. Chủ thể phát hành không còn là nhân tố quyết định đến chất lượng của những chứng khoán phát hành mà chính là khả năng sinh lời của các tài sản dùng làm tài sản bảo đảm mới quyết định thu nhập và độ an toàn của các chứng khoán phát hành”

Theo luật chứng khoán của Singapore: “ Chứng khoán hóa về cơ bản là một tiến trình trong đó tài sản hay các khoản sinh lợi từ tài sản được bán cho các tổ chức trung gian chuyên trách SPV, các SPV này sẽ huy động vốn bằng cách phát hành chứng khoán được đảm bảo chủ yếu bằng các tài sản đó”

Như vậy, có thể thấy chứng khoán hóa có một số đặc trưng như sau:

Chứng khoán hóa là một quá trình tạo thêm hàng hóa cho thị trường tài chính. Các khoản vay trong cùng một tập hợp nợ được chứng khoán hóa phải có cùng tính chất về thời hạn vay và lãi suất vay.

Thông thường, kỹ thuật chứng khoán hóa được thực hiện trên 2 nhóm tài sản đó là: (1) các khoản vay được thế chấp bằng bất động sản và (2) các tài sản tài chính không được thế chấp bằng bất động sản. Như vậy, tương ứng với hai loại tài sản trên thì sau khi được chứng khoán hóa sẽ hình thành hai loại chứng khoán: (1) Các chứng khoán dựa trên thế chấp bất động sản (Mortgage backed securites), gọi tắt là MBS và (2) các chứng khoán tài sản tài chính (Asset backed securities), gọi tắt là ABS.

ABS là các trái phiếu được hình thành từ các tài sản tài chính. Các tài sản tài chính ở đây được hiểu là các khoản phải thu khác với các khoản vay có tài sản thế chấp, ví dụ như các khoản phải thu từ thẻ tín dụng, khoản vay mua ô tô, vay để xây nhà, vay để tiêu dùng cho gia đình. Từ đó rút ra được điểm khác biệt lớn nhất giữa ABS và các loại trái phiếu khác là mức độ tín nhiệm của các nguồn thu, khả năng thanh toán của các tài sản tài chính.

MBS là trái phiếu được hình thành từ các khoản vay thế chấp bất động sản. Những người mua MBS, thay vì, trả cho nhà đầu tư nhận một khoản trái tức cố định và tiền gốc, thì người phát hành chứng khoán thanh toán bằng dòng tiền phát sinh từ những khoản thế chấp bất động sản được dùng để đảm bảo cho số trái phiếu.

Như vậy, chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản là một kỹ thuật tài chính trong đó một tập hợp các khoản vay thế chấp bất động sản được bán cho một tổ chức trung gian chuyên trách, mà tiền mua các hợp đồng này được tổ chức trung gian chuyên trách này huy động thông qua phát hành trái phiếu được đảm bảo chính bằng các khoản thu từ tập hợp các hợp đồng cho vay thế chấp bất động sản đó.

1.1.2.2. Sự cần thiết chứng khoán hoá – tại sao phải chứng khoán hoá?

Sự cần thiết phát triển chứng khoán hoá, hội tụ bởi nhiều yếu tố liên quan, thể hiện ở vai trò của chứng khoán hoá, những lợi ích mà chứng khoán hoá đem lại; cũng như chính từ sự phát triển của nền kinh tế, của thị trường tài chính... Xét về mặt kỹ thuật, sự cần thiết của chứng khoán hoá, xuất phát từ những ưu thế của kỹ thuật này so với hình thức tín dụng thông thường của các NHTM, cụ thể như sau:

(1) Sự hạn chế của cách vay truyền thống:

Ví dụ, NHTM XYZ sử dụng nguồn vốn 200 triệu USD (tài khoản A), chỉ dùng cho vay mua nhà thế chấp bất động sản; mỗi khoản cho vay 2 triệu USD; lãi suất 10%/năm; thời hạn 20 năm. Thực hiện theo phương thức trả góp (lãi và gốc hàng năm) và giả sử ngân hàng sử dụng hết nguồn vốn này để cho vay mua nhà, như vậy:

+ Năm thứ 1: ngân hàng sẽ cho vay được 100 khách hàng

$100 \text{ kh} \times 2 \text{ triệu USD} = 200 \text{ triệu USD}$

Cuối năm thứ nhất; thu hồi nợ: lãi $10\% \times 200\text{tr} = 20 \text{ triệu}$

Gốc $200\text{tr} / 20 \text{ năm} = 10 \text{ triệu}$

Tổng thu nợ: 30 triệu

Dư nợ còn: 170 triệu

+ Nếu năm thứ 2, NHTM XYZ tiếp tục tiếp tục sử dụng cho vay theo phương án trên thì chỉ tối đa cho vay thêm 15 người nữa

Cuối năm 2 và đầu năm 3: lãi $(10\% \times 170\text{tr}) + (10\% \times 30\text{tr}) = 20 \text{ tr USD}$

Gốc: $10\text{tr} + 1,5\text{tr} = 11,5\text{tr USD}$

Tổng thu nợ gốc: 31,5tr USD

Sang năm thứ 3, nếu ngân hàng tiếp tục cho vay thì chỉ cho vay được thêm 15 khách hàng nữa, số khách hàng được vay giảm xuống còn 15% so với ban đầu. Như vậy, tốc độ tăng trưởng dư nợ cho vay bất động sản tăng lên rất chậm và phụ thuộc vào quá trình thu hồi nợ vay hàng năm của ngân hàng.

(2) **Những lợi ích đem lại của chứng khoán hoá:** thể hiện trong mối quan hệ so sánh, đối chiếu trên một số phương diện cơ bản thể hiện ở bảng sau:

Cho vay truyền thống	Chứng khoán hoá
Không lưu hoạt	Lưu hoạt, mua bán được
- Đánh giá tài sản thế chấp chủ quan và định kỳ - Nhà khởi tạo tự đánh giá rủi ro để quyết định cho vay - Chi phí hoạt động của nhà khởi tạo cao	- Do thị trường đánh giá, thay đổi hàng ngày - Phía thứ 3 (tổ chức xếp hạng tín nhiệm) đánh giá độc lập với người khởi tạo, - Chi phí hoạt động của người khởi tạo thấp
- Thị trường đầu tư địa phương	- Thị trường đầu tư quốc gia và quốc tế
- Thời hạn nợ không linh hoạt, sự lựa chọn của người vay là hạn chế	- Có nhiều sự lựa chọn về thời hạn và lãi suất cho người vay

1.2. NỘI DUNG CỦA KỸ THUẬT CHỨNG KHOÁN HOÁ

1.2.1. Mô hình chứng khoán hoá đơn giản

Để dễ tiếp cận kỹ thuật chứng khoán hoá; chứng khoán hoá được thực hiện như thế nào? Đề tài đưa ra mô hình chứng khoán hoá đơn giản thể hiện bằng ví dụ cụ thể minh họa của NHTM XYZ trên.

Về mặt lý thuyết, sau 20 năm ngân hàng mới có thể thu hồi toàn bộ vốn và lãi các khoản vay. Điều này tạo khó khăn về vốn cho ngân hàng và ảnh hưởng rất lớn đến khả năng hoạt động, khả năng mở rộng quy mô kinh doanh. Trong khi đó nếu được chứng khoán hoá sẽ cho phép ngân hàng thu về khoản tiền lớn (tương ứng khoản cho vay) để tiếp tục các hoạt động kinh doanh. Đồng thời kỹ thuật này cũng mang lại những lợi ích cho các tổ chức, cá nhân có liên quan. Quá trình này được thực hiện như sau:

- Ngân hàng XYZ, trong ví dụ trên, tập hợp tất cả các khoản nợ có cùng lãi suất, thời hạn cho vay (các khoản vay cùng lãi suất 10%/năm, thời hạn vay 20 năm và đều có thể chấp bằng chính ngôi nhà) và bán cho tổ chức trung gian chuyên trách SPV. Ví dụ ngân hàng XYZ bán 100 khoản vay (2 triệu/khoản) tương ứng 200 tr USD cho tổ chức Freddie Mae chứng khoán hoá các món nợ này thành 10.000 chứng khoán có giá trị 20.000USD/chứng khoán, ngân hàng có thể tự phát hành hay thông qua tổ chức bảo lãnh phát hành với lãi suất 8%/năm.

- Ngân hàng XYZ lập một tổ chức hay công ty quản lý tài sản theo dõi việc thu tiền của những người vay chuyển đến ngân hàng XYZ; ngân hàng XYZ chuyển đến SPV (trường hợp này là Freddie Mae), SPV chuyển đến nhà bảo lãnh phát hành và nhà bảo lãnh phát hành chuyển tiền lãi hoặc tiền lãi, một phần nợ gốc theo kỳ hạn tới các nhà đầu tư.

Trong quá trình này, nhà đầu tư, NHTM và công ty chứng khoán hoá là bốn thành phần có liên quan lợi ích trực tiếp. Chính vì lẽ đó dưới góc độ vi mô đặt ra là lợi ích mang lại cho nhà đầu tư, người đi vay, các NHTM và các công ty chứng khoán hoá như thế nào.

- Lợi ích mang lại cho ngân hàng XYZ, với tư cách là người khởi tạo chứng khoán hoá:

- Được hưởng một phần lãi và chi phí dịch vụ cho việc quản lý tài sản.
- Khoản vay 200 triệu USD cho vay được xóa khỏi bảng cân đối.
- Ngân hàng có ngay lại 200 triệu USD vốn để tái đầu tư vào các dịch vụ khác hay lại tiếp tục cho vay mua nhà thế chấp – Đây là lợi ích cơ bản, mở rộng khả năng kinh doanh cho các NHTM.
- Hoàn toàn tránh khỏi rủi ro về các khoản cho vay trong trường hợp người vay mất khả năng chi trả; lãi suất thị trường giảm; giá nhà đất biến động...

- Lợi ích mang lại cho công ty chứng khoán hóa: nguồn thu chính là chênh lệch lãi suất cho vay bất động sản và các khoản chi phí về lãi suất trái phiếu trả cho nhà đầu tư; chi phí tạo lập và phục vụ khoản vay phải trả cho các NHTM. Như vậy tỷ suất sinh lợi (lãi suất) của công ty chứng khoán hoá như sau:

$P (\%) = \text{lãi suất cho vay} - \text{chi phí trả cho NHTM} - \text{lãi suất trái phiếu chứng khoán hoá}$

- Những lợi ích cho nhà đầu tư và người vay:

- Được các SPV bảo đảm thanh toán tiền lãi và nợ gốc ngay cả khi người cho vay ngân hàng XYZ và khách hàng vay vốn bị khó khăn do kinh doanh hay mất khả năng chi trả. Chứng khoán hoá đã tách rời hẳn ngân hàng XYZ; người

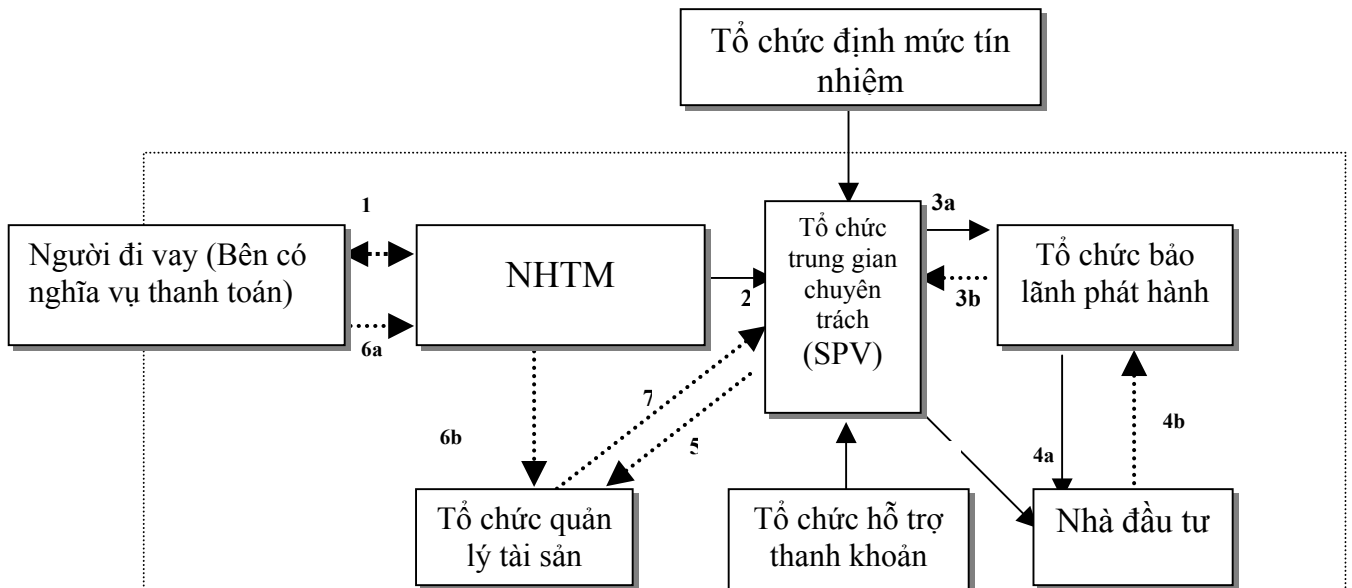
vay tiền với các nhà đầu tư mua chứng khoán. Còn các SPV là tổ chức trung gian, bảo đảm với chi phí và tỷ lệ thấp.

- So với trường hợp cho vay truyền thống, trung gian là ngân hàng có chi phí rất cao. Với chứng khoán hoá, các chi phí rất thấp nên lãi vay có xu hướng ngày càng giảm thấp.
- Các chứng khoán có thể được mua đi bán lại với giá thị trường và trở thành một tài sản lưu hoạt.

1.2.2. Quy trình chứng khoán hoá

Quy trình chứng khoán hóa gồm 3 giai đoạn sau: giai đoạn cho vay của các NHTM; giai đoạn bán nợ của các NHTM cho tổ chức trung gian chuyên trách (SPV); giai đoạn phát hành chứng khoán cho các nhà đầu tư. Quy trình chứng khoán hóa được mô tả qua sơ đồ sau:

Sơ đồ 1.1: Quy trình tổng quát chứng khoán hóa



Bước 1: NHTM cho khách hàng vay tiền, khách hàng chuyển giao các tài sản thế chấp cho NHTM.

---- : Luồng chu chuyển tiền

— : Trình tự chứng khoán hóa

Bu nhóm các khoản vay đồng tiêu chuẩn (cùng thời hạn và lãi suất) và chuyển nhượng chúng cho SPV.

Bước 3a: SPV sẽ phát hành chứng khoán thông qua tổ chức phát hành trên cơ sở đánh giá các yếu tố rủi ro, đánh giá dòng tiền dự tính mà các khoản phải thu, các khoản nợ này mang lại. Trong quá trình này có sự tham gia của các tổ chức định mức tín nhiệm, nhằm đánh giá, xếp hạng tín nhiệm cho các chứng khoán này.

Bước 3b: Tổ chức bảo lãnh phát hành trả tiền mua chứng khoán cho SPV.

Bước 4a và 4b: Tổ chức bảo lãnh phát hành bán các chứng khoán này trên thị trường và thu tiền từ các nhà đầu tư.

Nếu bảo lãnh theo hình thức trọn gói, tổ chức bảo lãnh sẽ mua toàn bộ chứng khoán phát hành rồi bán lại theo cách thức nêu trong bước 3b và bước 4a, 4b. Ngược lại, nếu bảo lãnh một phần, tổ chức bảo lãnh chỉ thanh toán cho SPV số chứng khoán còn lại chưa bán được, vì thế bước 3b và bước 4a, 4b có thể đổi chỗ cho nhau.

Bước 5: SPV dùng tiền thu được từ phát hành chứng khoán để trả cho NHTM. Thông thường các khoản phải thu, các khoản nợ được chứng khoán hóa do tổ chức quản lý tài sản trực thuộc bên NHTM nắm giữ.

Bước 6a và 6b: Người đi vay có nghĩa vụ thanh toán thực hiện trả việc trả nợ (bao gồm gốc và lãi) cho các NHTM.

Bước 7: NHTM dùng tiền thu nợ này trả cho SPV thông qua tổ chức quản lý tài sản trực thuộc.

Bước 8: SPV sử dụng khoản tiền này để trả cho nhà đầu tư khi các chứng khoán đến hạn thanh toán.

Trong trường hợp chưa thu về kịp các khoản thu từ bên có nghĩa vụ thanh toán, SPV sẽ được các tổ chức hỗ trợ thanh khoản.

1.2.3. Các thành viên tham gia quá trình chứng khoán hóa

Để tiến hành chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản, về cơ bản có các thành viên sau:

- **NHTM**: thực hiện các nghiệp vụ cho vay thế chấp bất động sản đối với cá nhân, hộ gia đình, doanh nghiệp...sau đó bán các khoản cho vay, phải thu cho SPV.

- **Người đi vay**: là các tổ chức, cá nhân có nghĩa vụ thanh toán gốc và lãi cho NHTM trên cơ sở hợp đồng tín dụng.

- **Tổ chức trung gian chuyên trách (SPV)**: được thành lập để thực hiện việc quản lý các tài sản được chứng khoán hóa. NHTM bán các khoản phải thu, các khoản nợ cho các SPV và các SPV sẽ phát hành chứng khoán trên cơ sở các tài sản này.

- **Tổ chức định mức tín nhiệm**: cung cấp thông tin về mức độ tín nhiệm, an toàn của các chứng khoán được phát hành căn cứ vào việc xếp hạng tín nhiệm cho các chứng khoán này.

- **Tổ chức hỗ trợ thanh khoản**: tổ chức này thông thường là các NHTM, với vai trò chính là thực hiện cam kết ứng tiền cho các SPV để thanh toán cho các nhà đầu tư trong trường hợp chưa thu về kịp các khoản phải thu từ bên có nghĩa vụ thanh toán.

- **Tổ chức quản lý tài sản**: là tổ chức trực thuộc NHTM, thực hiện việc quản lý các tài sản được chứng khoán hóa, thu tiền từ bên có nghĩa vụ thanh toán rồi chuyển cho các SPV.

- **Tổ chức bảo lãnh phát hành**: thường là một hoặc một nhóm các ngân hàng đầu tư, công ty chứng khoán cam kết mua toàn bộ chứng khoán phát hành theo giá xác định trước.

- **Các nhà đầu tư**: là các tổ chức, cá nhân mua chứng khoán từ các tổ chức phát hành.

1.2.4. Các rủi ro có thể phát sinh trong quá trình chứng khoán hóa

Cũng như mọi kỹ thuật tài chính khác, việc thực hiện chứng khoán hóa có thể gặp phải một số rủi ro nhất định, do một số yếu tố như: chất lượng của tài sản được chứng khoán hóa; trình độ thực hiện quy trình thanh toán lãi và gốc; sự biến động của lãi suất trên thị trường.

1.2.4.1. Rủi ro tín dụng

Rủi ro tín dụng của việc chứng khoán hóa phát sinh chủ yếu từ tình huống nhà phát hành hoặc các khoản phải thu đảm bảo cho chứng khoán liên quan mắc kẹt vào tình trạng phá sản của chính bản thân nhà phát hành hoặc của đối tác chịu trách nhiệm thanh toán các khoản phải thu đó. Vì vậy, việc phân tích khả năng thanh toán của khách hàng là một vấn đề thiết yếu đối với các ngân hàng chuẩn bị thực hiện quy trình chứng khoán hóa các tài sản của mình.

1.2.4.2. Rủi ro hoạt động và quản lý

Rủi ro hoạt động và quản lý phát sinh đối với một giao dịch chứng khoán hóa tài sản chủ yếu liên quan đến việc thực hiện các nghiệp vụ thanh toán và việc thu hồi các khoản phải thu. Trong một giao dịch chứng khoán hóa, luồng tiền liên quan phải trải qua một lộ trình dài và phức tạp hơn những chứng khoán phát hành theo cách thức thông thường rất nhiều. Chính sự phức tạp này làm phát sinh các rủi ro liên quan đến việc thực hiện các nghiệp vụ thanh toán và việc thu hồi các khoản phải thu. Theo đó bất kỳ sự cố nào trong quy trình nhận các khoản thanh toán từ các tài sản và thực hiện chi trả lãi và gốc cho nhà đầu tư đều dẫn đến rủi ro.

1.2.4.3. Rủi ro trả trước

Khi lãi suất trên thị trường diễn biến theo xu hướng giảm, người vay có xu hướng thanh toán hết nợ cũ và vay mới để giảm chi phí lãi hoặc trả nợ trước hạn. Chính việc trả trước của người vay trong điều kiện lãi suất giảm làm cho luồng tiền không như kế hoạch vì khoản thu này sẽ không thể tái đầu tư để thu được lãi suất cao trong giai đoạn lãi suất giảm. Như vậy, khi mà người đi vay có quyền chọn cách thức thanh toán thì chính người cho vay là người chịu rủi ro. Rủi ro này được gọi là rủi ro trả trước.

1.3. VAI TRÒ CỦA CHỨNG KHOÁN HOÁ CÁC KHOẢN VAY THỂ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

1.3.1. Góp phần làm đa dạng các chủng loại hàng hóa trên TTCK

Cũng giống như bất cứ thị trường nào, TTCK muốn sôi động thì cần có nhiều hàng hóa giao dịch. Bên cạnh các loại cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ thì chắc chắn những chứng khoán có nguồn gốc từ chứng khoán hóa các tài sản tài chính, bất động sản sẽ là những hàng hóa mới mẻ, hấp dẫn được các nhà đầu tư trên thị trường. Đây cũng là vai trò chủ đạo của nghiệp vụ chứng khoán hóa đối với sự phát triển của TTCK, đặc biệt là các TTCK còn non trẻ.

1.3.2. Góp phần đa dạng hóa các kênh đầu tư từ đó thu hút được các nguồn vốn nhàn rỗi trong nền kinh tế

Nguồn gốc của các chứng khoán là xuất phát từ các khoản cho vay đã thông qua giai đoạn thẩm định của các NHTM. Có thể nói mức độ rủi ro của các loại chứng khoán đặc biệt này đã được xem xét, phân tích và đánh giá cẩn trọng. Vì vậy, các nhà đầu tư sẽ yên tâm hơn khi đầu tư vào các loại chứng khoán so với việc đầu tư vào các cổ phiếu công ty có lãi suất cao nhưng rủi ro cũng không thấp. Đó chính là một điểm hấp dẫn của chứng khoán hóa, góp phần thu hút nguồn vốn nhàn rỗi trong nền kinh tế để đầu tư.

1.3.3. Góp phần nâng cao hiệu quả của các trung gian tài chính từ đó thúc đẩy TTCK phát triển

- Chứng khoán hóa tạo ra khả năng thanh khoản cho các khoản vay, thông qua thị trường thứ cấp của các khoản vay. Từ đó, các NHTM có thể sử dụng vốn linh hoạt hơn, tạo điều kiện thuận lợi để tiếp tục mở rộng và tăng trưởng tín dụng. Các NHTM không còn lệ thuộc quá mức vào các nguồn vốn huy động tiền gửi tiết kiệm dân cư, tiền gửi của các tổ chức kinh doanh và cá nhân, nhờ việc tiếp cận nguồn vốn từ chứng khoán hóa.

- Chứng khoán hóa tạo điều kiện nâng cao chất lượng tín dụng, thúc đẩy tín dụng mở rộng và tăng trưởng. Chính những đòi hỏi ngày càng cao của các nhà đầu tư

vào những chứng khoán đã tạo ra cơ chế chọn lọc, đòi hỏi các khoản nợ, các khoản phải thu phải có chất lượng, đảm bảo được những tiêu chuẩn nhất định về quy mô khoản tín dụng; về lãi suất; về thời hạn vay... của SPV. Từ đó bắt buộc các NHTM phải thực hiện lại cơ cấu hoạt động kinh doanh, chuẩn hóa quy trình cho vay, cũng như chất lượng các khoản cho vay để có thể đáp ứng yêu cầu của chứng khoán hóa.

- Chứng khoán hóa tạo điều kiện cho các NHTM giảm thiểu và phân tán rủi ro góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh; lợi ích này gắn liền với quá trình tập hợp các khoản cho vay và bán chúng cho các tổ chức trung gian chứng khoán hóa, bởi sự chia sẻ rủi ro giữa các chủ thể tham gia chứng khoán hóa. Việc bán đi các khoản cho vay đã giải phóng các NHTM khỏi rủi ro tín dụng từ phía khách hàng và rủi ro lãi suất. Vì hầu hết các khoản tài trợ cho vay dài hạn đều từ nguồn vốn huy động ngắn hạn.

1.3.4. Góp phần thực hiện các mục tiêu vĩ mô của Chính phủ

- *Nâng cao hiệu quả sử dụng vốn trong nền kinh tế.* Thông qua chứng khoán hóa thu hút mọi nguồn vốn nhàn rỗi trong dân cư, trong nền kinh tế và sử dụng nguồn vốn này để cho vay phát triển nhà ở, các công trình phúc lợi cũng như cho vay mua nhà. Nói cách khác nhờ kỹ thuật này mà mọi nguồn vốn nhỏ lẻ, nhàn rỗi được tập trung để sử dụng hiệu quả vào các hoạt động sản xuất kinh doanh góp phần thúc đẩy nền kinh tế tăng trưởng và phát triển.

- *Chứng khoán hóa thúc đẩy quá trình đô thị hóa.* Đồng thời tạo điều kiện cải tạo hệ thống nhà ở góp phần thực hiện an sinh xã hội, nâng cao đời sống cho người dân. Phát triển đô thị và xây dựng nhà ở tài trợ cho các thành phần dân cư có mức thu thập trung bình, thu nhập thấp đòi hỏi lượng vốn rất lớn, mà ngay cả ngân sách quốc gia cũng khó có thể đảm bảo được. Chính vì lẽ đó, huy động các nguồn vốn trong xã hội; xã hội hóa hoạt động này luôn là giải pháp có tính chiến lược và phù hợp trong nền kinh tế thị trường. Trong đó chứng khoán hóa là một giải pháp vốn hữu hiệu đối với quá trình phát triển nhà ở cho dân cư. Nó cho phép tạo ra các nguồn tài trợ cho việc mua nhà ở; xây dựng nhà ở, thúc đẩy các ngành công nghiệp xây dựng nhà ở phát triển... đáp ứng nhu cầu về nhà ở cho người dân, thực hiện mục tiêu an sinh xã hội.

1.4. KINH NGHIỆM CỦA MỘT SỐ QUỐC GIA TRONG VIỆC ỨNG DỤNG CHỨNG KHOÁN HÓA CÁC KHOẢN VAY THỂ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN

1.4.1. Chứng khoán hóa ở một số quốc gia trên thế giới

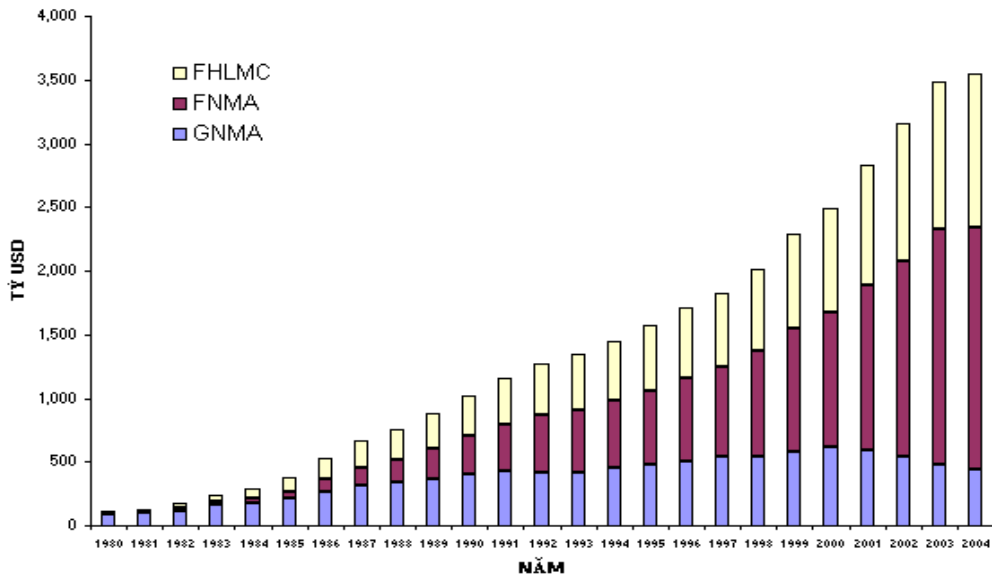
Chứng khoán hóa đã phát triển mạnh ở một số quốc gia tiêu biểu trên thế giới, xuất hiện và phát triển đầu tiên ở Mỹ, gắn liền với những nhu cầu vốn cho thị trường bất động sản và phù hợp với xu hướng phát triển của thị trường tài chính trong điều kiện nền kinh tế hiện đại. Khoảng thời gian sau đó, kỹ thuật này phát triển ở các châu lục và quốc gia khác trên thế giới. Với ý nghĩa đó, đề tài phân tích sự phát triển của kỹ thuật này tại một số quốc gia tiêu biểu (châu Mỹ và châu Á).

1.3.1.1. Chứng khoán hóa ở một số quốc gia Châu Mỹ

a. Ở Mỹ

Chứng khoán hóa ra đời và phát triển ở Mỹ trong những năm 70 của thế kỷ XX, nghiệp vụ này đã góp phần giải quyết những khoản nợ vay có thể chấp nhà và bất động sản được Chính phủ Mỹ đảm bảo của những người có nhu cầu về nhà ở. Việc thiết lập các tổ chức như GNMA, FNMA, FHLMC trực thuộc Chính phủ Mỹ đã tạo lập và thúc đẩy thị trường thứ cấp các khoản cho vay phát triển. Qua đó đã phát triển nghiệp vụ chứng khoán hóa và góp phần thu hút vốn nhàn rỗi trong dân chúng thông qua việc đầu tư vào các trái phiếu để tài trợ dân cư mua nhà. Việc xây dựng những ngôi nhà giống nhau đã tiết kiệm được nhiều chi phí do xây dựng theo số nhiều làm hạ giá thành những ngôi nhà, từ đó càng tạo điều kiện cho những người thu nhập thấp và trung bình sở hữu nhà hơn, nhà nước thông qua đó mà thực hiện được mục tiêu phát triển đô thị.

Giá trị chứng khoán hóa các khoản vay mua nhà tại thị trường Mỹ do ba tổ chức GNMA, FNMA, FHLMC phát hành là 110 tỷ USD (năm 1980), 1024 tỷ USD (năm 1990), 2300 tỷ USD (năm 2003) và cuối năm 2004 là 3547 tỷ USD. Tốc độ tăng trưởng trung bình là 10%/năm.

Biểu đồ 1.1: Tăng trưởng của 3 loại GNMA, FNMA, FHMC tại thị trường Mỹ

Nguồn : *Federal Reserve Bulletin*

b. Ở Canada

Thị trường tài chính Canada thường ứng dụng nhanh chóng các công cụ tài chính hiện đại của Mỹ. Tuy vậy chứng khoán hóa bắt đầu hơi muộn ở Canada. Lý do chính là trong một thời gian dài thị trường này thiếu vắng một tổ chức có chức năng tương tự như GNMA ở Mỹ nhằm thúc đẩy thị trường thứ cấp các khoản cho vay nhà ở.

Toàn bộ khối lượng chứng khoán hóa các loại tài sản ở Canada qua các năm từ 1996 đến 1999 lần lượt là (CAD) 13 tỷ, 27 tỷ, 49 tỷ, 67 tỷ.

Riêng khối lượng chứng khoán hóa các khoản vay mua nhà (MBS) phát hành năm 1999 đạt con số kỷ lục là 13 tỷ, tổng số MBS cuối năm 1999 là 28 tỷ, tăng 42% so năm 1998 là 20 tỷ. Những tổ chức tham gia chủ yếu trên thị trường này gồm các ngân hàng và các công ty tín thác.

1.3.1.2. Chứng khoán hóa ở một số quốc gia Châu Á

a. Ở Nhật bản

Chứng khoán hóa xuất hiện muộn ở Nhật , nhưng lại phát triển rất nhanh, tổng giá trị chứng khoán hóa năm 1998 là 12.5 tỷ USD, năm 1999 là 23.2 tỷ USD tốc độ

tăng trưởng gần 100%, tốc độ này ở năm 2000 là 30%. Các tài sản được chứng khoán hóa bao gồm các khoản cho vay thương mại thế chấp bất động sản, các khoản cho vay nhà ở, vay doanh nghiệp nhỏ.

Cột mốc quan trọng đối với quá trình chứng khoán hóa ở Nhật là luật về SPC (Special purpose Company- công ty được thành lập trong các lĩnh vực ưu đãi thuế nhằm mục đích mua các khoản phải thu và phát hành chứng chỉ để bán lại các khoản phải thu đó) ở Nhật gọi là Tukobetsu Mokuteiki Kaisha (TMKs). Đạo luật SPC tháo gỡ những khó khăn trong tiến trình chứng khoán hóa ở Nhật, và cơ bản là những vướng mắc về thuế, những quy định về được tạo lập các SPV trung gian. Kể từ khi ban hành luật SPC, đến nay đã có 37 công ty đăng ký trở thành các TMKs, trong số này có 17 công ty hoạt động trong lĩnh vực bất động sản.

TTCK Nhật được đánh giá là có tiềm năng phát triển rất lớn vì tại đây thị trường tài chính và hệ thống ngân hàng phát triển mạnh, hành lang pháp lý không ngừng được điều chỉnh nhằm điều kiện thuận lợi hơn cho các tổ chức hoạt động trong lĩnh vực chứng khoán hóa.

b. Ở Hàn quốc

Hoạt động chứng khoán hóa ở Hàn quốc trở lại chuyển động mạnh trong năm 1999 sau khi chững lại trong thời gian khủng hoảng tài chính khu vực. Hàng hóa tiêu biểu TTCK gồm: chứng khoán hóa các khoản phải thu của khách hàng, chứng khoán hóa các khoản cho vay nước ngoài, chứng khoán hóa các khoản cho vay và cho thuê tài chính.

Một nỗ lực đáng ghi nhận từ phía Chính phủ trong việc thúc đẩy chứng khoán hóa ở Hàn quốc là việc cho phép thành lập công ty Korean Mortgage (KOMOCO) là liên doanh tập đoàn công ty Tài chính quốc tế (IFC) và một số các ngân hàng trong nước. KOMOCO đã phát hành các trái phiếu có cơ sở là các khoản cho vay mua nhà mua lại được từ Quỹ Nhà ở quốc gia (NHF) từ đầu năm 2000 đến nay.

c. Ở Malaysia

Malaysia là quốc gia đầu tiên trong khu vực, và là quốc gia đầu tiên trong khối các nước đang phát triển – phát triển thị trường thứ cấp các khoản cho vay. Bước đầu thúc đẩy chứng khoán hóa là việc thành lập Công ty cổ phần Chứng khoán quốc gia – Cagamas Berhad năm 1986, một kênh chứng khoán hóa các khoản cho vay mua nhà cỡ nhỏ và vừa. Cagamas giữ vai trò chủ lực trong việc cung cấp khả năng thanh khoản cho các tổ chức tài chính bằng cách mua tập hợp (danh mục) các khoản cho vay thế chấp của chúng và đảm bảo cung cấp liên tục nguồn vốn cho vay thế chấp bất động sản.

Thị trường vốn Malaysia phát triển do thị trường trái phiếu tư nhân phát triển trong đó có sự góp phần đáng kể của các trái phiếu Cagamas. Năm 1992, trái phiếu Chính phủ 69.1 tỷ RM nhưng chỉ chiếm 85.8% thị trường trái phiếu. Cuối 1999, trái phiếu Chính phủ 80.7 tỷ RM nhưng chiếm chỉ 40.1%. Ngược lại khu vực trái phiếu tư nhân và Cagamas tăng từ 11.5 tỷ RM (14.2%) năm 1992 lên 90.4 tỷ RM (44.9%) năm 1999, trong đó trái phiếu Cagamas tăng từ 100 triệu RM 1987 lên 13.019 triệu RM năm 1999.

Malaysia còn có tham vọng dẫn đầu trong thị trường này bằng cách cải thiện các điều kiện pháp lý nhằm hướng tới việc xây dựng một thị trường mà ở đó các khoản cho vay mua nhà tự động được chứng khoán ngay khi được giải ngân hoàn toàn, tạo điều kiện tốt hơn cho các tổ chức cho vay mua nhà, khuyến khích các tổ chức trung gian như Cagamas phát hành trái phiếu dài hạn với số lượng lớn từ đó có thể thiết lập các trái phiếu dài hạn tiêu chuẩn cho thị trường.

1.3.2. Bài học kinh nghiệm để chứng khoán hoá các khoản vay thế chấp bất động sản đối với Việt Nam

Từ thực trạng chứng khoán hóa tại một số quốc gia trên thế giới, đề tài rút ra 5 bài học kinh nghiệm sau:

1.3.2.1. Sự bảo trợ của Chính phủ

Chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản luôn ra đời cùng với sự bảo trợ của Chính phủ và sự sôi động của nghiệp vụ chứng khoán hóa chỉ thực sự khởi sắc khi

những chính sách vĩ mô của Chính phủ tác động trực tiếp đến hoạt động tín dụng và hoạt động của thị trường vốn, những biện pháp cụ thể là:

- Thành lập hoặc cho phép thành lập các công ty chứng khoán hóa (các SPV) và các tổ chức liên quan để hỗ trợ cho chứng khoán hóa.

- Giảm thuế thu nhập doanh nghiệp, cá nhân cho các thành phần tham gia quá trình chứng khoán hóa (các NHTM, công ty chứng khoán hóa, nhà đầu tư...) để khuyến khích các tổ chức này tham gia áp dụng và thực hiện kỹ thuật chứng khoán hóa nói chung và các khoản tín dụng nói riêng.

- Trong giai đoạn đầu cần hỗ trợ cho người dân mua nhà từ các dự án trong chương trình chứng khoán hóa.

Tại Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc và Hồng Kông, Chính phủ đều đóng vai trò rất quan trọng trong việc áp dụng chứng khoán hóa. Với mục tiêu quản lý kinh tế vĩ mô, các chương trình xã hội thường là lý do để Chính phủ bảo trợ cho các chương trình chứng khoán hóa.

1.3.2.2. Thành lập công ty chứng khoán hóa

Để chứng khoán hóa các khoản vay mua nhà, các quốc gia thường có hai hướng thực hiện: cho phép các ngân hàng chứng khoán hóa các khoản cho vay mua nhà của mình hoặc thực hiện thành lập các công ty chứng khoán hóa chuyên mua lại các khoản cho vay và phát hành các loại trái phiếu chứng khoán hóa. Hầu hết các nước hình thành chứng khoán hóa từ hướng thứ nhất và phát triển kỹ thuật này theo hướng thứ hai. Các công ty chứng khoán hóa có thể là công ty con của các ngân hàng hay là công ty độc lập, do tư nhân hoặc nhà nước thành lập nhằm thúc đẩy quá trình chứng khoán hóa. Các công ty này ngày càng chuyên môn hóa khiến cho các ngân hàng nhận thấy việc trực tiếp chứng khoán hóa các khoản cho vay của mình là không hiệu quả.

1.3.2.3. Chứng khoán hóa chủ yếu dựa vào các khoản cho vay thế chấp bất động sản

Đại đa số các nước thì việc chứng khoán hóa các khoản vay thường bắt đầu từ việc chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản. Nhu cầu về nhà ở ngày càng tăng cao, dẫn đến sự khan hiếm các nguồn lực tài chính, khiến các NHTM phát sinh nhu cầu giải tỏa nguồn vốn và huy động thêm vốn nhằm cung cấp thêm các khoản vay mới. Chứng khoán hóa một mặt giúp các định chế này huy động vốn, một mặt là động lực khiến NHTM nâng cao chất lượng tín dụng, chuẩn hóa các sản phẩm của mình nhằm đáp ứng nhu cầu chứng khoán hóa.

1.3.2.4. Thành lập và phát triển công ty đánh giá định mức tín nhiệm

Ngoài các công ty chứng khoán hóa, trung tâm của việc ứng dụng kỹ thuật chứng khoán hóa, các quốc gia còn thiết lập các tổ chức hỗ trợ cho hoạt động của các công ty chứng khoán hóa, các tổ chức này tham gia vào từng công đoạn trong một quy trình chứng khoán hóa nhằm thúc đẩy phần việc trong quy trình này: tổ chức hỗ trợ thanh quản; tổ chức bảo lãnh phát hành; tổ chức quản lý tài sản và tổ chức định mức tín nhiệm với vai trò là tổ chức cung cấp thông tin về mức độ an toàn của chứng khoán được phát hành trên cơ sở xếp hạng tín nhiệm – tấm giấy thông hành để tiếp cận thị trường vốn cho các sản phẩm chứng khoán hóa là không thể thiếu và có ý nghĩa quan trọng đối với kỹ thuật chứng khoán hóa; tạo niềm tin, cơ sở đảm bảo cho các nhà đầu tư, người dân khi mua chứng khoán. Điều này càng quan trọng hơn khi các nhà phát hành muốn vươn ra thị trường quốc tế.

Kết luận chương 1

Chứng khoán hóa là quá trình tập hợp và tái cấu trúc các tài sản thiếu tính thanh khoản nhưng lại có thu nhập bằng tiền cao trong tương lai như các khoản phải thu, các khoản nợ rồi chuyển đổi chúng thành trái phiếu và đưa ra giao dịch trên thị trường tài chính. Với vai trò mà chứng khoán hóa mang lại như giảm chi phí trả lãi vay và tăng hiệu quả sinh lời của dự án, huy động vốn cho hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng, tạo thêm một công cụ đầu tư mới. Do đó, đại đa số các nước đều đưa chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản vào bổ sung cho các công cụ tài chính của quốc gia mình.

CHƯƠNG 2

THỰC TRẠNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ SỰ CẦN THIẾT CHỨNG KHOÁN HÓA CÁC KHOẢN VAY THẾ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN GÓP PHẦN TẠO HÀNG HÓA CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

2.1. THỰC TRẠNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM

Ngày 20/07/2000, khai trương Trung tâm giao dịch chứng khoán (TTGDCK) Tp. HCM và ngày 28/07/2000 phiên giao dịch chứng khoán đầu tiên đã được thực hiện. Đây là sự kiện lịch sử đánh dấu bước chuyển mình của nền kinh tế Việt Nam ngày càng hội nhập sâu rộng vào nền kinh tế quốc tế. Với sự ra đời của TTCK, Việt Nam đã có thêm một kênh huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế bên cạnh hệ thống các ngân hàng thương mại. Sau khi ra đời, TTCK Việt Nam ngày càng được hoàn thiện và phát triển. Đến ngày 08/03/2005, TTGDCK Hà Nội cũng đã chính thức ra mắt và đi vào hoạt động và năm 2007 TTGDCK TP.HCM được chuyển thành Sở Giao dịch chứng khoán (SGDCK) thành phố Hồ Chí Minh. Như vậy, với việc vận hành song song một TTGDCK và một SGDCK tại hai trung tâm kinh tế lớn của cả nước, TTCK Việt Nam được kỳ vọng sẽ trở thành kênh dẫn vốn quan trọng và chủ yếu trong nền kinh tế quốc dân. Qua 8 năm hoạt động TTCK Việt Nam đã đạt những thành tựu nhất định.

2.1.1. Những thành tựu đã đạt được

2.1.1.1. Xây dựng được Luật chứng khoán và thị trường chứng khoán

Trong thời gian qua, Việt Nam đã tranh thủ được sự trợ giúp song phương và đa phương từ hơn 20 quốc gia, các Ủy ban chứng khoán, các SGDCK và các tổ chức tài chính quốc tế khác như Ngân hàng phát triển Châu Á (ADB), Công ty tài chính quốc tế (IFC) trong khuôn khổ xây dựng pháp lý, thực hiện thông lệ quốc tế về quản trị công ty, xây dựng lộ trình phát triển vốn cũng như đào tạo nguồn lực cho TTCK

Việt Nam. Ủy ban chứng khoán Nhà nước đã chính thức gia nhập Tổ chức quốc tế các Ủy ban chứng khoán (IOSCO) vào tháng 05/2001, có điều kiện tranh thủ sự trợ giúp kỹ thuật từ tổ chức IOSCO cũng như các hội viên trong việc phát triển TTCK Việt Nam. Ngoài ra, để từng bước triển khai lộ trình hội nhập vào thị trường vốn khu vực, Ủy ban chứng khoán nhà nước đang xúc tiến nghiên cứu các điều kiện để có thể kết nối TTCK Singapore theo thỏa thuận của Thủ tướng chính phủ hai nước, từng bước nghiên cứu để tham gia vào phát triển thị trường trái phiếu Châu Á và khu vực ASEAN. Với tinh thần đó, Việt Nam đã nhanh chóng thông qua luật chứng khoán và TTCK và có hiệu lực từ ngày 1 tháng 1 năm 2007. Luật chứng khoán có hiệu lực đã tạo khuôn khổ pháp lý quan trọng cho TTCK Việt Nam phát triển. Các tiêu chuẩn tham gia TTCK đối với các thành viên như công ty chứng khoán, tổ chức niêm yết, công ty quản lý quỹ đã được nâng cao. Lần đầu tiên Luật quy định về quản lý công ty đại chúng trong đó quan trọng nhất là nghĩa vụ công bố thông tin. Mặt khác, Luật Chứng khoán cũng chính thức đưa ra điều khoản quy định về quản lý thị trường chưa niêm yết.

2.1.1.2. Quy mô giao dịch tăng qua các năm

Khi mới đưa vào hoạt động chỉ có 3 phiên giao dịch trong một tuần. Đến 1/2/2002 số phiên giao dịch đã tăng lên 5 phiên/tuần đồng thời cho phép thực hiện giao dịch thỏa thuận. Nhờ đó, khối lượng chứng khoán giao dịch trong năm 2002 đã tăng lên gần gấp đôi so với năm 2001 và đạt trên 37 triệu chứng khoán. Từ tháng 5 năm 2003, một số cải tiến mới tiếp tục được thực hiện bao gồm tăng số đợt khớp lệnh lên 2 lần /phiên, giảm lô giao dịch và đưa vào áp dụng lệnh ATO với mục tiêu kích cầu chứng khoán. Nhờ đó, đến năm 2004 tổng khối lượng giao dịch đạt 243 triệu chứng khoán, gấp đôi tổng khối lượng chứng khoán giao dịch của cả 3 năm trước đó cộng lại. Con số này có xu hướng tăng tiếp tục qua các năm 2005, 2006, 2007 với tổng khối lượng giao dịch bình quân phiên vào thời cao điểm theo phương thức khớp lệnh của toàn thị trường 9,2 triệu cổ phiếu. Đến tháng 8/2008, mặc dù trong giai đoạn TTCK gặp nhiều khó khăn, song khối lượng chứng khoán giao dịch cũng đạt hơn 1.705 triệu chứng khoán tăng gấp gần 5 lần so với năm 2005.

Bảng 2.1: Khối lượng chứng khoán giao dịch tại SGDCK Tp.HCM*Đơn vị: Chứng khoán*

Năm	Toàn thị trường	Cổ phiếu	Chứng chỉ quỹ	Trái phiếu
2000	3,662,790	3,660,611	0	2,179
2001	19,721,930	19,028,200	0	693,730
2002	37,008,649	35,715,939	0	1,292,710
2003	53,155,990	28,074,150	0	25,081,840
2004	243,122,240	72,894,288	3,498,720	166,729,232
2005	342,380,622	94,846,187	26,113,610	221,420,825
2006	1,119,831,696	538,506,869	104,774,380	476,550,447
2007	2,389,522,805	1,814,278,168	194,257,630	380,987,007
8/2008	1,705,232,713	1,371,199,539	94,757,600	239,275,574

*Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán Tp.HCM***Bảng 2.2: Giá trị giao dịch chứng khoán tại Sở giao dịch chứng khoán****Đơn vị: Tỷ đồng**

Năm	Toàn thị trường	Cổ phiếu	Chứng chỉ quỹ	Trái phiếu
2000	92.357	90.215	0.000	2.142
2001	1,034.721	964.020	0.000	70.701
2002	1,080.891	959.330	0.000	121.561
2003	2,998.321	502.022	0.000	2,496.299
2004	19,380.176	1,970.969	32.899	17,376.308
2005	25,768.494	2,784.291	256.079	22,728.124
2006	86,733.445	35,472.343	2,702.682	48,558.420
2007	263,054.025	217,835.772	5,299.425	39,918.828
8/2008	94,973.658	69,730.656	1,055.607	24,187.395

Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán Tp.HCM

Bên cạnh khối lượng chứng khoán giao dịch tăng nhanh qua các năm, thì giá trị giao dịch cũng không ngừng tăng lên. Cụ thể, nếu năm 2000 toàn thị trường giá trị giao dịch chỉ đạt trên 92 tỷ đồng thì năm 2001 là 1.034 tỷ. Giá trị giao dịch tăng dần qua các năm, năm 2004 giá trị giao dịch tăng gấp 2 lần năm 2003 và đạt 19.380 tỷ đồng. Giá trị giao dịch không chỉ dừng lại ở đó mà tiếp tục tăng trong những năm tiếp theo. Đến năm 2007, giá trị giao dịch đạt 263.054 tỷ đồng tăng 200% so với năm 2006. Tính đến thời điểm 8/2008, mặc dù nền kinh tế gặp nhiều khó khăn nhưng giá

trị giao dịch cũng đạt được con số đáng khích lệ đạt trên 94.973 tỷ đồng cao hơn năm 2006 là 8.240,213 tỷ đồng.

2.1.1.3. Số lượng chứng khoán niêm yết tăng qua các năm

Nếu ngày 28/7/2000, ngày giao dịch đầu tiên của TTCK Việt Nam chỉ có 2 cổ phiếu là REE và SAM. Thì đến tháng 8/2008 số cổ phiếu được niêm yết tại SGDCK là 156 cổ phiếu. Số lượng các chứng khoán được niêm yết tại SGDCK cũng tăng qua các năm. Đến cuối năm 2005 toàn thị trường có 356 chứng khoán trong đó có 35 cổ phiếu, 1 chứng chỉ quỹ và 320 trái phiếu chính phủ. Nhìn chung, số chứng khoán niêm yết chỉ là trái phiếu còn các chứng khoán còn ít. Tuy nhiên, đến năm 2006 các công ty cổ phần chạy đua niêm yết trên TTCK Việt Nam nhằm tận dụng cơ hội ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp và con số này đã đạt 106 công ty.

Đến năm 2007 và 2008, xu hướng các công ty đăng ký niêm yết cũng không ngừng tăng lên. Mục tiêu, của các công ty đăng ký niêm yết trong giai đoạn này đã có sự thay đổi về chất là tận dụng cơ hội để quảng bá doanh nghiệp và huy động vốn trên TTCK. Mặc dù, tốc độ gia tăng số lượng cổ phiếu niêm yết tại SGDCK trong năm 2007 không cao bằng năm 2006, nhưng các công ty niêm yết mới trên sàn trong năm 2007 phần lớn là những Tập đoàn và doanh nghiệp có mức vốn điều lệ lớn và hoạt động kinh doanh có hiệu quả.

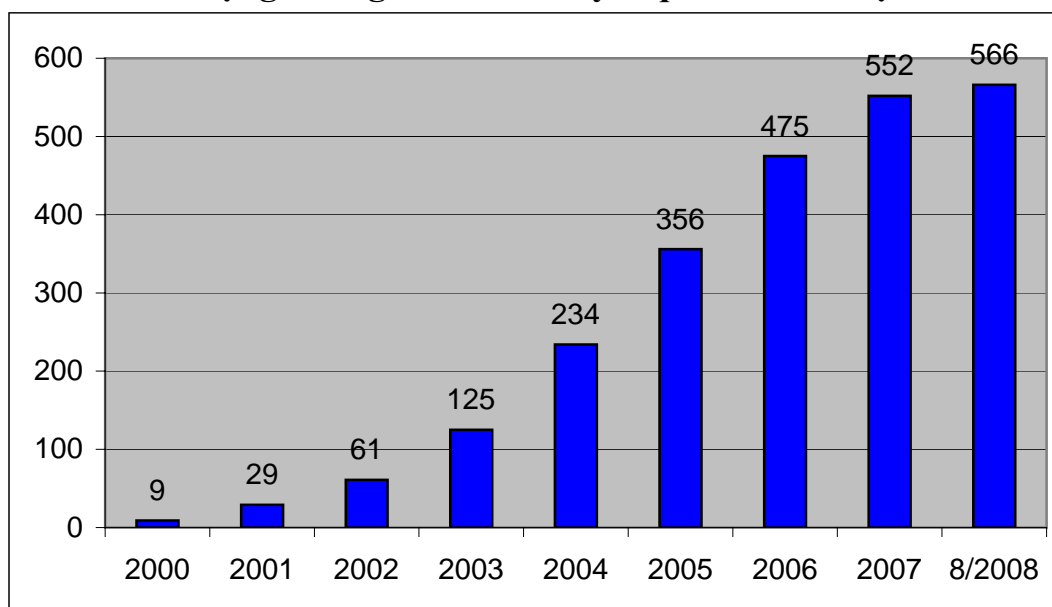
Ngoài ra, nguồn cung chứng khoán không chỉ tăng về số lượng mà còn đa dạng về chủng loại như cổ phiếu của các NHTM, các công ty chứng khoán (CTCK), quỹ đầu tư, các ngành nghề được phẩm, thực phẩm, chế tạo máy, vv...

**Bảng 2.3: Số lượng chứng khoán niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán
Đơn vị: Chứng khoán**

Năm	Cổ phiếu	Chứng chỉ quỹ	Trái phiếu	Toàn thị trường
2000	5	0	4	9
2001	11	0	18	29
2002	20	0	41	61
2003	22	0	103	125
2004	28	1	205	234
2005	35	1	320	356
2006	106	2	367	475
2007	141	3	408	552
8/2008	156	4	403	563

Nguồn: Sở Giao dịch chứng khoán Tp. HCM

Biểu đồ 2.1: Số lượng chứng khoán niêm yết qua các năm tại SGDCK



Nguồn: Sở Giao dịch chứng khoán Tp. HCM

Tính đến tháng 8/2008, toàn thị trường có 563 chứng khoán được niêm yết trong đó có 156 công ty cổ phần, 4 chứng chỉ quỹ và 403 trái phiếu Chính phủ và doanh nghiệp. Với số lượng các chứng khoán niêm yết tăng nhanh qua các năm thì giá trị niêm yết cũng không ngừng tăng lên qua các năm. Đến tháng 8/2008, giá trị niêm

yết toàn thị trường đạt trên 64.553 tỷ đồng. Trong đó, giá trị niêm yết của các công ty cổ phần đạt trên 44.903 tỷ đồng.

Trong 8 năm hoạt động của TTCK, năm 2007 được coi là năm thành công nhất của TTCK Việt Nam trong việc huy động vốn và phát hành chứng khoán, TTCK Việt Nam đã thực sự thể hiện được vai trò là kênh dẫn vốn quan trọng của nền kinh tế.

2.1.1.4. Đã có sự tham gia đông đảo của các nhà đầu tư

Với sự gia tăng nhanh chóng số lượng chứng khoán niêm yết trên thị trường, cùng với sự ra đời của hàng loạt các CTCK đã mang đến những dịch vụ tiện ích cho các nhà đầu tư. Do đó, đã thu hút được một số lượng lớn các nhà đầu tư cá nhân, tổ chức cả trong và ngoài nước. TTCK ngày một trở nên hấp dẫn đối với đông đảo các nhà đầu tư trong và ngoài nước. Biểu hiện cụ thể là sự tăng lên của số lượng các tài khoản được mở và lượng giao dịch tại các CTCK. Nếu trong năm 2001 số lượng tài khoản giao dịch là 8.774 thì đến cuối năm 2005 số tài khoản mở tại các CTCK đã lên tới 31.316 với tốc độ tăng trưởng trung bình đạt khoảng 69%/ năm. Đến cuối năm 2006, số lượng tài khoản của nhà đầu tư mở tại các CTCK đạt 86.184 tài khoản, và cuối năm 2007 toàn thị trường đã có tổng cộng 327.000 tài khoản tăng 240.816 tài khoản, tương đương 279% so với cuối năm 2006. Đến tháng 8/2008, mặc dù TTCK không còn sôi động như năm 2007, song số nhà đầu tư vẫn tỏ ra rất quan tâm đến thị trường điều đó được thể hiện qua số tài khoản đăng ký giao dịch tới thời điểm này là 349.302 tài khoản.

Bảng 2.4: Số lượng tài khoản đầu tư chứng khoán đến tháng 8/2008

Nhà đầu tư	Trong nước		Nước ngoài		Tổng
	Cá nhân	Tổ chức	Cá nhân	Tổ chức	
Số Tài khoản	339,678	1,283	8,139	303	349,402
Tỷ lệ	97.22%	0.37%	2.33%	0.09%	100.00%

Nguồn: Trung tâm Lưu ký chứng khoán

Bên cạnh, số tài khoản của các nhà đầu tư không ngừng tăng qua các năm thì đối tượng tham gia thị trường cũng rất đa dạng. Trong số này phải nói đến các nhà đầu tư có tổ chức và các nhà đầu tư nước ngoài.

Nếu như năm 2000, chưa có nhà đầu tư nước ngoài nào tham gia thị trường thì đến tháng 8/2008, đã có 8.442 tài khoản giao dịch, tuy chỉ chiếm trên 2,4% số lượng tài khoản giao dịch trên thị trường nhưng giá trị giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài đạt trên 28.115 tỷ đồng chiếm 29,60% tổng giá trị giao dịch trên toàn thị trường. Bên cạnh sự tham gia ngày càng đông đảo của các nhà đầu tư cá nhân nước ngoài, TTCK Việt Nam hiện đang nhận được sự quan tâm đặc biệt của các tổ chức tài chính lớn trong khu vực và trên thế giới như: JP Morgan, Merrill Lynch, Citigroup...

Với sự gia tăng về số lượng các nhà đầu tư nước ngoài thì khối lượng giao dịch cũng được tăng lên qua các năm. Nếu như năm 2001 khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài chỉ đạt 161.600 chứng khoán chiếm tỷ trọng 0.82%, thì đến tháng 8/2008 đạt 389.399.680 chứng khoán chiếm tỷ trọng 22.84%.

Bảng 2.5: Khối lượng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài tại SGDCK

Đơn vị: Chứng khoán

Năm	Toàn thị trường	Nhà đầu tư nước ngoài	Tỷ trọng
2000	3,662,790	0	0.00%
2001	19,721,930	161,600	0.82%
2002	37,008,649	3,699,979	10.00%
2003	53,155,990	3,376,020	6.35%
2004	243,122,240	12,778,381	5.26%
2005	342,380,622	37,440,416	10.94%
2006	1,119,831,696	192,202,528	17.16%
2007	2,389,522,805	513,754,396	21.50%
8/2008	1,705,232,713	389,399,680	22.84%

Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán Tp.HCM

Bảng 2.6: Giá trị giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài tại SGDCK**Đơn vị: Triệu đồng**

Năm	Toàn thị trường	Nhà đầu tư nước ngoài	Tỷ trọng
2000	92,357.000	0.000	0.00%
2001	1,034,721.000	12,099.650	1.17%
2002	1,080,891.000	107,238.433	9.92%
2003	2,998,321.000	55,281.688	1.84%
2004	19,380,176.000	686,241.978	3.54%
2005	25,768,494.000	532,239.120	2.07%
2006	86,733,445.000	17,031,493.693	19.64%
2007	263,054,025.000	66,616,067.572	25.32%
8/2008	94,973,658.000	28,115,702.326	29.60%

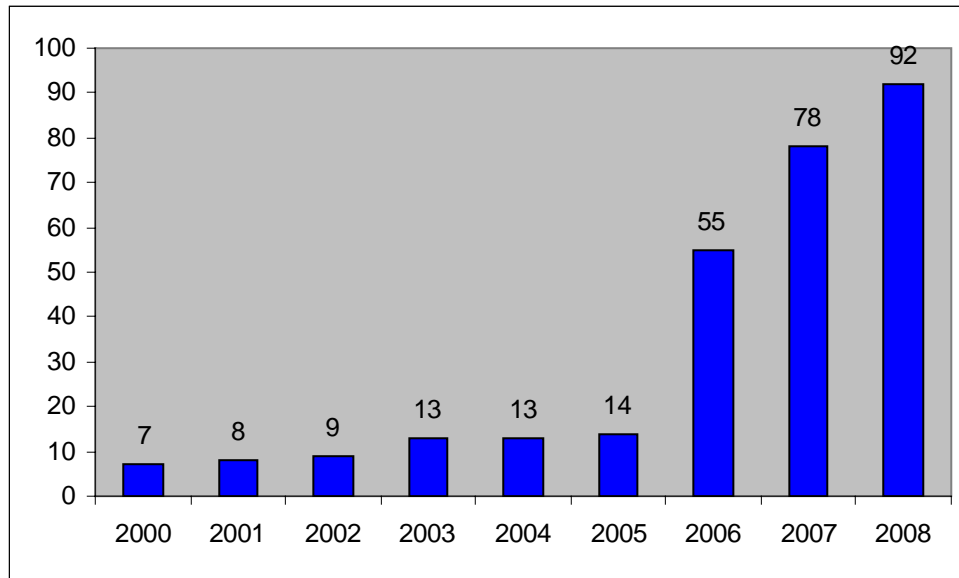
Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán Tp.HCM

Sự gia tăng về số lượng tài khoản giao dịch chứng khoán là một dấu hiệu khả quan về sự quan tâm và tham gia vào TTCK của công chúng đầu tư. Ngoài ra, số người tham gia trên TTCK không những tăng về số lượng mà trình độ hiểu biết về chứng khoán và TTCK cũng như kỹ năng đầu tư ngày được nâng lên và mang tính chuyên nghiệp cao.

2.1.1.5. Sự gia tăng cả về lượng và chất của các công ty chứng khoán

Trong thời gian qua, cùng với sự phát triển không ngừng về quy mô của TTCK Việt Nam, là sự lớn mạnh của các tổ chức tài chính trung gian, đặc biệt là các CTCK. Sự trưởng thành của các CTCK Việt Nam không chỉ thể hiện về sự tăng trưởng số lượng và quy mô vốn mà còn thể hiện rõ nét qua chất lượng cung cấp dịch vụ cho khách hàng.

Số lượng CTCK hoạt động tại Việt Nam tăng nhanh qua các năm. Nếu như năm 2000, có 7 CTCK thì đến năm 2006 là 55 công ty và năm 2007 là 78 công ty và đến tháng 8/2008 đã có 92 CTCK đã được Ủy ban chứng khoán Nhà nước cấp phép hoạt động.

Biểu đồ 2.2: Các công ty chứng khoán được cấp phép hoạt động tại Việt Nam

Nguồn: Ủy Ban chứng khoán Nhà nước

Bên cạnh, số lượng các CTCK gia tăng qua các năm thì các CTCK cũng không ngừng gia tăng các dịch vụ tiện ích cho khách hàng như mở thêm các đại lý nhận lệnh, nâng cấp đường truyền, giao dịch trực tuyến, thành lập các phòng hỗ trợ khách hàng, tổ chức hội thảo. Để làm được điều này các CTCK đã tăng vốn điều lệ để gia tăng năng lực tài chính bằng cách phát hành cổ phiếu tìm đối tác chiến lược, vv... Từ đầu năm 2008 đến nay, làn sóng mua bán, sáp nhập trong lĩnh vực kinh doanh dịch vụ chứng khoán sẽ diễn ra ngày càng mạnh mẽ, nhu cầu lớn nhất ở những CTCK tiềm lực tài chính yếu (vốn điều lệ từ 50 đến 300 tỷ đồng), không có các tổ chức tài chính, tổng công ty lớn ở trong nước đứng sau. Trong 2 tháng đầu năm 2008, có tới 8 vụ nước ngoài “mua” CTCK thuộc sở hữu Việt Nam, trong đó có một số vụ mua tới 49% cổ phần của các CTCK như Morgan Standley đã mua cổ phần của CTCK Hướng Việt. Quỹ Golden Bridge mua 49% cổ phần của CTCK Nhấp & Gọi, còn Ngân hàng RHB (Malaysia) mua 49% cổ phần của CTCK Việt Nam.

2.1.1.6. Có sự cải tiến về mặt kỹ thuật giao dịch

Một số giải pháp kỹ thuật mới cũng được đưa vào áp dụng như điều chỉnh biên độ, chia nhỏ lô giao dịch, thực hiện khớp lệnh liên tục tại SGDCK Tp.HCM từ ngày 30/7/2007 đã khắc phục được hạn chế của phương thức khớp lệnh định kỳ và sử dụng loại lệnh mới là ATO, ATC và lệnh thị trường, cho phép đa dạng hóa loại hình và phương thức giao dịch, đồng thời tạo ra những tiền đề cơ bản trong việc chuẩn hóa các loại hình nghiệp vụ kỹ thuật của thị trường. Hệ thống giao dịch của SGDCK ban đầu cho phép đấu lệnh 300.000 lệnh/phiên với thời hạn thanh toán giao dịch là 4 ngày (T+4), đến nay đã được nâng cấp với nhiều chức năng hỗ trợ cho quản lý giao dịch và đã thực hiện giảm thời gian thanh toán xuống 3 ngày (T+3).

2.1.2. Những mặt còn tồn tại

So với tiềm năng phát triển và nhu cầu vốn đầu tư của nền kinh tế cũng như kinh nghiệm phát triển TTCK ở các nước trong khu vực, TTCK Việt Nam vẫn bộc lộ những hạn chế nhất định:

Thứ nhất, hàng hóa trên TTCK chưa đa dạng về chủng loại nên chưa hấp dẫn nhà đầu tư.

Tính đến tháng 8/2008, tại SGDCK chỉ có 156 cổ phiếu được niêm yết trên tổng số hơn 400 công ty đủ điều kiện niêm yết. Mặt khác, hầu hết các công ty đã được niêm yết là những doanh nghiệp vừa và nhỏ nên chưa thu hút sự quan tâm mạnh mẽ của nhà đầu tư. Đối với chứng khoán nợ, chủ yếu là trái phiếu chính phủ tham gia TTCK; thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn nhỏ so với tiềm năng, con số này mới là 11% thị trường trái phiếu và 2% GDP, chủ yếu là trái phiếu NHTM và quỹ đầu tư.

Năm 2006 Nghị định số 52/NĐ- CP về phát hành trái phiếu doanh nghiệp đối với doanh nghiệp Nhà nước, công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn, doanh nghiệp có vốn nước ngoài, thị trường trái phiếu doanh nghiệp trở nên sôi động hơn với trái phiếu của Tổng công ty điện lực EVN, Sông Đà, Vinashin... Tuy nhiên, thị trường trái phiếu doanh nghiệp vẫn thiếu các công cụ hỗ trợ phát hành như tư vấn, bảo lãnh

phát hành, định mức tín nhiệm... Vì vậy, mặc dù các doanh nghiệp rất thiếu vốn song việc tận dụng kênh huy động vốn này chưa mặn mà với các điều kiện phát hành cao theo Luật Chứng khoán. Đặc biệt là chưa có các công cụ tài chính khác để đa dạng hoá các loại hàng hóa giao dịch.

Thứ hai, số lượng nhà đầu tư chứng khoán còn hạn chế.

Số tài khoản của nhà đầu tư tính đến tháng 8/2008 là 349.402 tài khoản, trong đó số tài khoản cá nhân trong nước là 339.678 tài khoản chiếm 97,22% bình quân hơn 260 người dân mới có một người tham gia chứng khoán. Số lượng là đầu tư tổ chức cả trong và ngoài nước là 1.586 tài khoản, chỉ chiếm 0,45%. Như vậy, với số lượng nhà đầu tư cá nhân trong nước tham gia thị trường là chủ yếu và với quy mô vốn nhỏ, kiến thức hạn chế, thông tin không được tiếp cận đầy đủ nên dễ bị chi phối tâm lý trong giao dịch, khiến thị trường có những diễn biến bất thường, khó dự đoán. Ngoài ra, con số tài khoản thường xuyên giao dịch trên thị trường là rất ít. Theo thống kê của Trung tâm Lưu ký và thanh toán bù trừ thì con số này tại thời điểm hiện nay là khoảng 5% số tài khoản trong tổng số tài khoản thường xuyên giao dịch.

Thứ ba, hệ thống pháp lý còn thiếu và chưa đồng bộ.

Mặc dù đã có Luật chứng khoán, song nhiều nghiệp vụ hiện đại chưa được quy định như giao dịch bán khống, giao dịch các chứng khoán phái sinh. Ngoài ra, một số nghiệp vụ đã quy định nhưng còn thiếu những thông tư hướng dẫn thi hành như cho vay cầm cố chứng khoán, giao dịch ký quỹ. Bên cạnh đó, hệ thống văn bản pháp luật liên quan đến thị trường thiếu đồng bộ và vẫn còn nhiều bất cập như chính sách ưu đãi thuế cho công ty niêm yết, tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài, vv... Nhìn chung các giải pháp phát triển thị trường chưa đồng bộ, nhiều chính sách, chế độ như tham gia của bên nước ngoài, chính sách thuế đối với công ty niêm yết, chế độ kế toán đối với công ty quản lý quỹ và quỹ đầu tư ban hành chưa rõ ràng còn sơ sài, chính sách quản lý ngoại hối vẫn còn những hạn chế bất cập nhất định.

Thứ tư, công tác tuyên truyền và phổ cập kiến thức về chứng khoán chưa được quan tâm đúng mức.

Đào tạo và phổ cập kiến thức vẫn chưa đáp ứng được yêu cầu phát triển của thị trường. Do đó, nhà đầu tư thường bị ảnh hưởng bởi tâm lý đầu tư mua bán theo phong trào. Điều này được minh chứng bởi hiện nay, mặc dù thị trường đã điều chỉnh rất sâu, giá cả chứng khoán đã trở nên hấp dẫn hơn, kinh tế Việt Nam vẫn tiếp tục tăng trưởng, đầu tư nước ngoài trên thị trường chính thức vẫn được duy trì (đạt mức 8.5 tỷ USD vào cuối tháng 1/2008 so với mức 6.5 tỷ USD vào tháng 10/2007), hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp nhìn chung là tốt, nhưng nhà đầu tư trong nước quá nhạy cảm trước một vài thông tin cũng như trước việc kiểm soát lạm phát của ngân hàng Nhà nước dẫn đến sự biến động bất thường của giá chứng khoán.

Thứ năm, cung cấp thông tin trên thị trường còn nhiều hạn chế.

Thông tin trên TTCK hết sức quan trọng, nó là một trong các nguyên tắc hoạt động của TTCK. Song, nguyên tắc thông tin này trong thời gian qua không được quan tâm đúng mức từ các chủ thể tham gia thị trường kể cả cơ quan quản lý TTCK. Chất lượng hoạt động và cung cấp dịch vụ trên TTCK cũng chưa cao, tính minh bạch và hiệu quả còn hạn chế, thể hiện ở chất lượng công bố công tin, chất lượng hoạt động của SGDK cũng như các thành viên thị trường. Các biểu hiện vi phạm của một số CTCK cũng như công ty niêm yết đã ảnh hưởng niềm tin của công chúng đầu tư.

2.2. THỰC TRẠNG CHO VAY THẾ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN Ở VIỆT NAM

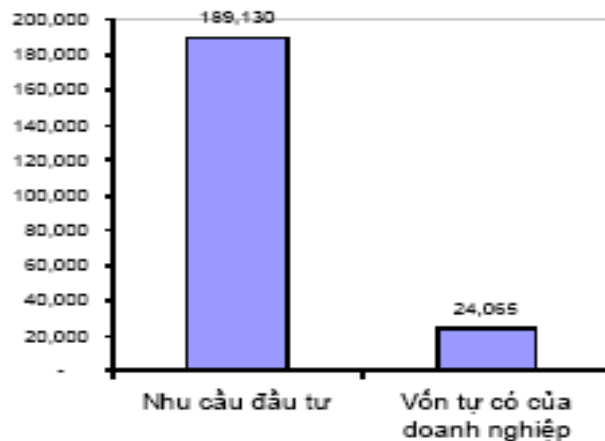
2.2.1. Nhu cầu vốn cho thị trường bất động sản

Theo khảo sát của Công ty Tư vấn và quản lý bất động sản CB Richard Eliss (CBRE), từ nay đến năm 2020, nhu cầu về phòng khách sạn của cả nước sẽ rất cao trong khi nguồn cung lại rất hạn chế. Hiện lượng phòng khách sạn tiêu chuẩn 3-5 sao chỉ đạt khoảng gần 5.000 phòng và khách sạn tiêu chuẩn 1-2 sao gần 6.300 phòng.

Trong khi đó, theo khảo sát của CBRE, nhu cầu về phòng khách sạn 3-5 sao đến năm 2020 sẽ vào khoảng 11.100 phòng và khách sạn 1-2 sao khoảng hơn 20.000 phòng. Một trong những nguyên nhân cơ bản thúc đẩy nhu cầu về phòng khách sạn tăng nhanh chính là thị trường du lịch Việt Nam ngày càng có những bước chuyển biến mạnh mẽ. Ngoài ra còn phải kể đến một loạt các nguyên nhân khác như sức hấp dẫn về đầu tư tại Việt Nam đối với các nhà đầu tư, các quỹ đầu tư nước ngoài, đặc biệt là từ khi Việt Nam gia nhập WTO. Do đó, nhu cầu vốn đầu tư cho lĩnh vực bất động sản là rất lớn. Chỉ tính riêng tại Tp. HCM từ năm 2008 đến năm 2010 cần một lượng vốn là 189.130 tỷ đồng, nhưng khả năng đáp ứng vốn của các doanh nghiệp đối với nhu cầu đầu tư thì rất thấp, chỉ khoảng 12,72%.

Biểu đồ 2.3: Nhu cầu vốn đầu tư vào bất động sản năm 2008 - 2010

Đơn vị tính : tỷ đồng



Hiện nay, nhu cầu vốn đầu tư vào bất động sản thương mại trong thực tế còn rất lớn nhưng chưa được đáp ứng đầy đủ. Sự hạn chế về vốn là một trong những yếu điểm lớn nhất của các doanh nghiệp Việt Nam nói chung và của các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản ở Tp. HCM nói riêng. Nhìn chung, các doanh nghiệp bất động sản chưa có thực lực về tài chính vì tỷ trọng vốn tự có quá nhỏ so với nhu cầu đầu tư. Nhiều dự án có tỷ lệ cho vay lên tới 70 - 80% tổng vốn đầu tư, với thời hạn 10 - 15 năm. Điều đó làm ảnh hưởng tới tiến độ đầu tư và khả năng thanh toán. Thậm chí,

các doanh nghiệp Việt Nam cũng mất nhiều cơ hội để thâm nhập vào phân khúc thị trường bất động sản cao cấp do ít vốn.

2.2.2. Thực trạng cho vay thế chấp bất động sản trong thời gian qua

Theo thông tin từ Ngân hàng Nhà nước, đầu năm 2008, giá trị tài sản đảm bảo là bất động sản chiếm khoảng 50% tổng tài sản của hệ thống ngân hàng; dư nợ bất động sản khoảng 135.000 tỷ đồng, chiếm khoảng 10,8% tổng dư nợ toàn hệ thống. Đến hết tháng 6/2008, tỷ lệ này là 9,96% trên toàn quốc. Tại Tp. HCM, là một trong hai đô thị lớn nhất toàn quốc, dư nợ cho vay bất động sản chiếm khoảng 64,4% trên tổng dư cho vay bất động sản của cả nước. Theo báo cáo của của ngân hàng nhà nước chi nhánh Tp. HCM thì có trên 67 ngân hàng thực hiện cung cấp cho vay đầu tư vào các dự án bất động sản. Những ngân hàng dẫn đầu trong dịch vụ này là Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam, Ngân hàng Ngoại thương, Ngân hàng Công thương, Ngân hàng Á Châu, Ngân hàng Phát triển nhà, Ngân hàng Sài Gòn Thương Tín... Hầu hết các ngân hàng này đều cung cấp các khoản vay ngắn và trung hạn (từ 2 – 5 năm) với lãi suất khoảng 10% - 12%/năm. Rất ít dự án có thể nhận được khoản vay dài hạn lên tới 8-10 năm. Bên vay thường phải thế chấp các quyền sử dụng đất, tài sản ... hoặc thậm chí cả những tài sản hình thành từ vốn vay. Tuy nhiên, cho vay thời hạn càng dài thì rủi ro tiềm ẩn sẽ càng cao. Về khách quan, sẽ có rủi ro về kinh tế, về chính sách, về lãi suất và cả về sức khỏe của người đi vay,... Còn về chủ quan, là rủi ro trong việc huy động vốn ngắn hạn nhưng lại cho vay dài hạn. Hiện nay, tại đa số các ngân hàng thương mại cổ phần của Việt Nam, có hơn 80% là huy động với kỳ hạn từ 12 tháng trở xuống. Theo chi nhánh Ngân hàng nhà nước Việt Nam tại thành phố Hồ Chí Minh, đến năm 2006, dư nợ vay kinh doanh bất động sản là 31.233 tỷ đồng, chiếm 13,8% tổng dư nợ toàn thành phố. Số dư nợ cho vay bất động sản năm 2007 tăng 40,5% so với năm 2006 nhưng vẫn không đáp ứng hết nhu cầu. Riêng trong năm 2007, cho vay bất động sản chiếm 10,8% tổng dư nợ và đến tháng 8/2008 cho vay bất động sản chiếm 11% trong tổng dư nợ.

Bảng 2.7 : Dư nợ cho vay bất động sản trên tổng dư nợ tại địa bàn Tp. HCM*Đơn vị tính: tỷ đồng*

Chỉ tiêu	2005	2006	2007	8/2008
Tổng dư nợ tín dụng	175.727	226.336	406.353	484.000
Dư nợ tín dụng cho vay BĐS	28.654	31.233	43.886	53.240
Tỷ lệ tăng trưởng trong cho vay BĐS	15,51%	9.00%	40,51%	17,57%
Tỷ trọng dư nợ BĐS trong tổng dư nợ	16,31%	13,8%	10,8%	11,0%

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước chi nhánh Tp. HCM

Như vậy, nhu cầu vốn cho thị trường bất động sản là rất lớn. Điều này tạo cơ hội cho các ngân hàng gia tăng tín dụng vào lĩnh vực bất động sản. Ngoài ra, theo quy định về việc bảo đảm an toàn trong tín dụng của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam thì tổng số dư nợ vay trung và dài hạn của một ngân hàng chỉ chiếm tối đa 30% tổng số dư nợ của Ngân hàng. Như vậy, với những quy định về tổng dư nợ tối đa là 30% trong tổng dư nợ của một ngân hàng, cùng với tỷ trọng dư nợ thực tế và nhu cầu ngày càng tăng về vốn của các doanh nghiệp bất động sản là cơ sở cho việc thực hiện chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản.

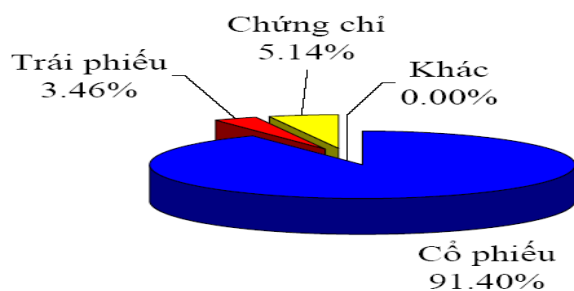
2.3. SỰ CẦN THIẾT CHỨNG KHOÁN HÓA CÁC KHOẢN VAY THẾ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN GÓP PHẦN TẠO HÀNG HÓA CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM HIỆN NAY

2.3.1. Làm đa dạng hóa chủng loại hàng hóa cho thị trường chứng khoán

Với 566 chứng khoán đang được niêm yết tại SGDCK Tp.HCM tính đến tháng 8/2008. Trong đó, 156 cổ phiếu, 4 chứng chỉ quỹ và 403 trái phiếu. Khối lượng niêm yết trên toàn thị trường là trên 4.913 triệu chứng khoán với giá trị niêm yết đạt trên 64.553 tỷ đồng. Trong đó, khối lượng niêm yết cổ phiếu chiếm 91,4%, chứng chỉ quỹ 5,14% và trái phiếu 3,46%.

Bảng 2.8: Quy mô niêm yết trên thị trường chứng khoán tính đến tháng 8/2008

Chỉ tiêu	Toàn thị trường	Cổ phiếu	Chứng chỉ quỹ	Trái phiếu	Khác
Số chứng khoán niêm yết (Chứng khoán)	562	155	4	403	0
Tỷ trọng (%)	100	28.09	0.71	71.20	0.00
Khối lượng niêm yết (1.000 Chứng khoán)	4.913.009,00	4.490.393,22	252.508,99	170.106,80	0,00
Tỷ trọng (%)	100,00	91,40	5,14	3,46	0,00
Giá trị niêm yết (Triệu đồng)	64.553.517,47	44.903.932,21	2.520.555,76	17.129.029,50	0,00
Tỷ trọng (%)	100,00	69,56	3,90	26,53	

Biểu đồ 2.4: Tỷ trọng khối lượng niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán

Nguồn: Sở giao dịch chứng khoán Tp. HCM

Nhìn chung, số lượng cổ phiếu niêm yết trên TTCK Việt Nam còn ít về số lượng và chủng loại. Giá trị niêm yết chỉ tập trung là cổ phiếu mà chưa có các công cụ tài chính khác như các chứng khoán phái sinh. Ngoài ra, các công ty niêm yết trên TTCK cũng chưa đa dạng về ngành nghề và chưa đại diện cho nền kinh tế.

Để gia tăng chủng loại hàng hóa trên TTCK, thiết nghĩ cần đưa công cụ tài chính mới vào áp dụng. Một trong những công cụ tài chính đó chính là chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản.

2.3.2. Thu hút nguồn vốn cho đầu tư phát triển

Theo ước tính của Bộ tài chính, nguồn vốn nhân rỗi hiện nay có thể huy động được trong dân cư lên tới 6.000 tỷ đồng. Đồng thời, theo Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính Việt Nam thì mức tiết kiệm của các gia đình ở Việt Nam khoảng 14% thu nhập hàng năm và số vốn nhân rỗi này thường được đầu tư chủ yếu vào vàng, dollar. Tuy nhiên, cũng theo báo cáo này thì các hình thức đầu tư này đang chứa đựng những tiềm ẩn rủi ro vì chưa có công cụ bảo vệ nên mức đầu tư đang có xu hướng giảm dần từ 35% năm 1997 xuống còn khoảng 13%. Vì vậy, cần phải có các công cụ mới để làm đa dạng hoá các hình thức đầu tư. Một trong những công cụ đó là chứng khoán hóa các khoản vay trung và dài hạn, mà đặc biệt là khoản vay thế chấp bất động sản.

2.3.3. Giải quyết vấn đề nhà ở cho người có thu nhập thấp

Bất cứ Chính phủ nào cũng mong muốn đạt tới mục tiêu ổn định – tăng trưởng và giải quyết công ăn việc làm. Để đạt được các mục tiêu đó thì một trong những vấn đề nhức nhối là giải quyết nhà ở cho các hộ gia đình có thu nhập thấp. Tuy nhiên, để đáp ứng được nhu cầu nhà ở thì đòi hỏi phải có kinh phí đầu tư rất lớn, song ngân sách Nhà nước còn hạn hẹp. Đơn cử ở Tp.HCM, kế hoạch từ nay đến 2010 cần đầu tư xây dựng 10.000 căn hộ cho thuê, 60.000 căn hộ bán trả góp, 80.000 chỗ lưu trú cho sinh viên và công nhân cần 53.000 tỷ đồng, trong đó ngân sách thành phố chỉ đáp ứng được 25% tổng vốn đầu tư. Do đó, để hoàn thành kế hoạch đề ra cần phải huy động thêm từ các nguồn khác. Kênh huy động vốn chủ yếu hiện nay ở Việt Nam là từ các NHTM. Tuy nhiên, NHTM là một doanh nghiệp đặc biệt kinh doanh trên lĩnh vực tiền tệ nên họ cũng tính toán đến luồng di chuyển tiền tệ và hiệu quả sử dụng vốn của ngân hàng. Nên kênh huy động từ ngân hàng cũng không thể đáp ứng được nhu cầu đầu tư bất động sản. Theo báo cáo của Ngân hàng Nhà nước chi nhánh Tp. HCM thì dư nợ cho vay bất động sản tính đến ngày 30/6/2005 đạt 28.654 tỷ, chiếm 14.8 % dư nợ cho vay trên địa bàn, trong đó cho vay xây dựng đô thị, cơ sở hạ tầng chiếm khoảng 23% tổng dư nợ cho vay bất động sản.

Vì vậy, chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản là hướng đi mới nhằm tạo ra kênh huy động vốn mới nhằm đáp ứng nhu cầu về nhà ở và thực hiện các mục tiêu kinh tế - xã hội của Chính phủ.

2.3.4. Nâng cao hiệu quả của Ngân hàng thương mại

Với việc đưa kỹ thuật chứng khoán hóa vào áp dụng sẽ làm tăng chủng loại hàng hóa trên thị trường. Nhà đầu tư có nhiều công cụ tài chính để lựa chọn từ đó giúp TTCK tăng trưởng và có tính lưu hoạt cao làm cho thị trường hoạt động lành mạnh và hiệu quả. Bởi kỹ thuật chứng khoán hóa các khoản vay có cùng tính chất, lãi suất và thời hạn của các ngân hàng khiến cho dòng vốn trên thị trường được lưu thông nhanh chóng không phụ thuộc vào những khoản vay hiện thời, không lo lắng về nợ quá hạn. Nhờ vậy, các ngân hàng có thể tiếp tục tìm kiếm các khách hàng mới. Mặt khác, quá trình này cũng làm tăng khối lượng hàng hóa cho TTCK, tạo điều kiện cho các nhà đầu tư trên TTCK có thể đa dạng danh mục đầu tư của mình và thị trường vốn có tính linh hoạt cao. Bên cạnh đó chứng khoán hoá giúp đa dạng hóa các nguồn tài trợ và khả năng truy cập thị trường vốn.

- Chứng khoán hóa tạo khả năng thanh khoản cho các khoản vay thông qua thị trường thứ cấp của các khoản vay. Từ đó các NHTM có thể sử dụng vốn linh hoạt hơn, có thể huy động liên tục nguồn vốn ổn định, tạo điều kiện thuận lợi để tiếp tục mở rộng và tăng trưởng tín dụng hiệu quả. Chứng khoán hóa còn tạo điều kiện cho các NHTM tăng nhanh vòng quay của vốn, sử dụng vốn hiệu quả. Đồng thời giúp cho các NHTM không quá lệ thuộc và nguồn vốn tiết kiệm dân cư, tiền gửi của các tổ chức, nhờ việc tiếp cận nguồn vốn từ chứng khoán hóa.

- Chứng khoán hóa tạo điều kiện nâng cao chất lượng tín dụng, thúc đẩy tín dụng mở rộng và tăng trưởng hiệu quả. Chính những đòi hỏi ngày càng cao của nhà đầu tư vào những chứng khoán (mà các khoản nợ, các tài sản này làm cơ sở) đã tạo ra cơ chế chọn lọc tự động, đòi hỏi các khoản nợ, các khoản phải thu phải có chất lượng. Theo đó các khoản nợ, các khoản phải thu phải đảm bảo đạt những tiêu chuẩn nhất định về quy mô khoản tín dụng, lãi suất, về thời hạn cho vay của SPV (tổ chức trung

gian chuyên trách). Chính những yêu cầu đó là cơ sở để các NHTM nâng cao chất lượng tín dụng các khoản vay.

- Chứng khoán hóa thúc đẩy quá trình đổi mới, nâng cao chất lượng quản lý, quản trị cũng như thúc đẩy quy trình cải cách hệ thống ngân hàng. Việc vận dụng tốt, áp dụng hiệu quả kỹ thuật chứng khoán hóa, lại trở thành chính các động cơ thúc đẩy quá trình đổi mới, cải cách hệ thống tài chính ngân hàng trong mỗi liên hệ bản chất mà kỹ thuật này mang lại thông qua việc giúp các NHTM cơ cấu lại danh mục tài sản của mình, lưu chuyển vốn hoạt động với tốc độ nhanh hơn và làm lành mạnh hóa các bảng cân đối kế toán. Hoạt động chứng khoán hóa bắt buộc các NHTM phải thực hiện cơ cấu lại hoạt động kinh doanh, chuẩn hóa quy trình cho vay cũng như chất lượng các sản phẩm của mình để có thể đáp ứng được yêu cầu của chứng khoán hóa.

- Chứng khoán hóa tạo điều kiện cho các NHTM giảm thiểu rủi ro, phân tán rủi ro, góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh. Lợi ích đem lại này gắn liền với quá trình tập hợp các khoản cho vay và bán chúng cho các tổ chức trung gian chứng khoán hóa, bởi sự chia sẻ rủi ro giữa các chủ thể tham gia chứng khoán hóa. Việc bán đi các khoản vay, các khoản phải thu đã giải phóng cho các NHTM khỏi rủi ro tín dụng từ phía khách hàng và khỏi rủi ro về lãi suất. Đặc biệt là đối với những khoản vay trung và dài hạn như cho vay mua nhà vì hầu hết các khoản tài trợ cho các khoản vay dài hạn đều từ nguồn vốn huy động ngắn hạn.

- Nâng cao hiệu quả quản lý tài sản có – tài sản nợ cho các NHTM. Chứng khoán hóa tạo điều kiện thực hiện kỹ thuật chuyển đổi kỳ hạn, nhờ việc ngân hàng có thể chủ động đi vay vốn trên TTCK với thời hạn, lãi suất tương ứng với những khoản cho vay mà ngân hàng thực hiện. Trong điều kiện đó ngân hàng không còn phải dựa vào nguồn vốn huy động là các khoản tiền tiết kiệm. Đồng thời chủ động hơn với các trường hợp khách hàng rút tiền bất thường.

Như vậy, việc áp dụng chứng khoán hóa vào Việt Nam là rất cần thiết để giải quyết hàng hóa cho TTCK, vấn đề nhà ở hiện nay, vv... Chúng ta cần sớm định hướng và chuẩn bị những tiền đề cần thiết để ứng dụng nghiệp vụ tài chính mới mẻ này.

2.4. NHỮNG ĐIỀU KIỆN ÁP DỤNG CHỨNG KHOÁN HÓA CÁC KHOẢN VAY THẾ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN GÓP PHẦN TẠO HÀNG HÓA CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

2.4.1. Về mặt pháp lý và các chính sách vĩ mô

a. Điều kiện về mặt pháp lý

Khuôn khổ pháp lý là điều kiện cần thiết đầu tiên để thực hiện quy trình chứng khoán hóa một tài sản. Ở các nước có TTCK, hoạt động này chịu sự điều chỉnh của luật chứng khoán, các quy định về chuyển nhượng nợ, quản lý ngoại hối, luật phá sản, thuế. Một số ít quốc gia đã xây dựng riêng luật về chứng khoán hoá như Nhật bản, Thái lan có luật về chứng khoán hóa.

Một khuôn khổ luật pháp phù hợp cho thực hiện chứng khoán hóa là phải có đầy đủ các quy định về chuyển nhượng các tài sản tài chính, nghĩa là tạo nên một cơ chế để các khoản nợ, các khoản phải thu có thể chuyển nhượng, mua bán tự do. Chỉ khi nào các công ty, các ngân hàng có thể bán các khoản nợ, các khoản phải thu trong tương lai của mình thì mới có thể áp dụng nghiệp vụ chứng khoán hóa để giải quyết tình trạng khan hiếm nguồn vốn khả dụng. Nói một cách khác là không thể thực hiện được chứng khoán hóa nếu không có một cơ chế chuyển nhượng tài sản thích hợp.

Bên cạnh đó, cần có sự phân công rõ ràng về trách nhiệm pháp lý giữa các cơ quan quản lý như Ngân hàng Trung ương, Bộ tài chính, Ủy ban chứng khoán Nhà nước. Các đơn vị này sẽ trực tiếp tham gia vào việc quản lý quá trình bán các tài sản và biến chúng thành các chứng khoán. Hệ thống pháp lý về chứng khoán hóa cần đề cập đến mọi phương diện của quy trình này như quy trình giao dịch chứng khoán hóa cũng như quyền lợi và nghĩa vụ của các bên tham gia.

b. Điều kiện về các chính sách vĩ mô

Các chính sách vĩ mô phù hợp cũng là yếu tố không thể thiếu trong việc tạo lập một môi trường thuận lợi cho việc chứng khoán hóa. Chính sách phát triển nhà ở và khuyến khích cho vay thế chấp bất động sản ở Mỹ thập niên 70 thế kỷ XX đã chứng tỏ vai trò tích cực của Chính phủ trong việc hình thành và phát triển kỹ thuật chứng

khoán hóa các tài sản. Sự thành công của việc chứng khoán hóa ở mọi quốc gia đều không thể thiếu bàn tay của Chính phủ trong việc thành lập những tổ chức trung gian, giúp các NHTM, doanh nghiệp thực hiện chứng khoán hóa như Hiệp hội thế chấp bất động sản quốc gia (Ginnie Mae) tại Mỹ, công ty chứng khoán hoá và cơ sở hạ tầng châu á (Asian Securitization & Infrastructure Ltd), công ty Cagamas Berhard ở Malaysia.... Do đó, để đưa nghiệp vụ chứng khoán hóa vào Việt Nam, thiết nghĩ cần phải có sự hỗ trợ mạnh mẽ từ Chính phủ.

2.4.2. Các định chế tài chính trung gian thực hiện chứng khoán hóa

a. Ngân hàng thương mại

Một yếu tố đảm bảo sự thành công của nghiệp vụ chứng khoán hóa là các tài sản liên quan phải có sự tương hợp về đặc tính và chất lượng tín dụng. Để có được một tập hợp các tài sản tài chính thích hợp cho việc phát hành chứng khoán thì các cơ quan tín thác đóng vai trò định chế trung gian trong phát hành chứng khoán phải lựa chọn các tài sản có cùng thời hạn, lãi suất và chất lượng tín dụng. Sự tương hợp về đặc tính và chất lượng của tài sản không thể tồn tại một cách ngẫu nhiên mà cần có một chính sách thích hợp trong hệ thống tài chính để tạo nên sự thống nhất này. Do đó, các NHTM cần có một sự chuẩn hóa trong việc cấp tín dụng để có thể tạo ra một tập hợp nợ có cùng thời hạn, lãi suất và thời biểu thanh toán thì mới có thể dễ dàng chuyển đổi chúng thành những chứng khoán.

Cuộc khủng hoảng nhà đất ở Mỹ, cho thấy một trong những nguyên nhân là các khoản vay có chất lượng tín dụng thấp dưới tiêu chuẩn. Đầu những năm 2000 tại Mỹ, lãi suất được cắt giảm xuống mức thấp và giá cả trên thị trường nhà đất liên tục leo thang, người dân đổ xô đi mua nhà đất do sức hút của môi lợi hiện rõ trước mắt. Vì mong muốn người dân được sở hữu nhà riêng và kích thích tiêu dùng, Chính phủ liên bang đã nói lỏng các điều kiện và khuyến khích người dân mua bất động sản. Tất cả các điều trên đã khiến các tổ chức cho vay cảm cố dễ dàng hơn trong việc cho vay mua nhà đất. Hệ quả, khi nền kinh tế Mỹ lại đứng trước nguy cơ suy thoái và thị trường nhà đất bắt đầu chuyển sang giai đoạn xuống dốc, trong khi lãi suất được Cục Dự trữ liên bang Mỹ (FED) tăng trở lại và giữ ở mức cao để đối phó với lạm phát thì

cho vay dưới tiêu chuẩn mới thực sự được quan tâm đúng mức và trở thành vấn đề có thể gây rủi ro hệ thống, đặc biệt là khi các tổ chức tín dụng đã phân tán rủi ro bằng cách chứng khoán hóa các khoản cho vay này trên phạm vi toàn cầu mà chủ yếu tại thị trường Mỹ và kế đến là châu Âu, nơi có TTCK phát triển vào bậc nhất và hệ thống tài chính rất phát triển. Trên thực tế, những khó khăn trên thị trường bất động sản và cho vay thế chấp ở Mỹ đã rất đáng quan ngại từ năm 2006, biểu hiện khủng hoảng đã xuất hiện với sự gia tăng nợ xấu và số tổ chức cho vay phá sản: hàng loạt công ty bất động sản rơi vào phá sản và giá cổ phiếu nhóm ngành bất động sản sụt giảm mạnh; giá trị các khoản vay dưới tiêu chuẩn lên đến 600 tỷ USD, bằng 1/5 thị trường cho vay mua nhà của Mỹ trong bối cảnh lãi suất tăng cao và bong bóng bất động sản bắt đầu xì hơi; khoảng 70 hãng cho vay cầm cố ở Mỹ đã ngừng hoạt động hoặc chờ rao bán.

b. Các định chế trung gian phát hành chứng khoán, bảo lãnh chứng khoán

Giống như mọi chứng khoán khác, nghiệp vụ chứng khoán hóa cũng cần một định chế đóng vai trò trung gian để giúp các nhà phát hành chuyển đổi những tài sản của mình thành chứng khoán. Với nghiệp vụ chứng khoán hóa thì vai trò này còn lớn hơn nhiều lần vì họ phải tham gia vào quá trình cơ cấu lại các tập hợp tài sản và quản lý các chứng khoán được phát hành dựa trên những tập hợp tài sản đó. Ngoài ra, định chế tài chính trung gian này không chỉ đóng vai trò là người bảo lãnh phát hành đơn thuần như là đối với việc phát hành chứng khoán thông thường khác mà họ còn phải đảm nhận luôn việc thanh toán lãi và gốc chứng khoán cho nhà đầu tư trong suốt thời hạn của chứng khoán liên quan. Đó chính là các SPV (hoặc SPC – Special Purpose Copmpany). Tại hầu hết tại các quốc gia, các định chế này thường được thành lập dưới sự bảo trợ của nhà nước, chẳng hạn như công ty HKMC tại Hồng Kông, Ginnie Mae và Freddie Mac do chính phủ Mỹ thành lập.

d. Các tổ chức cung cấp dịch vụ hỗ trợ

Bên cạnh các SPV, vai trò các định chế cung cấp các dịch vụ hỗ trợ cũng rất quan trọng. Nổi bật nhất là các tổ chức cung cấp cơ chế tăng cường tín nhiệm cho các chứng khoán được phát hành theo phương thức chứng khoán hóa các tài sản. Những tổ chức đứng ra bảo lãnh cho những chứng khoán này thường là các công ty bảo hiểm,

các định chế lớn trên thị trường. Đây là những công ty tài chính được xếp hạng tín nhiệm với thang điểm cao nhất từ AA đến AAA.

Một cơ chế tăng cường tín nhiệm là vô cùng cần thiết cho việc thực hiện chứng khoán hóa. Nhà phát hành bảo đảm rằng việc thanh toán gốc và lãi trái phiếu cho nhà đầu tư không bị cản trở bởi sự ngắt quãng của luồng thu nhập hoặc tình trạng mất khả năng thanh toán của các con nợ. Cơ chế tăng cường tín nhiệm này có thể mang tính chất nội sinh hay ngoại sinh, nghĩa là có thể do chính bản thân nhà phát hành sử dụng tài sản của mình để bảo đảm thêm cho chứng khoán đã phát hành hoặc do bên thứ ba đảm nhiệm.

Cơ chế tăng cường tín nhiệm nội sinh có thể thực hiện bằng nhiều phương thức:

Thứ nhất, sử dụng một tập hợp tài sản tài chính có giá trị lớn hơn giá trị chứng khoán phát hành để thực hiện chứng khoán hóa.

Thứ hai, thiết lập một quỹ dự phòng để sử dụng mỗi khi có trục trặc xảy ra đối với các nguồn thu bảo đảm cho việc chi trả lãi và gốc chứng khoán có liên quan.

Thứ ba, phát hành một chứng khoán với nhiều kỳ hạn và cơ chế thanh toán khác nhau.

Ngoài ra, các nhà phát hành chứng khoán có thể lựa chọn biện pháp tăng cường tín nhiệm cho đợt phát hành của mình thông qua một tổ chức bên ngoài công ty. Sự bảo đảm của một bên thứ ba có thể là Chính phủ, công ty bảo hiểm hoặc từ ngân hàng, công ty tài chính lớn khác. Sự bảo đảm mà bên thứ ba đưa ra có thể là đối với chất lượng các khoản phải thu hoặc chất lượng của chứng khoán phát hành. Thực chất đây chính là sự bảo lãnh về tài chính đối với chứng khoán phát hành. Người bảo lãnh sẽ cam kết chi trả phần nợ gốc và lãi trong trường hợp người chịu trách nhiệm trả nợ mất khả năng thanh toán.

2.4.3. Cung cấp thông tin đầy đủ cho nhà đầu tư

Một đợt phát hành chứng khoán coi là thành công nếu được các nhà đầu tư chấp nhận. Chứng khoán hóa cũng không nằm ngoài quy luật này. Muốn vậy, các nhà phát hành chứng khoán theo nghiệp vụ này phải cung cấp đầy đủ thông tin thuyết

phục công chúng đầu tư rằng đây là một chứng khoán có chất lượng cao và khoản tiền mà họ bỏ ra chắc chắn sẽ sinh lời. Các định chế tài chính và doanh nghiệp muốn thực hiện chứng khoán hóa các danh mục tài sản của mình cần sớm thiết lập các thủ tục và hệ thống thông tin cung cấp cho thị trường càng nhiều thông tin càng tốt. Thông tin về bản thân nhà phát hành và danh mục tài sản liên quan phải có tính chính xác để nhà đầu tư có thể hài lòng về chất lượng tín dụng của danh mục tài sản bảo đảm. Không có gì thuyết phục nhà đầu tư dễ dàng hơn hệ số tín nhiệm cao mà các tổ chức định mức tín nhiệm đưa ra đối với chứng khoán liên quan.

2.5. NHỮNG THUẬN LỢI VÀ KHÓ KHĂN TRONG VIỆC ỨNG DỤNG CHỨNG KHOÁN HÓA CÁC KHOẢN VAY THỂ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN GÓP PHẦN TẠO HÀNG HÓA CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM HIỆN NAY

2.5.1. Những thuận lợi

a. Thị trường tiềm năng

TTCK Việt Nam đã qua gần 8 năm hoạt động với 160 số lượng cổ phiếu và chứng chỉ được niêm yết tại SGDCK Tp. HCM và 147 cổ phiếu đăng ký giao dịch TTGDCK Hà Nội. Các tổ chức tham gia trên thị trường ngày càng tăng cả về số lượng và chất lượng. Đáng chú ý là với số lượng người đầu tư tham gia ngày càng tăng đặc biệt là nhà đầu tư nước ngoài. Điều này, thể hiện TTCK Việt Nam mặc dù còn non trẻ, song rất tiềm năng. Đây là điều kiện thuận lợi để đưa ra các công cụ đầu tư mới để làm phong phú thêm hoạt động của TTCK.

b. Nhu cầu nhà ở ngày càng tăng cao

Giải quyết vấn đề nhà ở cho các gia đình có thu nhập trung bình và thấp, đặc biệt ở các thành phố lớn là một bài toán nan giải cho Chính phủ hiện nay. Chúng ta gặp khó khăn chủ yếu do những bất cập, chông chéo về thủ tục pháp lý, đặc biệt là vốn đầu tư. Để đáp ứng nhu cầu nhà ở cho đại đa số dân cư có thu nhập thấp và trung bình thì cần khối lượng vốn đầu tư rất lớn. Nếu không có những kênh huy động mới

ngoài kênh huy động truyền thống là ngân hàng thì mục tiêu ổn định – tăng trưởng - giải quyết công ăn việc làm của Chính phủ khó thực hiện.

Đến tháng 8/2008, cả nước đang triển khai trên 1.500 dự án nhà ở và khu đô thị mới; hàng năm xây dựng trên 37 triệu m² nhà ở đô thị. Nhiều khu đô thị mới có cơ sở hạ tầng hiện đại, môi trường sống văn minh đã hình thành như dự án Phú Mỹ Hưng, Ciputra... Nhiều tổng công ty lớn đủ sức thi công các công trình mang tầm cỡ thế giới, nhiều doanh nghiệp đầu tư xây dựng các công trình cao tầng hiện đại lên đến 30, 40 và trên 60 tầng... và quy mô của thị trường bất động sản ở Việt Nam còn rất lớn, nhất là sau khi Việt Nam gia nhập WTO. Theo “Chiến lược phát triển đô thị Việt Nam”, diện tích đất đô thị sẽ tăng từ 105.000ha hiện nay lên 460.000ha vào năm 2020, đưa tỷ lệ đô thị hóa từ 28% lên khoảng 45% vào năm 2025. Dân số đô thị từ 23 triệu người dự kiến sẽ tăng lên 46 triệu người vào năm 2025, kéo theo sự gia tăng về nhu cầu nhà ở đô thị. Trung bình mỗi năm Việt Nam cần phát triển thêm 35 triệu m² nhà để phân đấu đạt 20m² nhà ở/người tại đô thị vào năm 2020. Ngoài ra, các chính sách cởi mở của Nhà nước như người dân được mua nhà ở tại các đô thị mà không cần hộ khẩu, dự kiến mở rộng đối tượng Việt kiều được mua nhà và cho phép thực hiện thí điểm người nước ngoài được mua nhà ở tại Việt Nam... cũng làm tăng nhu cầu về nhà ở tại các đô thị lớn.

Bên cạnh đó, với làn sóng đầu tư tăng nhanh sau khi Việt Nam gia nhập WTO, nhu cầu về văn phòng, khách sạn và công trình thương mại cũng đang tăng nhanh, nhất là nhu cầu về văn phòng loại A, B, khách sạn 3 – 5 sao tại các đô thị lớn. Nhu cầu về phát triển các khu kinh tế, khu công nghiệp tập trung, khu công nghệ cao... cũng sẽ làm cho thị trường bất động sản ở Việt Nam thêm sôi động. Theo quy hoạch, từ nay đến năm 2015, cả nước dự kiến thành lập mới trên 100 khu công nghiệp với diện tích đất khoảng 26.000ha...

Chính nhu cầu nhà ở, văn phòng tăng cao đòi hỏi có nhiều kênh huy động vốn chính điều này là điều kiện thuận lợi để đưa ra công cụ mới cụ thể là thực hiện chứng khoán hóa.

c. Học hỏi được kinh nghiệm của các nước đi trước

Chứng khoán hóa đã ra đời và phát triển một thời gian dài. Đồng thời nó được vận dụng và kiểm nghiệm ở nhiều nước khác nhau. Nên kỹ thuật chứng khoán hóa cũng đã được kiểm chứng loại bỏ những bất cập và đưa ra quy trình hoàn thiện. Đây chính là điều kiện thuận lợi cho những nước đi sau khi ứng dụng kỹ thuật này vào nước mình. Tận dụng lợi thế đó, ngay từ bây giờ chúng ta có thể gửi cán bộ đi học tập, nghiên cứu tại các nước đã ứng dụng thành công kỹ thuật này như ở Mỹ, Úc, Canada,... để nhanh chóng nắm bắt được các kỹ thuật chứng khoán hoá hiện đại có như vậy sẽ rút ngắn được thời gian và hiệu quả sử dụng cao.

d. Hội nhập quốc tế

Trong bối cảnh hiệp định song phương Việt – Mỹ có hiệu lực hoàn toàn vào 2010 và Việt Nam gia nhập WTO thì các định chế tài chính trong nước phải đa dạng hóa các sản phẩm, dịch vụ của mình mới có thể cạnh tranh được với các định chế tài chính nước ngoài vốn có thế mạnh về tài chính, công nghệ cũng như năng lực quản trị điều hành. Đây là cơ hội để chúng ta đưa ra các sản phẩm, dịch vụ mới chuẩn bị hội nhập như chứng khoán hóa để phục vụ khách hàng, thu hút được nguồn vốn nhàn rỗi trong dân cư.

2.5.2. Những khó khăn

a. Chưa có pháp lý và các tổ chức trung gian để thực hiện nghiệp vụ chứng khoán hóa

Hiện nay, ở Việt Nam chưa có một văn bản pháp luật nào quy định và điều chỉnh hoạt động của nghiệp vụ chứng khoán hóa, ngay cả trong các văn bản về chứng khoán và TTCK cũng chưa đề cập về vấn đề này. Các tổ chức trung gian như SPV, các tổ chức định giá tín nhiệm - vốn là những tổ chức quyết định sự tồn tại của nghiệp vụ chứng khoán hóa – cũng chưa được hình thành. Tất cả đều quá mới mẻ trong khi thị trường tài chính của chúng ta còn non trẻ và trong quá trình hoàn thiện.

b. Chưa minh bạch về thông tin

Phần lớn các doanh nghiệp Việt Nam đều có xu hướng che giấu sự thật về bản thân mình, khuếch trương những điểm tốt, mặt mạnh mà che giấu đi thông tin tài chính và những hạn chế của mình. Một nền kinh tế mở không chấp nhận suy nghĩ đó. Một nền kinh tế mở phải là một nền kinh tế luôn hướng đến mục tiêu thông tin trên thị trường trong suốt. Trong khi đó, tại Việt Nam vấn đề này còn chưa chú trọng.

Trước khi phát hành các chứng khoán có nguồn gốc chứng khoán hóa, cần phải công khai, minh bạch các thông tin về tài chính của chủ đầu tư, chi tiết dự án, các điều khoản về quyền lợi và trách nhiệm của hai bên, cảnh báo những rủi ro có thể xảy ra, cam kết về tiến độ thực hiện dự án... Mà việc này thì xem ra là thiếu thực tế ở Việt Nam hiện nay.

c. Thị trường bất động sản chưa phát triển và thiếu minh bạch

Thị trường bất động sản ở Việt Nam còn thiếu tính chuyên nghiệp, điều đó thể hiện của một thị trường chưa phát triển và thiếu minh bạch, cụ thể:

Trình tự, thủ tục về đất đai, thoả thuận quy hoạch, phê duyệt dự án quá phức tạp, kéo dài qua nhiều cấp. Bình quân ở Việt Nam, công tác chuẩn bị đầu tư kéo dài từ 2 – 3 năm, trong khi ở Thái Lan chỉ mất 5 tháng.

Hầu hết dự án bất động sản vẫn phải theo cơ chế “xin – cho”, điều chỉnh quy hoạch. Chưa có cơ chế cung cấp thông tin thị trường bất động sản một cách hữu hiệu. Do đó, nhà đầu tư còn gặp nhiều trở ngại và không bình đẳng trong việc tiếp cận dự án phát triển nhà ở và khu đô thị mới, người dân cũng khó khăn khi tìm mua trực tiếp nhà ở.

Thị trường thiếu hàng hóa có quy mô vừa và nhỏ, thiếu loại nhà ở cho thuê phù hợp với nhu cầu của đa số đối tượng thu nhập trung bình và thấp. Sự thiếu hụt nhà ở giá rẻ cho thuê cũng làm mất thăng bằng thêm cán cân cung cầu trên thị trường.

Bên cạnh đó, do lợi nhuận cao (thực hiện dự án đầu tư chung cư có thể đạt lợi nhuận 100 – 200%) nên nhiều công ty, tập đoàn lớn tập trung đầu tư vào lĩnh vực bất động sản, hầu hết các ngân hàng đều thành lập quỹ hoặc công ty kinh doanh bất động sản, dẫn tới tình trạng đầu tư nội bộ rất khó kiểm soát. Việc cho vay dễ dãi lại tập

trung vào một phân khúc thị trường hẹp làm tăng đầu cơ, tạo cầu ảo làm mất ổn định thị trường.

Hầu hết các tổ chức, cá nhân kinh doanh bất động sản chưa thông qua sàn giao dịch theo quy định của Luật kinh doanh bất động sản. Tình trạng giao dịch ngầm, đầu cơ nhà đất, kích cầu ảo để nâng giá bất động sản diễn ra khá phổ biến, làm cho thông tin về thị trường này không phản ánh đúng thực tế, từ đó làm tăng độ rủi ro trong kinh doanh bất động sản.

Hệ thống thuế liên quan đến thị trường bất động sản vẫn chưa hợp lý. Thuế trong sử dụng nhà đất quá thấp, không khuyến khích sử dụng có hiệu quả đất đai và không hạn chế được đầu cơ. Ngược lại, thuế giao dịch và lệ phí trước bạ còn quá cao nên không khuyến khích được các giao dịch chính thức có đăng ký và nộp thuế. Cơ chế tài chính cho thị trường bất động sản chưa phù hợp để đẩy thị trường này ở Việt Nam phát triển.

Ngoài ra, Thị trường bất động sản phát triển quá nóng, tình trạng đầu cơ, đẩy giá bất động sản lên quá cao so với giá trị thực sẽ gây ảnh hưởng không tốt đến hoạt động đầu tư, tác động xấu tới tâm lý và đời sống xã hội, làm méo mó thị trường. Ngược lại, nếu thị trường trầm lắng cũng sẽ ảnh hưởng đến tốc độ phát triển kinh tế, tác động đến thị trường tiền tệ, công nhân không có việc làm... Đây là những vấn đề cần quan tâm giải quyết trong quá trình chấn chỉnh thị trường bất động sản hiện nay ở Việt Nam.

Như vậy, với một thị trường bất động sản còn nhiều bất cập và thiếu minh bạch thì việc tiến hành chứng khoán hóa còn gặp nhiều khó khăn.

Kết luận chương 2

Hiện nay, trên TTCK Việt Nam với 563 chứng khoán được niêm yết thì chỉ có 156 là cổ phiếu, 4 chứng chỉ quỹ, còn lại là trái phiếu mà chủ yếu là trái phiếu Chính phủ. Có thể thấy trái phiếu doanh nghiệp dường như đã bị “bỏ quên”. Vì vậy, áp dụng

chứng khoán hóa sẽ có nhiều tác động tích cực cho TTCK Việt Nam nói riêng và cho nền kinh tế Việt Nam nói chung. Trước hết nó giúp bổ sung, làm đa dạng hóa hàng hóa giao dịch trên sàn, giúp mở rộng quy mô thị trường.

CHƯƠNG 3

GIẢI PHÁP ỨNG DỤNG CHỨNG KHOÁN HÓA CÁC KHOẢN VAY THỂ CHẤP BẤT ĐỘNG SẢN GÓP PHẦN TẠO HÀNG HÓA CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

3.1. ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

3.1.1 Định hướng phát triển TTCK đến năm 2010 của Chính phủ

Trong những năm gần đây, nền kinh tế Việt Nam đã có tốc độ tăng trưởng kinh tế vượt bậc. Năm 2005, 2006 đều đạt mức tăng trưởng hơn 8%, năm 2007 đạt 8,48% và mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2008 là 8,5%. Do đó, dự báo thị trường chứng khoán cũng có những tăng trưởng vượt bậc trong những năm tiếp theo. Điều này đã được khẳng định tại quyết định số 128/2007/QĐ-TTg ngày 2/8/2007 của Thủ tướng chính phủ về phê duyệt Đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020 như sau: mở rộng qui mô thị trường chứng khoán, phấn đấu đến năm 2010 giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán đạt 50% GDP và đến năm 2020 đạt 70% GDP. Dự kiến đến năm 2010, số lượng nhà đầu tư chuyên nghiệp, nhà đầu tư nước ngoài chiếm tới 5% tổng số nhà đầu tư, số công ty niêm yết tăng lên khoảng 400-500 công ty. Để đạt được mục tiêu đó, trong giai đoạn trước mắt cần tập trung chú trọng những nội dung sau:

- Hoàn thiện và phát triển các trung tâm giao dịch chứng khoán, sở giao dịch chứng khoán, trung tâm lưu ký chứng khoán nhằm cung cấp các dịch vụ giao dịch, đăng ký, lưu ký và thanh toán chứng khoán theo hướng hiện đại hóa.

- Phát triển các định chế tài chính trung gian cho thị trường chứng khoán thông qua việc tăng quy mô và phạm vi hoạt động nghiệp vụ kinh doanh, dịch vụ của các công ty chứng khoán. Khuyến khích để các tổ chức thuộc mọi thành phần kinh tế có đủ điều kiện thành lập các công ty chứng khoán. Phát triển các công ty quản lý quỹ đầu tư cả về quy mô và chất lượng hoạt động. Thành lập các công ty định mức tín

nhiệm đề đánh giá, xếp loại rủi ro các loại chứng khoán niêm yết cũng như các doanh nghiệp Việt Nam

- Phát triển các nhà đầu tư có tổ chức gồm các ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán, công ty tài chính, công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư... Tạo điều kiện cho các tổ chức này tham gia thị trường với vai trò là các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và thực hiện chức năng của nhà tạo lập thị trường. Đặc biệt mở rộng và phát triển các loại hình quỹ đầu tư nhằm tạo điều kiện cho các nhà đầu tư cá nhân, các nhà đầu tư nhỏ tham gia vào thị trường chứng khoán thông qua góp vốn vào các quỹ đầu tư này.

3.1.2. Định hướng hình thành và phát triển chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản ở Việt Nam

Để TTCK thực sự là kênh huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế thì cần phải thúc đẩy và phát triển thị trường này. Muốn vậy thì phải có định hướng phát triển và đưa ra những công cụ tài chính mới, hữu hiệu cho thị trường. Trong đó, phải kể đến việc ứng dụng kỹ thuật chứng khoán hóa để tạo thêm hàng hóa cho thị trường. Để các chứng khoán hình thành từ việc chứng khoán hóa các khoản cho vay thế chấp bất động sản trở thành một công cụ tài chính mới cho TTCK thì cần sớm có định hướng phát triển nghiệp vụ này bằng cách tạo ra môi trường pháp lý để nó tồn tại và phát triển. Do đó, các ban ngành liên quan cần phối hợp để trong thời gian sớm nhất đưa ra một văn bản pháp luật để điều chỉnh hoạt động chứng khoán hóa. Đây là cơ sở quan trọng để đưa ra một công cụ tài chính mới vào vận hành. Trước hết, cần phải điều chỉnh theo hướng bổ sung những văn bản pháp lý hiện hành để phục vụ tạm thời cho chứng khoán hóa.

Phát triển nghiệp vụ chứng khoán hóa trở thành một trong những công cụ huy động các nguồn vốn trung và dài hạn cho các định chế tài chính, góp phần mở rộng hoạt động cấp tín dụng theo hướng an toàn, hiệu quả phù hợp với thông lệ quốc tế cũng như chính sách đa dạng hóa hoạt động của các ngân hàng thương mại theo hướng tiếp cận dịch vụ tài chính mới, đáp ứng các nhu cầu ngày càng phong phú của

khách hàng, nâng cao năng lực cạnh tranh của các ngân hàng thương mại trong nước, chuẩn bị cho quá trình hội nhập vào kinh tế thế giới và khu vực, nhất là khi thực hiện đầy đủ các cam kết theo Hiệp định thương mại Việt - Mỹ vào 2010 và các cam kết song phương khi gia nhập WTO.

Trong thời gian đầu, chúng ta nên sử dụng các sản phẩm chứng khoán hóa dựa trên bất động sản và các công trình cơ sở hạ tầng đã đưa vào sử dụng, có nguồn thu ổn định. Quá trình thực hiện nên đi từ từ và thực hiện các quy trình đơn giản trước, sau đó mới đi vào các loại chứng khoán hoá phức tạp hơn dựa trên các tài sản tài chính.

3.2. CÁC GIẢI PHÁP MANG TÍNH PHÁP LÝ

3.2.1. Ban hành các văn bản pháp lý về chứng khoán hóa

Luật chứng khoán và thị trường chứng khoán ở Việt Nam đã có hiệu lực từ ngày 1/1/2007 không hề có chương mục nào đề cập đến nội dung chứng khoán hóa. Mặt khác, kinh nghiệm của hầu hết các quốc gia có ứng dụng kỹ thuật chứng khoán hóa thì để cho hoạt động này thực hiện được thì phải có luật điều chỉnh. Do đó, việc đưa ra một khung pháp lý để điều chỉnh hoạt động chứng khoán hóa là cần thiết. Khi xây dựng nội dung của văn bản pháp lý điều chỉnh hoạt động chứng khoán hóa theo tôi, cần tập trung quy định cụ thể một số vấn đề sau:

Thứ nhất, quy định tiêu chuẩn của các tổ chức tham gia trong nghiệp vụ chứng khoán hóa như quỹ ủy thác đầu tư, tổ chức cho vay, cơ quan Nhà nước chuyên trách về chứng khoán hóa, tổ chức ủy thác phát hành để được tham gia vào quá trình chứng khoán hóa cũng như trách nhiệm, quyền hạn của các bên.

Thứ hai, các loại tài sản và điều kiện để được chứng khoán hóa như các khoản vay mua nhà, các bất động sản thuộc quản lý Nhà nước ...

Thứ ba, việc xử lý các tài sản bảo đảm nợ vay khi có các vấn đề phát sinh, như cần có quy định cụ thể cũng như thủ tục xử lý các vụ kiện liên quan đến tài sản bảo đảm.

Thứ tư, công tác phát hành chứng khoán hóa ra công chúng.

3.2.2. Hoàn thiện các văn bản pháp lý về chứng khoán và TTCK, thị trường bất động sản

Bên cạnh xây dựng những văn bản pháp luật điều chỉnh hoạt động chứng khoán hóa, thì cần hoàn thiện các văn bản pháp luật hiện hành. Cụ thể, cần có sự thống nhất trong các văn bản pháp như Luật các tổ chức tín dụng, Luật phá sản, Luật bất động sản, Luật dân sự...

- Luật các tổ chức tín dụng và các văn bản dưới luật cần quy định về bảo hiểm tín dụng, thành lập các quỹ bảo lãnh tín dụng như bảo lãnh tín dụng nhà ở, nhằm bảo đảm cho các khoản nợ phát sinh từ việc đầu tư vốn xây dựng nhà ở.

- Luật phá sản cũng cần ưu tiên cho các tài sản được chứng khoán hóa khi phát mãi tài sản.

- Việc xử lý tài sản đảm bảo để thu hồi nợ của các NHTM cũng gặp nhiều vướng mắc. Việc phát mãi tài sản trong Luật đất đai hiện nay bị kéo dài, qua nhiều thủ tục phức tạp làm cho chi phí giao dịch tăng, ảnh hưởng xấu đến việc thu hồi nợ, làm ngân hàng ngại trong việc cho vay có tài sản thế chấp là nhà ở. Nghị định 163/2006/NĐ-CP đã quy định nguyên tắc và xử lý tài sản đảm bảo thực hiện theo nguyên tắc thỏa thuận của các bên, nếu không có thỏa thuận thì tài sản được bán đấu giá. Tuy nhiên, trong thực tế việc NHTM xử lý tài sản bảo đảm theo thỏa thuận gặp nhiều khó khăn do các trình tự, thủ tục xử lý còn phụ thuộc vào thái độ hợp tác của bên bảo đảm, bên giữ tài sản, NHTM chưa được toàn quyền xử lý tài sản bảo đảm trong khuôn khổ pháp luật. Chúng ta cần tăng quyền tự chủ cho các ngân hàng thương mại trong phát mãi quyền sử dụng đất đai và khi bán đấu giá quyền sử dụng đất đã nhận thế chấp hợp pháp, quy trình thủ tục cũng đơn giản hơn. Chỉ khi nào các vấn đề trên được giải quyết thì hoạt động chứng khoán hoá mới thực hiện được và phát triển.

- Bản thân các quy định tại Luật đất đai và Bộ luật dân sự không thống nhất về mặt xử lý tài sản bảo đảm trong trường hợp các bên không có thỏa thuận. Luật đất đai 2003 quy định quyền sử dụng đất, tài sản gắn liền với đất trong trường hợp không có thỏa thuận về phương thức xử lý được bán đấu giá. Trong khi đó, Bộ luật dân sự 2005 quy định nếu không thỏa thuận về phương thức xử lý tài sản bảo đảm là quyền sử dụng đất, bên nhận thế chấp có quyền khởi kiện tại tòa án.

Như vậy, để tạo điều kiện cho một công cụ tài chính mới ra đời nhất thiết phải tiến hành rà soát lại những văn bản pháp luật còn mâu thuẫn, còn bất cập để chỉnh sửa và hoàn thiện chúng.

3.3. CÁC GIẢI PHÁP MANG TÍNH KỸ THUẬT

3.3.1. Một số vấn đề đặt ra liên quan đến việc áp dụng kỹ thuật chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản

Chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản là lĩnh vực hoạt động hoàn toàn mới, việc triển khai áp dụng thành công không phải thuận lợi, dễ dàng, rất nhiều vấn đề có liên quan đến việc triển khai, áp dụng chứng khoán hóa các khoản tín dụng bất động sản được phát sinh và đặt ra như: lợi ích của các thành viên tham gia vào quá trình chứng khoán hóa? Việc áp dụng kỹ thuật chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản thực hiện như thế nào? Rủi ro của hoạt động này và các vấn đề kỹ thuật khác có liên quan...Cụ thể có bốn vấn đề đặt ra và đề tài giải quyết như sau:

❖ Vấn đề thứ nhất đặt ra là chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản của NHTM như thế nào?

- *Về phương thức thực hiện:* quá trình chứng khoán hóa, là quá trình trong đó các NHTM bán các khoản vay bất động sản cho công ty chứng khoán hóa. Sau khi mua các khoản này, công ty chứng khoán hóa sẽ tiến hành tập hợp thành từng nhóm theo những tiêu chuẩn nhất định. Trên cơ sở đó, công ty chứng khoán hóa sẽ xin phép

UBCKNN để được niêm yết và phát hành chứng khoán với tài sản đảm bảo là bất động sản.

- ***Loại tín dụng bất động sản để chứng khoán hóa:*** Đối với các khoản cho vay thế chấp bất động sản hiện nay của các NHTM, có thể thấy khoản tín dụng cho vay mua nhà là khoản tín dụng có thể sử dụng để chứng khoán hóa đầu tiên. Sở dĩ như vậy vì, nhà ở là sản phẩm bất động sản hoàn thiện, có nhu cầu rất lớn và giá trị cao, vì vậy những rủi ro liên quan đến nợ vay; đến lợi ích nhà đầu tư trong quá trình chứng khoán hóa sẽ được đảm bảo, đồng thời có cơ hội thu hút nhà đầu tư cao hơn.

❖ ***Vấn đề thứ hai đặt ra là lợi ích của các nhà đầu tư, công ty chứng khoán hóa và NHTM trong quá trình chứng khoán hoá***

- Nguồn thu của quá trình này là lãi suất tiền vay (thường là lãi suất cho vay trả góp của khách hàng vay vốn các NHTM)

- Đối với các nhà đầu tư: thu nhập chính là nguồn thu từ lãi suất trái phiếu hàng năm.

- Đối với NHTM: nguồn thu chính là khoản thu về tạo lập chứng khoán hóa và các khoản thu khác có liên quan để bù đắp các chi phí phục vụ khoản vay. Mặt khác lợi ích đối với các NHTM còn lớn hơn nữa về mặt hiệu quả sử dụng vốn. Các khoản tín dụng được bán cho các công ty chứng khoán hóa với số tiền thấp hơn giá trị các khoản vay tín dụng bất động sản; do sự tách biệt về mặt thanh toán lãi và gốc đối với trái phiếu chứng khoán hóa: tiền gốc của trái phiếu chỉ thanh toán khi đáo hạn, tiền lãi thanh toán theo định kỳ. Trong khi đó, hàng tháng ngân hàng thu tiền khách hàng vay dưới hình thức trả góp (gốc và lãi). Sau khi phần lãi chuyển cho công ty chứng khoán hóa để thanh toán lãi trái phiếu, phần gốc các NHTM vẫn có thể sử dụng để sinh lời. Đây là lợi ích vô cùng to lớn đối với các NHTM trong quá trình khai thác và sử dụng vốn.

- Đối với công ty chứng khoán hóa: nguồn thu chính là chênh lệch lãi suất cho vay bất động sản và các khoản chi phí về lãi suất trái phiếu trả cho nhà đầu tư; chi phí tạo lập và phục vụ khoản vay phải trả cho các NHTM. Như vậy tỷ suất sinh lợi (lãi suất) của công ty chứng khoán hoá như sau:

$P (\%) = \text{lãi suất cho vay} - \text{chi phí trả cho NHTM} - \text{lãi suất trái phiếu chứng khoán hoá}$

+ Hiện nay lãi suất cho vay bất động sản được các NHTM áp dụng theo cơ chế lãi suất thỏa thuận. Trên nguyên tắc bù đắp chi phí đầu vào và có lãi. Tùy theo điều kiện mỗi ngân hàng thương mại; tùy theo tích chất khoản vay; đối tượng vay; thời hạn vay mà các NHTM đưa ra các mức lãi suất khác nhau. (Giả sử lãi suất đối với cho vay mua nhà phổ biến hiện nay là 16%/năm).

+ Lãi suất huy động của một số loại trái phiếu có kỳ hạn 5 năm, phát hành năm 2006 được giao dịch tại SGDCK TP.HCM hiện nay phổ biến ở mức 8,5%/năm.

+ Giả sử chi phí tạo lập, chi phí phục vụ các khoản vay cho các NHTM là 2%/năm; trái phiếu chứng khoán hoá với lãi suất cạnh tranh so với trái phiếu Chính phủ là 9,5%/năm; thì tỷ suất sinh lợi P của công ty chứng khoán hóa là 4,5%/năm.

❖ Vấn đề thứ ba đặt ra là những biện pháp xử lý những rủi ro phát sinh trong quá trình chứng khoán hóa

+ Đối với rủi ro trả trước: để hạn chế rủi ro này các công ty chứng khoán hóa cần phải thiết lập những kỹ năng quản lý, quản trị danh mục tài sản cần thiết. Theo đó, trong cấu trúc chứng khoán hóa, cần xây dựng một cơ cấu kỳ hạn linh hoạt với nhiều ngày đáo hạn cho một trái phiếu sẽ giúp nhà phát hành tránh được rủi ro trả trước. Tuy nhiên việc ấn định các kỳ hạn khác nhau này không phải ngẫu nhiên mà phụ thuộc rất nhiều vào khả năng dự đoán phân tích, dự đoán xem có khoảng bao nhiêu % khoản vay có thể bị trả nợ trước hạn. Đây là việc làm khó và đòi hỏi nhà phát hành và định chế tài chính trung gian phải có đủ năng lực phân tích danh mục tài sản để có thể dự kiến chính xác tỷ lệ này.

+ Đối với rủi ro tín dụng phát sinh (do khách hàng không trả nợ đúng hạn): giải pháp quan trọng là các NHTM có chính sách tín dụng tốt nhằm đảm bảo việc theo dõi, kiểm tra tình hình tín dụng. Đồng thời chủ động có những biện pháp xử lý trong tình huống khách hàng không trả được nợ.

❖ Vấn đề thứ tư đặt ra là loại chứng khoán, lãi suất và thời hạn của chứng khoán

Đây là vấn đề thuộc yếu tố kỹ thuật, chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản của NHTM được phát hành dưới hình thức *trái phiếu*. Với lãi suất được xác định theo nguyên tắc bù đắp chi phí và có lãi cho công ty chứng khoán hóa và đủ để hấp dẫn nhà đầu tư. Thời hạn của trái phiếu về cơ bản sẽ tương đồng với thời hạn của các món vay.

3.3.2. Giải pháp đối với NHTM nhằm nâng cao chất lượng các khoản tín dụng bất động sản – tài sản để chứng khoán hoá

Để chứng khoán hóa thành công và an toàn thì các khoản vay phải an toàn, đủ tiêu chuẩn. Bài học kinh nghiệm từ sự khủng hoảng nhà đất ở Mỹ đó là xuất phát từ việc tăng trưởng tín dụng quá nóng và đặc biệt là cho vay dưới tiêu chuẩn.

Cho vay dưới tiêu chuẩn (*subprime lending*) là hình thức cho vay rất phổ biến, đặc biệt tại Mỹ. Thuật ngữ “dưới tiêu chuẩn - *subprime*” ở đây liên quan đến vị thế tín dụng của người vay. Theo cảm nang hướng dẫn của Bộ Tài chính Mỹ năm 2001: “Những người đi vay dưới tiêu chuẩn thường có quá khứ tín dụng yếu kém như thường có những khoản thanh toán quá hạn, và có thể có những vấn đề nghiêm trọng như phải ra tòa, phá sản. Họ cũng có thể có khả năng thanh toán thấp xét trên những chỉ số như điểm tín dụng, tỷ lệ nợ trên thu nhập, hoặc một số tiêu chí khác...”. Không có một tài liệu chính thức nào quy định cụ thể về người đi vay dưới tiêu chuẩn nhưng ở Mỹ hầu hết những người vay này có điểm tín dụng thấp hơn 620 điểm, chiếm gần 25% dân số Mỹ. Do uy tín của người vay thấp và tình hình tài chính không mấy sáng sủa nên nhìn chung các khoản vay dưới tiêu chuẩn có lãi suất cao hơn lãi suất thị trường và điều này lại càng làm tăng thêm khó khăn tài chính cho người vay, đặc biệt khi lãi suất thị trường gia tăng.

Cho vay cầm cố dưới tiêu chuẩn (*subprime mortgage*) là một trong những loại hình thuộc lĩnh vực cho vay dưới tiêu chuẩn và đặc biệt phát triển mạnh từ đầu thế kỷ 21, trở thành một “ngành công nghiệp”. Trong giai đoạn 2004-2006, cho vay cầm cố dưới tiêu chuẩn chiếm khoảng 21% tổng các khoản vay cầm cố, tăng so với mức 9% giai đoạn 1996-2004, trong đó chỉ tính riêng năm 2006 tổng trị giá các khoản vay cầm cố dưới tiêu chuẩn lên đến 600 tỷ USD, bằng 1/5 thị trường cho vay mua nhà của Mỹ. Sự phát triển mạnh của hình thức cho vay cầm cố dưới tiêu chuẩn đi kèm với sự bùng

nỗ thị trường nhà đất của Mỹ là hệ quả của việc lãi suất giảm xuống mức thấp kỷ lục, các tiêu chuẩn cho vay nới lỏng và hội chứng “thích mua nhà” của dân Mỹ.

Năm 2001 đánh dấu sự hình thành của bong bóng nhà đất trên thị trường Mỹ sau khi Cục Dự trữ liên bang Mỹ 11 lần giảm lãi suất từ mức 6,5% xuống mức 1,75% nhằm vực dậy nền kinh tế đang suy thoái sau sự sụp đổ của các công ty .dot, .com. Bong bóng nhà đất kéo dài suốt giai đoạn 2001-2005, 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 giai đoạn này là một yếu tố quan trọng đóng góp vào sự phục hồi kinh tế của Mỹ do lãi suất giảm làm giảm giá trị các khoản thanh toán cầm cố hàng tháng của người dân trong khi giá nhà tăng giúp họ có được những khoản vay mới lớn hơn để chi tiêu tiêu dùng, thực hiện khẩu hiệu “đi mua sắm theo yêu cầu của Tổng thống và vì lòng yêu nước”, từ đó kích thích tăng trưởng. 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 dự kiến 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. Các chủ nhà đất lâm vào khó khăn tài chính do cùng với việc lãi suất tăng làm tăng giá trị hóa đơn thanh toán cho khoản vay cầm cố hàng tháng thì giá nhà giảm làm giá trị tài sản cầm cố giảm xuống thấp hơn mức tiền vay gốc để mua căn nhà. Tỷ lệ vỡ nợ của người vay tăng lên, đặc biệt là những người vay dưới tiêu chuẩn vốn thường xuyên ở trong tình trạng khó khăn tài chính, cùng với nó là sự gia tăng nhanh chóng của hoạt động xiết nợ từ các công ty cho vay. Năm 2007, giá nhà tiếp tục giảm, doanh số bán nhà chưa bao giờ “trượt dốc” như vậy kể từ năm 1989. Ngành công nghiệp cho vay cầm cố dưới tiêu chuẩn sụp đổ, việc xiết nợ tài sản tăng gấp 2 lần so với năm 2006 song vẫn không thể bù đắp thua lỗ của những công ty tài chính hoạt động trong lĩnh vực này do giá nhà đã giảm quá mạnh và rất khó khăn để bán nhà thu hồi vốn. Một số công ty tài chính lớn hoạt động

trong lĩnh vực này đã phải đệ đơn xin phá sản, trong đó có Công ty tài chính New Century là công ty cho vay cầm cố dưới tiêu chuẩn lớn thứ 2 của Mỹ. Lãi suất tiếp tục tăng càng khiến giá nhà suy giảm hơn nữa, ảnh hưởng tiêu cực cả đến lĩnh vực cho vay đủ tiêu chuẩn, khiến công ty tài chính cho vay bất động sản lớn nhất của Mỹ Countrywide Financial phải cảnh báo rằng sự phục hồi trong lĩnh vực nhà đất dự báo sẽ không thể diễn ra cho đến năm 2009 do giá nhà đang giảm “mạnh chưa từng có ngoại trừ trong giai đoạn Đại suy thoái”.

Tác động của cuộc khủng hoảng lan cả ra ngoài lĩnh vực nhà đất và làm gián đoạn thị trường tài chính toàn cầu do các nhà đầu tư, chủ yếu là các quỹ bảo hiểm trong nước và nước ngoài, đã buộc phải đánh giá lại rủi ro mà họ đang nắm giữ và những người tiêu dùng mất khả năng tài trợ hơn nữa cho chi tiêu tiêu dùng của mình, gây ra sự biến động mạnh trên các thị trường trái phiếu, cổ phiếu và phái sinh. Ngày 15/8, chỉ số Dow Jones giảm xuống dưới mức 13.000 từ mức 14.000 đạt được hồi tháng 7, chỉ số S&P 500 sụt giảm ở mức chưa từng có. Tình trạng tương tự cũng xảy ra ở hầu khắp các thị trường trên toàn thế giới, trong đó thị trường Brazil và Hàn Quốc bị tác động mạnh nhất. Hiện tượng chỉ số chứng khoán có mức giảm lớn trong ngày trở thành phổ biến, chẳng hạn KOSPI giảm khoảng 7% chỉ trong 1 ngày.

Do đó, để hạn chế những rủi ro do các hợp đồng thế chấp bất động sản bị rủi ro cần thiết phải chuẩn hóa các hợp đồng cho vay thế chấp bất động sản. Cụ thể, các NHTM cần phải nhanh chóng thực hiện các công việc chủ yếu sau:

- **Các ngân hàng cần tuân thủ đúng các quy định và quy chế cho vay**, theo đó để đảm bảo tính tuân thủ, hoạt động kiểm soát nội bộ ngân hàng phải thường xuyên giám sát và quản lý rủi ro có hệ thống và theo một tiêu chuẩn thống nhất. Đối với các khoản vay bất động sản, ngân hàng cần chú trọng đến việc đánh giá khả năng trả nợ của khách hàng, phương án kinh doanh hiệu quả hơn là chú trọng tới tài sản thế chấp là bất động sản.

- **Tiêu chuẩn hóa các yếu tố của hợp đồng cho vay nhà ở** để làm cơ sở cho việc mua bán nợ của các ngân hàng và chứng khoán hóa các khoản cho vay như tỷ lệ

cho vay so với tài sản thế chấp, thời hạn cho vay, cách thức hoàn trả vốn gốc và lãi theo định kỳ, những khoản vay phải được xếp vào nhóm 1 – tốt (Theo quyết định 493/2005/QĐ-NHNN: Quy định về phân loại nợ, trích lập và sử dụng dự phòng để xử lý rủi ro tín dụng). Trong báo cáo “ổn định tài chính”, Ngân hàng Trung ương Châu Âu cho thấy trong năm 2005, 2006 tỷ lệ không trả được nợ trong hoạt động cầm cố bắt đầu tăng mạnh hơn rất nhiều so với những năm trước. Nhưng, tỷ lệ vỡ nợ nhìn chung hiện vẫn chưa tới đỉnh điểm. Sở dĩ, là do ở khu vực Châu Âu, các yêu cầu về tín dụng là nghiêm ngặt hơn nhiều, ví dụ các mức trần tín dụng đối với cầm cố là thấp hơn chỉ trong khoảng 70-80%, do đó ở đây việc thu hồi giá trị tài sản cầm cố là hoàn toàn có thể.

- ***Đưa ra quy chế mua bán nợ hoàn chỉnh*** để các ngân hàng thương mại bán các khoản cho vay nhà ở cho các định chế tài chính có nguồn vốn dài hạn như quỹ đầu tư, công ty bảo hiểm... Khi đó, ngân hàng và các định chế tài chính đều có lợi, ngân hàng giảm thiểu được rủi ro lãi suất và mở rộng quy mô tín dụng còn các định chế tài chính sẽ gia tăng thu nhập.

- ***Ngân hàng cần có chính sách ưu đãi về lãi suất và thời hạn cho vay*** đối với các khoản cho vay mua nhà phù hợp với tình hình thu nhập của người đi vay, đặc biệt là người có thu nhập trung bình và thấp. Thời hạn vay hợp lý có thể kéo dài từ 15 đến 20 năm so với thời hạn vay từ 7 đến 10 năm của đa số các ngân hàng hiện đang áp dụng. Vì thời hạn vay dài như thế nên các ngân hàng phải định kỳ thay đổi lãi suất vay theo lãi suất thị trường. Do vậy, việc xuất hiện rủi ro lãi suất tăng (do các yếu tố khác nhau tác động như lạm phát, tỷ giá, cạnh tranh...) làm khách hàng khó có thể trả nợ trong tương lai là điều có thể xảy ra. Vì vậy, ngân hàng cần có những giải pháp phòng ngừa.

- ***Giám sát tỷ trọng cho vay bất động sản trong tổng dư nợ cho vay***. Rủi ro tự mãn là một trong các nguyên nhân dẫn đến khủng hoảng vừa qua. Vì vậy, về phía các ngân hàng khi đầu tư vào thị trường bất động sản cần phòng lưu ý phòng tránh rủi ro này. Nên giám sát tỷ trọng cho vay bất động sản trong tổng dư nợ cho vay tại ngân

hàng để có sự phân bổ rủi ro phù hợp. Mặt khác, do tình hình kinh tế Việt Nam hiện đang tăng trưởng ổn định và dự đoán sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong thời gian tới. Do vậy việc xác định ngành nghề kinh doanh, lĩnh vực đầu tư mang lại hiệu quả, đối tượng khách hàng tiềm năng là nhiệm vụ quan trọng của NHTM trong quá trình cạnh tranh và hội nhập.

- *Nâng cao chất lượng nguồn nhân lực cho hoạt động tín dụng*, đảm bảo đội ngũ cán bộ tín dụng nói chung và bất động sản nói riêng có trình độ chuyên môn cao, có đạo đức nghề nghiệp đảm bảo mỗi quyết định cho vay bất động sản là cho vay đúng trên cơ sở đảm bảo nguyên tắc và điều kiện vay vốn. hạn chế rủi ro tín dụng phát sinh do yếu tố con người, đảm bảo tín dụng bất động sản an toàn và hiệu quả.

3.3.3. Thành lập công ty chuyên trách chứng khoán hóa

Kinh nghiệm từ các quốc gia áp dụng chứng khoán hóa cho thấy, để chứng khoán hóa cần có các công ty trung gian chứng khoán hóa đứng ra để mua lại các tập hợp các khoản vay sau đó phát hành các trái phiếu dựa trên tập hợp các khoản vay đó. Ngoài ra, để thành công cũng không thể thiếu vai trò hỗ trợ tích cực của Chính phủ. Do đó, từng bước thành lập công ty chứng khoán hóa trực thuộc Nhà nước để hỗ trợ cho quá trình chứng khoán hóa. Khi quá trình chứng khoán đi vào ổn định, chúng ta có thể chuyển đổi hình thức sở hữu của công ty này như cổ phần hóa, bán cổ phần cho công chúng đầu tư.

Trong điều kiện hiện nay, hoạt động của công ty trung gian chứng khoán hóa có thể gặp một số khó khăn như chi phí hoạt động cao, áp lực về lợi nhuận để bù đắp chi phí hoạt động và lợi tức cho nhà đầu tư. Vì vậy, trong giai đoạn đầu có thể thành lập thí điểm Quỹ ủy thác đầu tư để thực hiện nghiệp vụ trung gian chứng khoán hóa, đặt dưới sự quản lý, điều hành của Quỹ đầu tư phát triển đô thị. Nhiệm vụ chính của Quỹ ủy thác đầu tư là thực hiện việc phát hành trái phiếu huy động vốn, để hoàn trả vốn vay tín dụng hoặc vốn ngân sách đã đầu tư vào các công trình như xây dựng cơ sở hạ tầng, nhà ở cho người có thu nhập thấp và thông qua hoạt động quản lý, khai thác các nguồn thu từ công trình để hoàn trả lãi vay và vốn gốc trái phiếu. Quỹ ủy thác đầu

tư là sự lựa chọn đúng đắn do có bộ máy điều hành gọn nhẹ, tính chuyên nghiệp cao về kinh doanh chứng khoán.

Quỹ ủy thác đầu tư chỉ là một trung gian tài chính, điều phối và tái phân bổ các nguồn thu từ các công trình để thực hiện nghĩa vụ thanh toán đối với các trái phiếu đã phát hành. Quỹ ủy thác đầu tư chỉ nên thực hiện nghiệp vụ quản lý các dòng tiền do tài sản tài chính mang lại để thực hiện thanh toán đi kèm với chứng khoán nợ đã phát hành. Nhằm bảo đảm tính minh bạch và an toàn cho các trái phiếu đã được phát hành, quỹ ủy thác đầu tư phải quản lý tách bạch và hạch toán riêng rẽ từng luồng tiền vào, ra ứng với mỗi tài sản hoặc nhóm tài sản có cùng đặc điểm về khả năng sinh lời và mức độ rủi ro. Như vậy, quỹ ủy thác đầu tư hoàn toàn có khả năng kiểm soát thu nhập và chi phí liên quan đến việc khai thác các tài sản tài chính, tạo điều kiện thuận lợi cho việc thiết kế các sản phẩm chứng khoán hóa, phù hợp với khả năng sinh lời thực tế của tài sản tài chính cũng như đáp ứng được nhu cầu của người đầu tư.

Khi hoạt động chứng khoán hóa đi vào ổn định và phát triển đến mức cần thiết thì sẽ thành lập công ty chuyên trách như SPV ở Mỹ. Như vậy, trong giai đoạn đầu quỹ ủy thác đầu tư sẽ đóng vai trò là các SPV, thực hiện chức năng tái cấu trúc lại các luồng vốn để đưa ra các sản phẩm chứng khoán hóa.

3.3.4. Thành lập các tổ chức hỗ trợ và liên quan

3.3.4.1. Các tổ chức định mức tín nhiệm

Việc thành lập các tổ chức tín nhiệm ở Việt Nam không chỉ cần thiết cho yêu cầu của chứng khoán hóa mà còn để đáp ứng yêu cầu của việc phát triển thị trường chứng khoán. Sự đánh giá của các tổ chức có uy tín mang lại tác dụng định hướng đầu tư cho nhà đầu tư, tiết kiệm được nhiều chi phí đánh giá, thăm dò trên thị trường tài chính...

- Tổ chức định mức tín nhiệm đưa ra ý kiến về độ tin cậy tín dụng của NHTM, là một đánh giá về khả năng NHTM thanh toán nợ và gốc đúng hạn trong suốt thời

gian tồn tại của chứng khoán đó. Do đó, có tác dụng thúc đẩy các NHTM không ngừng nâng cao chất lượng tín dụng.

- Các loại trái phiếu hình thành do chứng khoán hóa là các dạng trái phiếu mới, chưa tạo được lòng tin ở nhà đầu tư nên tuy có sự bảo đảm thanh toán từ phía nhà nước và từ các khoản cho vay được chứng khoán hóa nhưng vẫn chưa được tin cậy đúng với những ưu điểm của nó dành cho nhà đầu tư. Việc có mặt một tổ chức định mức với những đánh giá khách quan sẽ góp phần làm phổ biến và khẳng định ưu thế vượt trội các loại trái phiếu chứng khoán hóa.

Vì vậy, việc sớm thành lập các tổ chức tín nhiệm, điều này không những cần cho hoạt động chứng khoán hóa mà còn đáp ứng yêu cầu phát triển cho thị trường chứng khoán Việt Nam trong tương lai. Hiện nay, Ủy ban chứng khoán Nhà nước, Vụ Tài chính, Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính cũng đang xây dựng đề án thành lập công ty định mức tín nhiệm trình Bộ Tài chính xem xét. Đây là một định chế tài chính trung gian cung cấp quan điểm đánh giá độc lập của mình về mức độ tín nhiệm của một doanh nghiệp trong việc thanh toán đúng hạn nghĩa vụ tài chính. Các nghĩa vụ tài chính bao gồm trái phiếu, thương phiếu và cổ phiếu ưu đãi cũng như các nghĩa vụ tài chính khác. Hoạt động của công ty này làm tăng tính minh bạch của thị trường, có tác dụng định hướng đầu tư, giảm bớt rủi ro tín dụng và tiết kiệm chi phí cho hoạt động phát hành trái phiếu cho thị trường. Đối tượng của công ty sẽ là các tổ chức tài chính, ngân hàng, định chế tài chính phi ngân hàng, các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh, dịch vụ và đặc biệt chú trọng tới các doanh nghiệp lớn, doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán. Ngoài ra, công ty cũng sẽ phân tích, đánh giá các thành phần kinh tế, các chương trình đầu tư của Chính phủ trong hoạch định phát triển ngành.

Hiện nay, bên cạnh năng lực nội bộ, các ngân hàng chủ yếu chia sẻ thông tin về khách hàng qua trung tâm thông tin tín dụng của Ngân hàng Nhà nước. Đây là nguồn thông tin chung nhất, cập nhật nhất để đánh giá mức độ tín nhiệm các doanh nghiệp vay. Tuy nhiên, vì một số quy định mà kết quả đánh giá này cũng chưa phản ánh đúng

tình hình thực tế ở các doanh nghiệp, dẫn đến việc ngân hàng ra quyết định cấp tín dụng không chính xác.

Ở nước ngoài, bên cạnh các trung tâm cung cấp dịch vụ đánh giá doanh nghiệp vay của Nhà nước, còn có những trung tâm chuyên thu nhập, tổng hợp và phân tích thông tin khách hàng do tư nhân sở hữu và điều hành như: Standard&Poor's, Moody's... Nhiều nước còn quy định bắt buộc ngân hàng phải có những báo cáo độc lập do một công ty kinh doanh thông tin tín nhiệm cung cấp trước khi cho vay hoặc bảo lãnh. Lực lượng này góp phần đáng kể trong quá trình minh bạch và công khai hoá thông tin trên thị trường, giảm thiểu tối đa tình trạng thông tin trên thị trường, giảm thiểu tối đa tình trạng thông tin bất cân xứng, giúp cho hoạt động đầu tư hiệu quả hơn.

Việc thành lập loại hình doanh nghiệp đặc biệt này đòi hỏi một quá trình lâu dài và rất nhiều nỗ lực từ nhiều phía: Nhà nước, bản thân trung tâm thông tin và đặc biệt là người đi vay.

- Nhà nước và Chính phủ không phải chỉ gói trọn trong việc xây dựng hành lang pháp lý điều chỉnh hoạt động của họ mà còn phải hỗ trợ, hướng dẫn và giúp đỡ khi họ gặp vướng mắc trong hoạt động của mình.

- Trung tâm thông tin cũng phải luôn nỗ lực tìm nguồn cho mình. Yêu cầu đặt ra cho các trung tâm này là thu nhập thông tin phải có độ tin cậy cao, luôn được cập nhật kịp thời, quá trình phân tích phải chính xác và quan trọng nhất là đạo đức nghề nghiệp. Ngày 04/06/2005, công ty phần mềm và truyền thông đã chính thức thành lập Trung tâm đánh giá tín nhiệm doanh nghiệp (Credit Ratings Vietnamnet Center – CRVC) với mục đích cung cấp cho doanh nghiệp các dịch vụ thu nhập thông tin, đánh giá xếp hạng, định mức tín nhiệm của các tổ chức tài chính, xếp hạng doanh nghiệp. Trung tâm sẽ tiến hành cấp chứng chỉ cho các doanh nghiệp trên cơ sở đánh giá. Hàng năm, trung tâm sẽ phối hợp với phòng thương mại công nghiệp Việt Nam tổ chức tôn vinh các doanh nghiệp có hệ số tín nhiệm cao. Tiêu chí để đưa ra đánh giá bao gồm 100 chỉ tiêu tài chính và phi tài chính, đảm bảo phương châm độc lập, khách quan và

xác thực. Việc đánh giá sẽ tiến hành theo quy trình cơ sở nghiên cứu và tham khảo từ các tổ chức trên thế giới như Standard and Poor's, Moody's và phù hợp với thực tiễn Việt Nam. Kết quả đánh giá được Hội đồng đánh giá thống nhất với sự tham gia của các nhà khoa học, các chuyên gia tài chính của các bộ ngành, đại diện doanh nghiệp và các cơ quan khác.

3.3.4.2. Các đại lý ủy thác phát hành trái phiếu

Đại lý ủy thác phát hành các loại trái phiếu chứng khoán hóa là các tổ chức đứng ra nhận ủy thác từ các công ty chứng khoán hóa, chịu trách nhiệm phát hành các loại trái phiếu. Khi đó, công ty chứng khoán hóa sẽ trở thành tổ chức bảo đảm thanh toán cho các trái phiếu. Việc này có tác dụng tâm lý làm tăng uy tín của trái phiếu chứng khoán hóa và đẩy mạnh việc phát hành nhờ vào khả năng chuyên môn cao của các đại lý ủy thác. Tại Việt Nam, có thể là công ty bảo hiểm Việt Nam (Bảo Việt); hoặc các NHTM có khả năng tài chính lớn như ngân hàng ngoại thương Việt Nam (VCB); Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BIDV); ngân hàng TMCP Á Châu (ACB); ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín (Sacombank)...là những định chế tài chính có uy tín lớn.

3.3.5. Xây dựng quy trình chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản

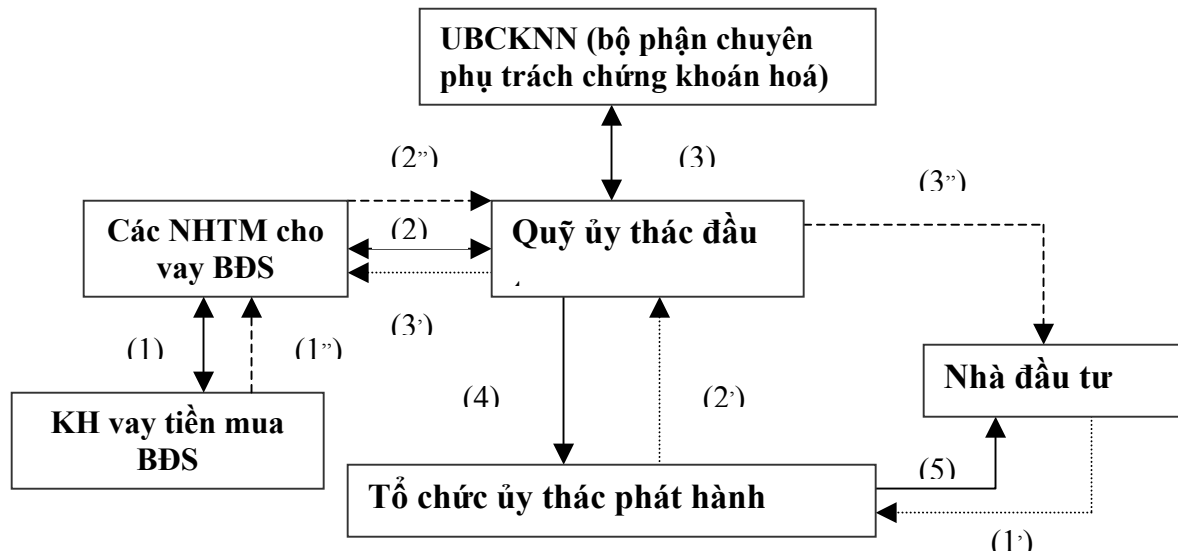
Một quy trình chứng khoán hoá cơ bản đòi hỏi sự có mặt của các thành phần sau:

- Công ty trung gian chứng khoán hoá, cụ thể ở đây là quỹ uỷ thác đầu tư, thực hiện chức năng mua lại các khoản nợ vay mua nhà từ các tổ chức cho vay, tập hợp các khoản nợ theo những tiêu chuẩn nhất định và phát hành trái phiếu chứng khoán hoá dựa trên tập hợp đó.
- NHTM cho vay mua nhà và bán lại các khoản vay này cho Quỹ uỷ thác đầu tư. Hiện nay, các NHTM thực hiện việc cho vay mua nhà gồm các ngân hàng như Techcombank, Sacombank, ACB, Phát triển nhà đồng bằng sông Cửu Long...
- Công ty xây dựng nhà ở

- Người vay tiền mua nhà
- Cơ quan Nhà nước có thẩm quyền phê duyệt đăng ký chứng khoán hoá. Khi công ty chứng khoán hoá được thành lập, Nhà nước phải xác định trách nhiệm quản lý công ty trực thuộc cơ quan nào, có thể là Bộ Tài chính hoặc Ngân hàng Nhà nước...
- Nhà đầu tư vào các trái phiếu chứng khoán hoá gồm nhà đầu tư cá nhân, nhà đầu tư có tổ chức.
- Tổ chức ủy thác phát hành

Để đơn giản hoá, trong quy trình này không đề cập đến tổ chức đảm bảo thanh toán, các tổ chức bảo hiểm, tổ chức định nhiệm tín nhiệm, tổ chức quản lý tài sản chứng khoán hoá...

Sơ đồ 3.1: Quy trình chứng khoán hóa đề xuất cho Việt Nam trong giai đoạn đầu



- **Trình tự thực hiện chứng khoán hoá**

Bước 1: NHTM cho khách hàng vay tiền, khách hàng chuyển giao các tài sản thế chấp cho NHTM

Bước 2: Quỹ ủy thác tiếp xúc với các NHTM để thỏa thuận các điều kiện về giá mua lại các khoản cho vay bất động sản của NHTM, thời hạn và phương thức thanh toán.

Sau khi mua các khoản tín dụng này, công ty chứng khoán hóa tập hợp các khoản nợ này thành từng nhóm theo những tiêu chuẩn nhất định về lãi suất, về thời hạn...

Bước 3: Quỹ ủy thác sẽ trình phương án khai thác công trình và phát hành trái phiếu lên Ủy ban chứng khoán Nhà nước (bộ phận chuyên trách chứng khoán hoá) gồm đơn xin phát hành; phương án phát hành; loại chứng khoán; thời hạn thanh toán; lãi suất; số lượng phát hành; phương thức phát hành.... Sau khi phương án được phê duyệt, quỹ ủy thác sẽ thực hiện các thủ tục pháp lý cho đợt phát hành. Nếu phát hành trái phiếu ra công chúng để niêm yết, quỹ ủy thác đầu tư phải thực hiện thêm các thủ tục về phát hành chứng khoán ra công chúng hiện hành theo quy định hiện hành của UBCKNN.

Bước 4: Quỹ ủy thác đầu tư sẽ lựa chọn và ký hợp đồng với các tổ chức ủy thác phát hành để thực hiện phát hành trái phiếu.

Tổ chức ủy thác phát hành sẽ thực hiện các thủ tục chào bán các trái phiếu này ra công chúng đầu tư. Tổ chức ủy thác phát hành này thường là các công ty chứng khoán hoặc tổ chức có tiềm lực tài chính mạnh. Việc phát hành chứng khoán thông qua ủy thác phát hành giúp cho tổ chức phát hành huy động vốn một hiệu quả và tiết kiệm chi phí.

Bước 5: Tổ chức ủy thác phát hành sẽ phát hành chứng khoán hoá ra công chúng đầu tư.. Trái phiếu phát hành có thể phát hành một hay nhiều đợt, tùy theo lịch biểu cụ thể của khâu thanh toán tiền mua quyền khai thác công trình và đặc điểm doanh thu có được từ khâu khai thác công trình.

- **Quy trình thanh toán**

- ***Thanh toán mua nợ và mua chứng khoán***

Tổ chức ủy thác phát hành sau khi bán chứng khoán cho nhà đầu tư, thu tiền về (1), trừ chi phí bảo lãnh phát hành sẽ chuyển số tiền còn lại cho công ty chứng khoán hoá (2). Sau đó công ty chứng khoán hoá sẽ thanh toán tiền mua các khoản nợ tín dụng bất động sản cho các NHTM (3). (Số tiền thanh toán này nhỏ hơn giá trị các khoản vay mua nhà mà các NHTM đã cho vay).

- Thanh toán tiền của khách hàng vay tiền ngân hàng và thanh toán cho nhà đầu tư

Bước (1”): Người vay thanh toán nợ gốc và lãi hàng kỳ. Sau đó, NHTM sẽ tách biệt các khoản thanh toán nợ gốc và lãi mà khách hàng thanh toán theo từng kỳ.

Bước (2”): Đến hạn thanh toán lãi trái phiếu, tổ chức cho vay mua nhà sẽ chuyển khoản thanh toán này cho công ty chứng khoán hóa.

Bước (3”): Công ty chứng khoán hóa sẽ tiến hành thanh toán lãi trái phiếu cho nhà đầu tư theo từng kỳ. Khi các khoản vay đã được thanh toán đúng thời hạn vay cũng là lúc các trái phiếu chứng khoán hóa đáo hạn. NHTM sẽ chuyển khoản tiền gốc cho công ty chứng khoán hóa để thanh toán cho nhà đầu tư sau khi giữ lại một khoản phí cho dịch vụ phát hành và phục vụ khoản vay.

3.3.6. Nâng cao sự cạnh tranh và thu hút nhà đầu tư đối với trái phiếu chứng khoán hoá

Ngoài những rủi ro như đã phân tích trong chương 1 như rủi ro trả trước, rủi ro tín dụng phát sinh... thì rủi ro phát hành cũng rất quan trọng. Đó là lượng trái phiếu phát hành không bán được hết. Chính vì lẽ đó cần phải nâng cao khả năng cạnh tranh của trái phiếu chứng khoán hoá so với trái phiếu khác và có những lợi thế riêng để nhà đầu tư lựa chọn trong số rất nhiều loại chứng khoán hiện có trong thị trường chứng khoán hiện nay. Theo đó:

- Công ty chứng khoán hóa cần áp dụng mức lãi suất đủ cạnh tranh, cao hơn so với trái phiếu Chính phủ; trái phiếu đô thị;
- Chất lượng tài sản được chứng khoán hóa phải đảm bảo, trong đó các khoản tín dụng phải có chất lượng và khả năng thanh toán cao, trong trường hợp rủi ro tín dụng có thể xảy ra;
- Cung cấp thông tin đầy đủ cho nhà đầu tư về trái phiếu chứng khoán hóa, về bản thân nhà phát hành và danh mục tài sản có liên quan cho nhà đầu tư một cách minh bạch là giải pháp quan trọng nhằm thuyết phục nhà đầu tư yên tâm về chất lượng các khoản tín dụng, chất lượng tài sản đảm bảo nợ vay, từ đó tác

động tích cực đến tính khả thi của quá trình chứng khoán hoá, quyết định sự thành công của quá trình chứng khoán hóa.

Cùng với các giải pháp về tăng khả năng cạnh tranh và thu hút nhà đầu tư trái phiếu chứng khoán hóa, ***giải pháp phòng ngừa rủi ro thanh toán cho nhà đầu tư*** cũng sẽ góp phần tích cực trong việc tăng cường độ tin cậy, mức tín nhiệm đối với trái phiếu chứng khoán hóa của các nhà đầu tư. Việc mất khả năng thanh toán của khách hàng vay tiền và rủi ro tín dụng là luôn tiềm ẩn, vì vậy các công ty chứng khoán cần phải thực hiện tốt một số giải pháp sau:

- Thiết lập quỹ dự trữ rủi ro để sử dụng mỗi khi có trục trặc xảy ra đối với nguồn thu đảm bảo việc thanh toán lãi và gốc chứng khoán liên quan.
- Phát hành trái phiếu chứng khoán hóa với nhiều kỳ hạn và cơ chế thanh toán khác nhau.

3.4. MỘT SỐ KIẾN NGHỊ

3.4.1. Đối với Chính phủ

Một là, cần có những chính sách khuyến khích ứng dụng kỹ thuật chứng khoán hóa. Để ứng dụng và phát triển kỹ thuật chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản và trở thành một kênh huy động vốn cho các doanh nghiệp cũng như trở thành một công cụ tài chính cho các nhà đầu tư trên thị trường tài chính. Đa số các quốc gia đã đưa ra những chính sách khuyến khích như hỗ trợ vốn, kỹ thuật, thuế. Do đó, khi ứng dụng kỹ thuật chứng khoán các khoản vay bất động sản vào Việt Nam để trở thành một công cụ tài chính trên thị trường tài chính. Thiết nghĩ, Chính phủ phải có những chính sách khuyến khích nhất định, như:

- Giảm thuế thu nhập cho các tổ chức tham gia trong quá trình chứng khoán hóa. Đặc biệt là giảm thuế thu nhập cho các nhà đầu tư mua chứng khoán có nguồn gốc từ chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản trong gia đoạn đầu.

- Tạo điều kiện và khuyến khích các NHTM cho vay có thể chấp bất động sản trong khuôn khổ pháp lý. Bởi những khoản vay này là cơ sở để tiến hành chứng khoán hóa.

- Có những chính sách hỗ trợ cho người dân mua nhà từ các dự án trong chương trình chứng khoán hóa.

Hai là, trong giai đoạn đầu nhà nước cần đứng ra bảo lãnh cho các trái phiếu chứng khoán hóa nhằm tạo niềm tin cho các nhà đầu tư. Có như vậy thì quá trình chứng khoán hoá mới thành công từ đó tạo nền tảng vững chắc cho chứng khoán hóa phát triển.

Ba là, cần có những chế tài quy định việc minh bạch hóa thông tin. Để đưa ra quyết định đầu tư thì vấn đề đầu tiên mà nhà đầu tư quan tâm là thông tin. Thông tin được cung cấp phải nhanh chóng, kịp thời, công khai, minh bạch về các hoạt động của doanh nghiệp như tình hình tài chính, quản trị, vv... Hiện nay, hầu hết các doanh nghiệp Việt Nam chưa quen với việc công bố thông tin và thường có thói quen cố tình che dấu những điểm xấu mà phô trương điểm tốt. Cách làm này là không phù hợp với nền kinh tế thị trường đặc biệt là nước ta đang trong quá trình hội nhập quốc tế sâu rộng. Do đó, cần có những biện pháp mạnh để buộc các doanh nghiệp phải thực hiện lành mạnh hóa công khai thông tin. Bất cứ ai quan tâm, như nhà đầu tư, ngân hàng, cơ quan thuế... đều có thể tra cứu phục vụ cho công việc của mình. Để đạt hiệu quả, Chính phủ đưa ra những chế tài bắt buộc các doanh nghiệp phải tuân theo. Những chế tài như phạt hành chính, liệt vào các doanh nghiệp thuộc diện cảnh báo và cao hơn nữa là rút giấy phép kinh doanh.

Bốn là, cần có quy hoạch tổng thể cho các tỉnh, thành phố để từ đó mới định hướng phát triển nhà ở, khu đô thị... Có như vậy mới có thể thu hút vốn đầu tư dài hạn thông qua chứng khoán hóa.

Năm là, phổ biến kiến thức về chứng khoán hóa cũng như các lợi ích của nó cho các NHTM, quỹ đầu tư, công ty xây dựng nhà ở, các công ty bất động sản, các nhà đầu tư cá nhân...

3.4.2 Đối với Ngân hàng Nhà nước

Thứ nhất, cần nghiên cứu xây dựng các văn bản pháp lý và các định chế bảo lãnh để hình thành thị trường thứ cấp giao dịch các khoản cho vay nhà ở. Đây là cơ sở để thực hiện chứng khoán hóa các khoản vay. Cụ thể, phải quy định tỷ lệ cho vay tối đa đối với bất động sản trên tổng dư nợ đối với một NHTM. Tỷ lệ tối đa đối với tài sản thế chấp là bất động sản để chứng khoán hóa. Đồng thời tiến hành thường xuyên thanh tra đối với các khoản cho vay của các NHTM.

Thứ hai, phát triển và hoàn thiện hoạt động của Trung tâm thông tin tín dụng của Ngân hàng nhà nước. Bởi thông qua Trung tâm thông tin tín dụng này để biết năng lực tài chính của từng doanh nghiệp, NHTM, vv.. Có như vậy mới đảm bảo cho các khoản vay được an toàn. Để làm được điều này, thì ngay bây giờ Ngân hàng Nhà nước cần có những biện pháp cụ thể sau:

- Cần có quy định, chế tài yêu cầu mọi NHTM có trách nhiệm cung cấp tin cho Trung tâm thông tin tín dụng một cách nhanh chóng, chính xác và đầy đủ.

- Ngân hàng Nhà nước sẽ thành lập riêng bộ phận chuyên trách về thông tin. Trách nhiệm chính của bộ phận này là tổng hợp dữ liệu thô do các NHTM cung cấp từ đó phân tích, đánh giá giúp cho các NHTM nhận định chính xác hơn về đối tượng mình sắp cho vay.

3.4.3. Đối với Bộ tài nguyên môi trường

Thứ nhất, cải tiến quy trình cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, nhà ở. Hầu hết ở các quốc gia, trong giai đoạn đầu các sản phẩm chứng khoán hoá đều xuất phát từ các khoản vay bất động sản. Do đó, thị trường bất động sản phát triển bền vững là cơ sở để phát triển các sản phẩm chứng khoán hóa. Một trong những điều kiện

để phát triển thị trường bất động sản là phải thực hiện việc cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, đây là cơ sở quan trọng để quản lý đất đai và cũng được xem là biện pháp lâu dài để có thể làm lành mạnh hoá thị trường bất động sản.

Mặc dù việc cấp giấy chứng nhận là điều kiện quan trọng trong việc bình ổn thị trường bất động sản, song do thủ tục xin cấp sổ đỏ, sổ hồng rườm rà, mất nhiều thời gian, và phần nào là do sự chậm chạp trong công tác cấp giấy của Nhà nước khiến người dân cảm thấy ngán ngại khi muốn đăng ký quyền sở hữu nhà ở và quyền sử dụng đất ở. Do đó, cần phải có hệ thống pháp lý và hình thành hệ thống các cơ quan chuyên trách quản lý thị trường bất động sản ở Việt nam hiệu quả hơn.

Thứ hai, đẩy nhanh tiến độ đưa các giao dịch bất động sản phải thực hiện qua sàn giao dịch. Hiện nay, có đến 70% giao dịch bất động sản hiện nay là giao dịch ngầm. Chính vì điều này, hàng loạt các dự án khu dân cư ra đời, trong đó ngoài một số ít khu vực đáp ứng yêu cầu cho người chưa có nhà ở, nhiều khu khác chỉ lập quy hoạch rồi phân lô bán đất, dẫn đến tình trạng mua bán đầu cơ đất và xây dựng trái phép tràn lan, hình thành các khu dân cư không bảo đảm yêu cầu tối thiểu về hạ tầng kỹ thuật, mất mỹ quan đô thị và đặc biệt là không thể thực hiện chứng khoán hóa các khoản cho vay ở những dự án này được.

Thứ ba, phải xây dựng ngay cơ sở dữ liệu về đất đai, minh bạch và công khai. Một trong những yếu tố để tạo cho các khoản vay bất động sản để chứng khoán hóa là tính an toàn của khoản vay. Tính an toàn có được khi các thông tin được minh bạch và mọi người đều được tiếp cận thông tin như nhau. Có như vậy, mới làm cho thị trường bất động sản phát triển bền vững và các khoản vay bất động sản mới thực hiện được chứng khoán hóa.

Kết luận chương 3

Với mục tiêu của Chính phủ về phát triển TTCK đến năm 2010 vốn hóa TTCK đạt 50% GDP, thì trong thời gian trước mắt cần tập trung tăng quy mô niêm yết, đa dạng hóa chủng loại hàng hóa trên thị trường. Một trong những giải pháp đó là chứng

khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản nhằm tạo thêm hàng hóa cho TTCK, tạo thêm nhiều công cụ cho nhà đầu tư lựa chọn để huy động tối đa nguồn tiền nhàn rỗi trong dân chúng. Tuy nhiên, để chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản thì cần tiến hành hàng loạt các biện pháp bao gồm cả pháp lý và kỹ thuật, cũng như có sự hỗ trợ của các cơ quan ban ngành, Chính phủ.

KẾT LUẬN

Đẩy mạnh và phát triển TTCK đó là mục tiêu của Chính phủ, để TTCK thực sự là kênh huy động vốn và kênh đầu tư hữu hiệu. Để thị trường phát triển lành mạnh, hiệu quả thì cần thực hiện một cách đồng bộ các giải pháp và theo lộ trình nhất định. Với ý niệm đó, luận văn đề cập đến giải pháp ứng dụng kỹ thuật chứng khoán hoá các khoản vay thế chấp bất động sản để tạo hàng cho TTCK như là giải pháp đa dạng hóa các công cụ trên TTCK Việt Nam hiện nay.

Kỹ thuật chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản để tạo hàng cho TTCK, đã được rất nhiều quốc gia ứng dụng và phát triển và được coi là công cụ không thể thiếu đối với một thị trường tài chính phát triển. Với những ưu điểm của các công cụ chứng khoán hóa, thì việc ứng dụng chúng vào TTCK Việt Nam hiện nay là vô cùng cần thiết.

Để ứng dụng nghiệp vụ chứng khoán hóa, thì cần hội đủ các điều kiện về mặt pháp lý, kỹ thuật và con người. Trên tinh thần đó, Việt Nam cần có định hướng và lộ trình thực hiện kỹ thuật này từ đơn giản đến phức tạp. Cụ thể, xây dựng được khung pháp lý hoàn thiện và quy trình thực hiện cũng như phát triển các chủ thể liên quan.

Đây là công cụ tài chính mới và đòi hỏi phải có sự nghiên cứu, tìm hiểu và học hỏi kinh nghiệm của các nước đã ứng dụng thành công. Song với ưu thế của người đi sau và được sự quan tâm đúng mức của các cơ quan ban ngành và Chính phủ, chắc chắn sẽ thành công khi vận dụng vào thực tiễn Việt Nam.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tài liệu trong nước

Đoàn Thanh Hà, Lý Hoàng Ánh (2005), “Thị trường chứng khoán”, NXB Thống Kê.

Nguyễn Dương (2003), “*Chứng khoán hoá – Công cụ để huy động vốn*”, Báo đầu tư chứng khoán, số 196.

Đinh Ngọc Dinh (2004), “*Bàn về chứng khoán hoá*”, Tạp chí Ngân hàng, Số 5.

Nguyễn Thu Hằng (2003), “*Bất động sản và chứng khoán*”, Tạp chí chứng khoán Việt Nam, Số 2.

Dương Thị Phương (2000), “*Kỹ thuật chứng khoán hoá - Một kỹ thuật tài chính đem lại hiệu quả và tính lưu hoạt cho thị trường vốn*”, Tạp chí chứng khoán Việt nam, Số 1.

Dương Thị Phương (2002), “*Nghiệp vụ chứng khoán hoá - Lịch sử phát triển và kinh nghiệm của Mỹ*”, Tạp chí chứng khoán Việt Nam, Số 4.

Dương Thị Phương (2002), “*Những điều kiện cần và đủ để thực hiện chứng khoán hoá*”, Tạp chí chứng khoán Việt Nam, Số 6.

Dương Thị Phương (2002), “*Các tài sản thường được sử dụng trong kỹ thuật chứng khoán hoá*”, Tạp chí chứng khoán Việt nam, Số 11.

Dương Thị Phương (2003), “*Lợi ích và rủi ro tiềm năng của chứng khoán hoá*”, Tạp chí chứng khoán Việt Nam, Số 2.

Dương Thị Phương (2003), “*Thực trạng chứng khoán hoá của một số quốc gia trên thế giới – Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam*”, Tạp chí chứng khoán, Số 4, 5.

Lại Anh Tuấn, “*Giới thiệu một số mô hình chứng khoán hoá phổ biến trên thế giới*”, Tạp chí Ngân hàng, Số 6.

Lê Vĩnh Triển (2002), “*Công ty chứng khoán hoá*”, Tạp chí chứng khoán Việt na, Số 10.

Lê Vĩnh Triển (2002), “*Chứng khoán hoá - Giải pháp kỹ thuật cho việc ứng dụng ở Việt Nam*”, Tạp chí chứng khoán Việt nam, Số 12.

Tài liệu nước ngoài

Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani, Micheal G. Ferri (1998), “*Foundation of Financial Markets and Institutions*”, 2 nd ed, Prentice Hall, New Jersey.

Meir Kohn (2000), “*Financial Institutions and Markets*”, McGraw Hill, Inc, New York.

William W.Bartlet (1989), “*Mortgage – Backed Securities*”, Prentice Hall, New Jersey