

HUY ĐỘNG VỐN CHO THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN THÔNG QUA CHỨNG KHOÁN HÓA CÁC KHOẢN VAY NỢ Ở VIỆT NAM

Ngô Thị Phương Thảo

Khoa Bất động sản và Kinh tế tài nguyên, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: phuongthaoneu@gmail.com

Ngày nhận: 21/3/2017

Ngày nhận bản sửa: 12/5/2017

Ngày duyệt đăng: 25/7/2017

Tóm tắt:

Bài viết tập trung nghiên cứu cơ chế huy động vốn thông qua nghiệp vụ chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản. Kết quả nghiên cứu cho thấy: Việt Nam có đủ điều kiện thuận lợi để phát triển và huy động vốn thông qua nghiệp vụ này. Tuy nhiên, trên thực tế triển khai vẫn còn nhiều bất cập cả về cơ sở pháp lý, cơ chế hoạt động của thị trường và khả năng nội tại của các doanh nghiệp... Vì vậy cần phải có các giải pháp từ các cơ quan quản lý nhà nước, từ các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản nhằm tạo hành lang pháp lý và điều kiện thực tiễn để chứng khoán hóa ở Việt Nam thực sự trở thành công cụ hữu hiệu huy động vốn cho thị trường bất động sản trong giai đoạn hiện nay.

Từ khóa: Huy động vốn, thị trường bất động sản, chứng khoán hóa.

Capital mobilization for real estate market through mortgage - backed securitization in Vietnam

Abstract:

This paper aims to study the capital mobilization through mortgage-backed securitization. Research results show that: Vietnam has a lot of favorable conditions to develop capital mobilization through mortgage backed securitization. However, implementation of this process in Vietnam still has certain difficulties, including the legal framework, the transparency of information in the financial market and the real estate market, and the difficulties from the real estate firms. In order to develop capital mobilization through mortgage backed securitization, the solutions of the State and real estate enterprises are required.

Keywords: Capital mobilization; real estate market; securitization.

1. Giới thiệu

Sau một thời gian dài đóng băng do tác động của cuộc khủng hoảng tài chính thế giới năm 2008, thị trường bất động sản Việt Nam đang có dấu hiệu phục hồi và phát triển; nhiều dự án bất động sản đã tái khởi động lại. Tuy nhiên, khó khăn lớn nhất đối với các doanh nghiệp bất động sản hiện nay là giải quyết bài toán về vốn. Ở các nước phát triển, nguồn vốn cho bất động sản khá đa dạng như huy động từ các định chế tài chính, từ các quỹ đầu tư, quỹ tín thác (REITs), quỹ tiết kiệm hay quỹ hưu trí,

các dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FII), vốn huy động trên thị trường tài chính (thông qua phát hành cổ phiếu, trái phiếu)... Tại Việt Nam, vốn cho bất động sản dựa vào 2 nguồn chính đó là nguồn vốn tín dụng ngân hàng và vốn huy động từ người dân. Tuy nhiên, nguồn vốn này vẫn không đủ cho nhu cầu của thị trường bất động sản đang trong đà phục hồi và phát triển. Đặc biệt, nguồn vốn tín dụng từ ngân hàng lại chứa đựng nhiều tiềm ẩn rủi ro, làm gia tăng tỷ lệ nợ xấu ảnh hưởng đến hoạt động của ngân hàng và

thị trường tài chính. Từ năm 2012 đến nay, mặc dù Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã triển khai thực hiện đề án tái cấu trúc hệ thống tài chính trong đó có thắt chặt tín dụng cho vay bất động sản và đạt được những kết quả nhất định nhưng tỷ lệ nợ xấu hiện tại của các ngân hàng vẫn còn ở mức cao. Năm 2016, tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng thương mại chiếm 2,46% trên tổng dư nợ trên toàn hệ thống (Ngân hàng Nhà nước, 2016). Điều này làm cho NHNN phải thực hiện chính sách thắt chặt tín dụng theo thông tư 36/2014/TT-NHNN ngày 20/11/2014 của NHNN về việc quy định các giới hạn, tỷ lệ đảm bảo an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài và thông tư 06/2016/TT-NHNN ngày 27/5/2016 sửa đổi một số điều của thông tư 36, làm cho các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản khó khăn về vốn, buộc phải tìm các nguồn tài trợ khác cho hoạt động đầu tư của mình. Bởi vậy, để góp phần đa dạng hóa nguồn vốn cho thị trường bất động sản, giảm sự phụ thuộc vào nguồn vốn tín dụng ngân hàng, các doanh nghiệp bất động sản cần huy động từ các nguồn vốn trung và dài hạn khác, trong đó huy động thông qua nghiệp vụ chứng khoán hóa các khoản vay là một nguồn hiệu quả.

Trên thế giới, chứng khoán hóa khoản vay bất động sản đã ra đời lần đầu vào cuối thập niên 60 của thế kỷ trước, khi mà Chính phủ Mỹ thành lập Hiệp hội thế chấp bất động sản Quốc gia (GNMA-Government National Mortgage Association) nhằm cam kết mua các khoản nợ có thể chấp bất động sản từ các nhà cho vay riêng lẻ với giá ưu đãi để trợ giúp phát triển khu vực nhà ở tại Mỹ. Ngày nay, các khoản cho vay bất động sản chủ yếu là cho vay đầu tư bất động sản, mua nhà ở, cải tạo nhà hay cả cho vay xây dựng nhà xưởng sản xuất. Chứng khoán hóa các khoản vay có thể chấp bất động sản chính là những sản phẩm đầu tiên của kỹ thuật chứng khoán hóa và cho đến nay chúng vẫn chiếm tỷ lệ lớn trên thị trường chứng khoán và luôn giữ vai trò chủ đạo tại các nước có nền công nghiệp chứng khoán hóa phát triển như Mỹ, Anh, Úc... (Đặng Văn Dân, 2016)

Đối với Việt Nam, chứng khoán hóa khoản vay bất động sản là một kỹ thuật tài chính khá phức tạp, những cản trở từ thị trường, sự khiếm khuyết, thiếu chặt chẽ về khung pháp lý và những hạn chế về cơ sở hạ tầng kinh tế và các điều kiện nội tại của các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản đã làm cho việc triển khai nghiệp vụ này gặp nhiều khó khăn. Cho đến nay, vẫn chưa có một định chế tài chính nào có đủ khả năng và điều kiện để thực hiện quá trình

chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản.

Bởi vậy, việc nghiên cứu cơ chế huy động vốn thông qua chứng khoán hóa các khoản vay cũng như phân tích các khả năng và điều kiện áp dụng kỹ thuật này trong điều kiện thị trường bất động sản Việt Nam hiện nay là hết sức cần thiết. Bài viết sử dụng phương pháp phân tích tổng hợp các dữ liệu thứ cấp từ trung tâm dữ liệu quốc gia, các báo cáo ngành và các công trình nghiên cứu, bài báo, tạp chí để: (1) Phân tích cơ chế và thực trạng huy động vốn thông qua chứng khoán hóa các khoản vay cho thị trường bất động sản ở Việt Nam. (2) Đề xuất các giải pháp nhằm tạo hành lang pháp lý và các điều kiện thực tiễn cho phát triển nghiệp vụ chứng khoán hóa các khoản vay, góp phần tạo động lực cho thị trường bất động sản ở Việt Nam phát triển bền vững.

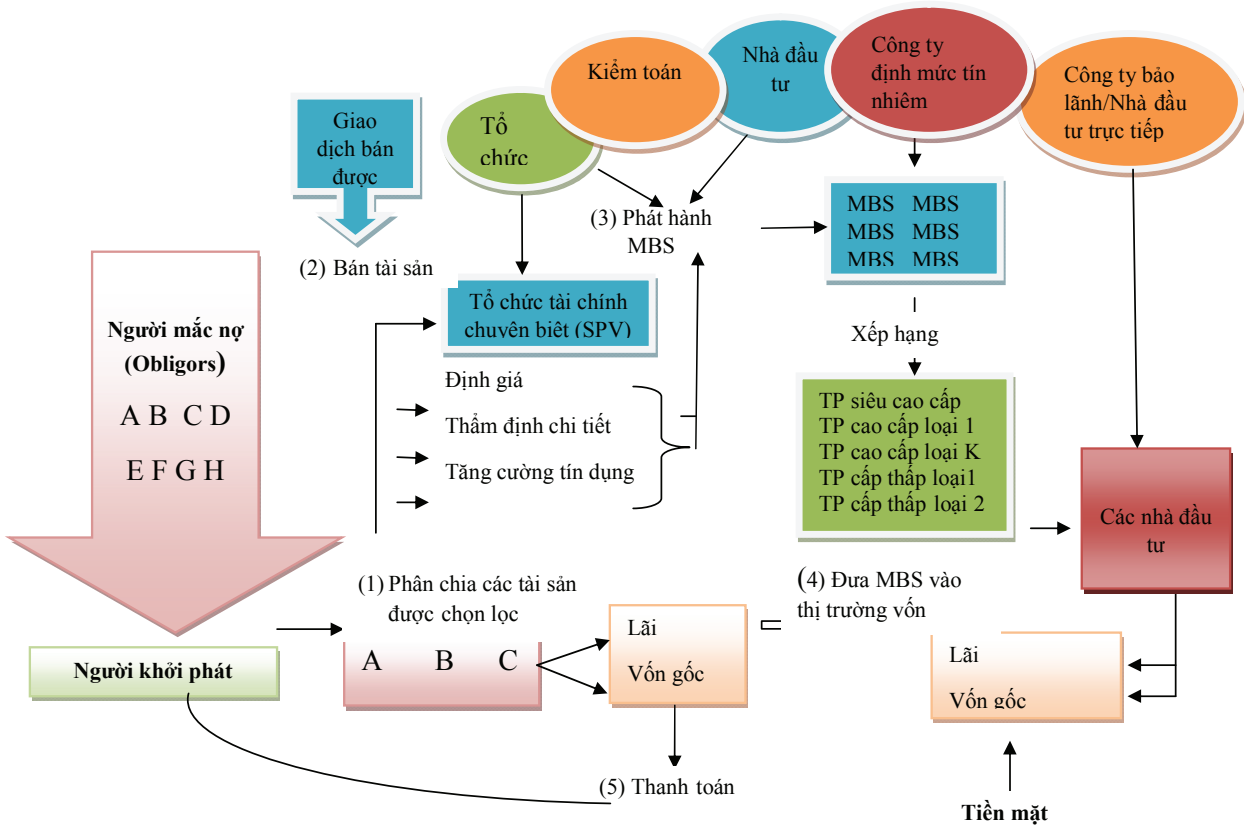
2. Cơ chế huy động vốn qua chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản

Chứng khoán hóa là một quá trình tài chính cơ cấu, tại đó các tài sản thế chấp khác nhau của những người đi vay được tập hợp, đóng gói và được dùng làm đảm bảo để phát hành các trái phiếu (gọi chung là trái phiếu đảm bảo bằng tài sản). Tiền từ người mua các chứng khoán này sẽ được chuyển đến các tổ chức tài chính cho vay thế chấp để các tổ chức này cho người đem thế chấp tài sản vay tiền. Đây chính là quá trình đưa các tài sản thế chấp sang thị trường thứ cấp, nơi mà chúng có thể trao đi đổi lại, biến các tài sản kém thanh khoản thành những chứng khoán thanh khoản cao ('Chứng khoán hóa', 2017). Nhờ đó, các nhà đầu tư có thể thu được lợi nhuận từ việc nắm giữ các cổ phiếu đã được chứng khoán hóa (Mortgage Backed Security-MBS); các tổ chức, cá nhân sở hữu bất động sản có thể dễ dàng huy động nguồn vốn nhờ phát hành các MBS.

Thông qua chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản, luồng vốn dịch chuyển từ các nhà đầu tư chứng khoán sang các tổ chức tài chính trung gian như ngân hàng thương mại, công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính để thay thế cho các khoản vay trước đó, từ đó tạo vốn cho các doanh nghiệp đầu tư kinh doanh bất động sản (Gambro & Leichtner, 1997). Hình 1 cho thấy cơ chế huy động vốn qua chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản.

Theo cơ chế này, người mua bất động sản đi vay tiền từ các thực thể tài chính như ngân hàng, hay các tổ chức tín dụng khác trên thị trường. Các khoản vay của người đi vay có thể khác nhau về cấu trúc kỳ hạn, giá trị, lãi suất. Sau đó ngân hàng hoặc các tổ

Hình 1: Cơ chế huy động vốn thông qua chứng khoán hóa các khoản vay



Nguồn: Stefano Caselli & Gatti, 2005.

chức tín dụng này sẽ đóng vai trò là người khởi phát (Originator) tiến hành chứng khoán hóa các khoản vay có thể chấp đó.

Sau đó, nhằm đảm bảo tính an toàn của dòng tiền, các tài sản đã được chọn lọc để chứng khoán hóa sẽ được bán cho các tổ chức với nhiệm vụ đặc biệt, tổ chức trung gian chuyên trách (Special Purpose Vehicle-SPV). Việc mua bán giữa ngân hàng và SPV phải là mua bán thực để đảm bảo được tính an toàn của dòng tiền. Sau khi mua lại các tài sản này, SPV sẽ thực hiện một loạt các nhiệm vụ như định giá, thẩm định chi tiết và cuối cùng là phát hành các chứng khoán MBS. Công đoạn phát hành chứng khoán của các SPV được hỗ trợ bởi các tổ chức kiểm toán, các nhà tư vấn, các công ty bảo lãnh hay các nhà đầu tư trực tiếp.

Chứng khoán sau khi phát hành được các nhà đầu tư trực tiếp hoặc các công ty bảo lãnh phát hành phân phối lại cho các nhà đầu tư trên thị trường thứ cấp. Các nhà đầu tư có thể thỏa sức lựa chọn các loại chứng khoán với mức độ rủi ro yêu thích. Lãi và gốc sẽ được thanh toán tùy theo đặc điểm của từng loại chứng khoán đã thỏa thuận từ trước. Trong đó, tiền

thanh toán sẽ được thu từ tài sản hàng tháng bởi các công ty dịch vụ thu nợ chuyển cho công ty quản lý ủy thác và phân phối lại cho các nhà đầu tư.

Như vậy, để thực hiện quá trình chứng khoán hóa các khoản vay, đòi hỏi phải có một tổ chức tài chính trung gian đủ chức năng và điều kiện cho vay thế chấp. Ở các nước có kỹ thuật chứng khoán hóa phát triển thì sẽ có tổ chức chuyên trách (SPV) và tổ chức đánh giá mức tín nhiệm. Thông qua các tổ chức này, các khoản vay bất động sản sẽ được tập hợp, phân loại, đánh giá mức độ rủi ro và làm bảo đảm để phát hành các trái phiếu qua kênh của tổ chức bảo lãnh phát hành với mức giá và lãi suất hợp lý. Tham gia vào quá trình chứng khoán hóa bao gồm nhiều tổ chức khác nhau từ cho vay, phát hành, bảo hiểm, đánh giá rủi ro, kiểm toán đến thu nợ nhằm đảm bảo lợi ích và tránh rủi ro cho các nhà đầu tư. Thông qua cơ chế này, các khoản vay thế chấp cầm cố bất động sản đã trở thành các chứng khoán nợ phát hành rộng rãi ra công chúng, làm tăng tính thanh khoản cho các khoản vay, và cơ hội mở rộng các nguồn vốn. Các khoản rủi ro về tín dụng đã được chuyển một cách hiệu quả từ các tổ chức cho vay trực tiếp sang các nhà đầu tư trái phiếu. Tuy nhiên để cơ chế này

Bảng 1: Hệ số nợ bình quân của các doanh nghiệp bất động sản ở Việt Nam (2013-2016)

Đơn vị tính: (%)

Năm	2013	2014	2015	2016
Tổng nợ / Tổng nguồn vốn	64	62	60	62
Tổng nợ / Vốn CSH	176	162	149	166

Nguồn: 'Dữ liệu Kinh tế Việt Nam', 2015.

hoạt động được đòi hỏi phải có các quy định của cơ quan quản lý Nhà nước tạo hành lang pháp lý cho các công ty mua bán nợ hoạt động cũng như đảm bảo quyền lợi cho các nhà đầu tư tham gia vào quá trình này.

3. Thực trạng cơ chế huy động vốn thông qua chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản ở Việt Nam

3.1. Thực trạng các nguồn tài trợ cho thị trường bất động sản ở Việt Nam thời gian qua

Vượt qua một thời gian dài suy thoái, thị trường bất động sản Việt Nam đang có sự chuyển mình mạnh mẽ về cơ cấu sản phẩm, cơ chế chính sách, tư duy kinh doanh của chủ đầu tư cũng như phương thức huy động vốn của doanh nghiệp và quan điểm lựa chọn dự án của khách hàng. Đây là cơ sở quan trọng để thị trường bước vào giai đoạn phục hồi mạnh mẽ.

Báo cáo của tổ chức tư vấn CBRE cho thấy: tại Hà Nội, 6 tháng đầu năm 2016, chỉ riêng phân khúc căn hộ đã bán được 8.900 sản phẩm; các giao dịch trong quý II/2016 tăng trưởng trên 20% so với quý I. Tại TP. HCM cũng có gần 7.000 căn hộ được trao đổi chuyên nhượng. Trên cả hai thị trường lớn này, mức giá tại hầu hết phân khúc đều tăng nhẹ từ 1% - 3% tùy từng dự án. Điều này cho thấy thị trường đang ấm lại theo một cách khá bền vững. Tuy nhiên để đảm bảo hoạt động của thị trường, vốn là vấn đề được các doanh nghiệp đặc biệt quan tâm. Với đặc thù kinh doanh của ngành bất động sản là đòi hỏi vốn lớn, bởi vậy vốn vay chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu vốn của doanh nghiệp bất động sản. Số liệu bảng 1 cho thấy giai đoạn 2013 - 2016 hệ số nợ bình quân của các doanh nghiệp bất động sản Việt Nam luôn duy trì ở mức cao, trên 60%, chủ yếu là từ các nguồn nợ từ ngân hàng, vốn từ đầu tư nước ngoài và từ các tổ chức cá nhân trên thị trường.

Thực tế cho thấy càng các doanh nghiệp có quy

mô đầu tư lớn, hệ số nợ so với vốn chủ sở hữu càng cao như Vingroup, Hoàng Anh Gia Lai... (xem Bảng 2). Trong đó, doanh nghiệp vay nợ nhiều nhất là Tập đoàn Vingroup (VIC) với tổng nợ năm 2016 lên tới hơn 65 nghìn tỷ, gần gấp đôi so với vốn chủ sở hữu (CSH). Công ty cổ phần (CTCP) Hoàng Anh Gia Lai, Công ty Quốc Cường Gia lai, CTCP Phát triển hạ tầng kỹ thuật... cũng có hệ số nợ khá cao (trên 50%) so với tổng nguồn vốn. Đối với các công ty nhỏ lẻ khác, tỷ lệ nợ cũng chiếm mức khá cao (trên 30%). Điều này dẫn đến mức độ rủi ro trong kinh doanh là rất lớn nếu như các doanh nghiệp không tìm được nguồn tài trợ lâu dài và ổn định.

Bên cạnh nguồn vốn tín dụng ngân hàng, để tạo tính chủ động trong huy động nguồn vốn cho đầu tư phát triển nhiều doanh nghiệp kinh doanh bất động sản đã huy động vốn dưới dạng phát hành các cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp và đã thu được một số kết quả nhất định. Ví dụ như Tập đoàn Vingroup, FLC, Công ty cổ phần tài chính Sông Đà, Tổng công ty đầu tư phát triển nhà HUD... với số vốn huy động hàng trăm tỷ đồng.

Theo thống kê của Bộ Tài chính, trong năm 2015 có 42.769 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp được phát hành. Phần lớn đến từ các công ty thuộc ngành bất động sản và sản xuất, VIC là một trong những công ty có đợt phát hành lớn trong năm 2015 với 2000 tỷ đồng. Ngoài ra, có khá nhiều doanh nghiệp đã thực hiện phát hành trái phiếu để tăng vốn cho doanh nghiệp mình (Nguyễn Chí Hồng Ngọc, 2016).

Trên thị trường chứng khoán hiện nay, có khoảng 65 doanh nghiệp niêm yết có hoạt động kinh doanh bất động sản thuần túy, chưa kể đến một số lượng đáng kể các doanh nghiệp trong lĩnh vực xây lắp chưa được niêm yết. Giá trị vốn hóa thị trường của 65 công ty này đạt hơn 159 nghìn tỷ đồng tại thời điểm tháng 4 năm 2015, chiếm khoảng 11,49% tổng vốn hóa của thị trường chứng khoán (Vương Khắc Huy & Hà Hồng Hoa, 2015).

Bảng 2: Chỉ số nợ của một số doanh nghiệp bất động sản (năm 2016)

Stt	Tên doanh nghiệp	Mã	Tổng nợ (triệu đồng)	Vốn CSH (triệu đồng)	Nợ/Tổng tài sản (%)
1	Tập đoàn Vingroup	VIC	65.390.436	37.453.699	63,58
2	CTCP Hoàng Anh Gia Lai	HAG	30.722.649	16.811.229	64,54
3	CTCP Đầu tư và Công nghiệp Tân Tạo	ITA	3.695.615	9.548.537	28,33
4	Tổng CT Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC	5.618.539	8.055.591	41,09
5	CTCP Cơ điện lạnh	REE	2.935.903	6.683.020	30,45
6	CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH	4.378.200	4.184.647	51,13
7	CTCP tư vấn – Thương mại – Dịch vụ đại ốc Hoàng Quân	HQC	2.318.036	4.006.163	37,28
8	CTCP Quốc Cường Gia Lai	QCG	4.038.954	3.940.921	50,61
9	CTCP Địa ốc Sài Gòn Thương Tín	SCR	1.986.079	3.020.673	39,67
10	CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật	IJC	4.373.769	2.956.263	59,67

Nguồn: 'Dữ liệu Kinh tế Việt Nam', 2015

Tuy nhiên việc huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu và cổ phiếu trên thị trường bất động sản trong thời gian vừa qua chưa đáp ứng được nhu cầu của các doanh nghiệp bất động sản, và chưa phát huy hết vai trò của công cụ chứng khoán hóa trong việc huy động vốn cho thị trường bất động sản trong giai đoạn hiện nay. Để giải quyết bài toán về vốn cho thị trường bất động sản, bên cạnh các nguồn tài trợ nêu trên, cần phải có một cơ chế khơi thông luồng vốn từ các khoản cho vay thế chấp bất động sản tại các ngân hàng thương mại (NHTM) và các tổ chức tín dụng.

3.2. Thực trạng cơ chế huy động vốn thông qua chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản ở Việt Nam

Trên thực tế, ở Việt Nam hiện nay vẫn chưa có một cơ chế hoàn chỉnh để thực hiện nghiệp vụ chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản nhằm tạo vốn và tháo gỡ khó khăn cho thị trường, cả trên thị trường tài chính và thị trường bất động sản. Tuy nhiên manh nha của nghiệp vụ chứng khoán hóa các khoản vay

bất động sản cũng đã được thực hiện thông qua việc Chính phủ cho phép thành lập Công ty quản lý tài sản của các tổ chức tín dụng (VAMC) theo Nghị định 53/2013/NĐ-CP ngày 18/5/2013. Mục đích của việc thành lập VAMC là để NHNN có cơ sở pháp lý xử lý nợ xấu của hệ thống tổ chức tín dụng, tuy nhiên đây lại là nền tảng quan trọng cho việc triển khai nghiệp vụ chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản trên hệ thống các ngân hàng thương mại Việt Nam hiện nay, bởi cơ chế hoạt động của VAMC có nhiều nét tương đồng với cơ chế chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản như đã đề cập ở phần 2 nêu trên. Theo cơ chế này, các khoản nợ xấu của các NHTM (mà trong đó chủ yếu là các khoản vay thế chấp bất động sản) sẽ được chuyển giao cho VAMC theo giá trị sổ sách, và hoán đổi thành một loại trái phiếu đặc biệt do VAMC phát hành. Các NHTM sẽ đem trái phiếu này ra NHNN chiết khấu lấy tiền về kinh doanh tiếp (với mức lãi suất thấp).

Về phía VAMC, sau khi thực hiện giao dịch với hoán đổi nợ xấu thành trái phiếu đặc biệt với ngân hàng sẽ có toàn quyền quyết định với khoản nợ xấu

vừa được chuyển giao. VAMC sẽ tiến hành phân loại, sắp xếp các khoản nợ này và tìm cách bán cho các nhà đầu tư trong và ngoài nước hoặc xử lý theo các biện pháp đã được quy định trong luật. Khi các món nợ xấu được VAMC xử lý thành công thì VAMC sẽ được hưởng một tỷ lệ nhất định trên số nợ đòi được, phần còn lại ngân hàng sẽ hưởng toàn bộ. Trường hợp VAMC không xử lý được các khoản nợ thì chỉ cần đợi đến khi trái phiếu đặc biệt đến hạn thì trả lại khoản nợ xấu cho ngân hàng, và ngân hàng phải thanh toán cho NHNN số tiền đã được tái cấp vốn thông qua trái phiếu đặc biệt. Trong cơ chế này VAMC đóng vai trò như là tổ chức tài chính trung gian mua bán các khoản nợ bất động sản và phát hành trái phiếu bán trên thị trường cho các nhà đầu tư.

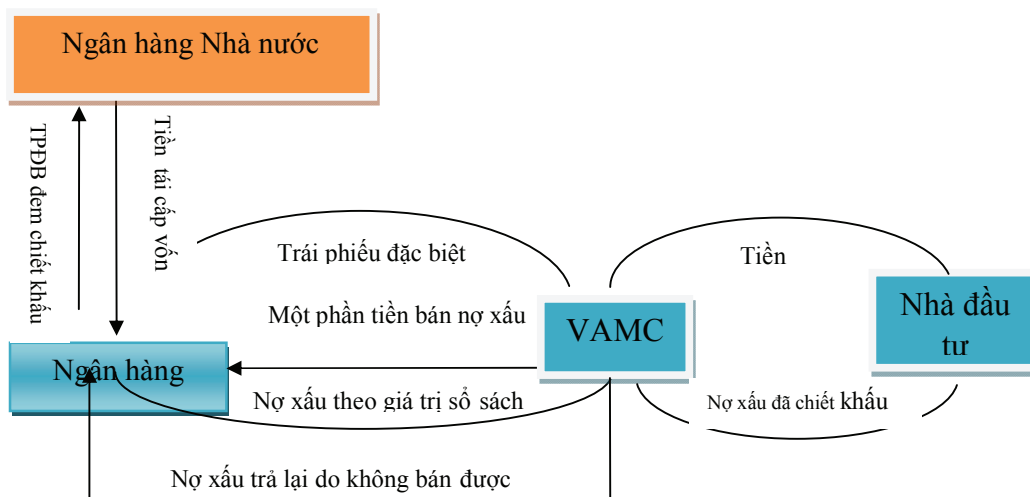
Tuy nhiên do mục đích hoạt động của VAMC là để giải quyết nợ xấu do đó cơ chế hoạt động cũng như các quy định để VAMC hoạt động hiện nay vẫn là để phục vụ cho mục đích giải quyết bài toán về nợ xấu cho hệ thống tín dụng, chứ chưa thực sự là nơi để thu hút nguồn vốn nhàn rỗi trong dân để đầu tư vào bất động sản. Phương án huy động vốn bằng trái phiếu đặc biệt từ VAMC vẫn là một công cụ hết sức thô sơ và không có gì đảm bảo chắc chắn. Về mặt bản chất, mọi rủi ro cuối cùng vẫn do hệ thống các tổ chức tín dụng phải gánh chịu. VAMC chỉ là tổ chức thay mặt Ngân hàng Nhà nước giải quyết tạm thời những khó khăn về vốn cho các NHTM.

Như vậy cơ chế hoạt động của VAMC là mới chỉ là tiền đề cho việc phát triển nghiệp vụ chứng khoán hóa các khoản vay. Trên thực tế VAMC vẫn chưa đủ cơ sở pháp lý và các điều kiện cần thiết để đứng ra triển khai nghiệp vụ này.

Chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản sẽ góp phần bổ sung nguồn vốn cho ngân hàng thương mại, tạo điều kiện mở rộng và cung ứng nhiều sản phẩm bất động sản hơn, đáp ứng tốt nhất nhu cầu của dân cư, nhà đầu tư và doanh nghiệp, từ đó thúc đẩy thị trường bất động sản, thị trường chứng khoán ở Việt Nam phát triển. Có thể thấy hiện nay Việt Nam có nhiều điều kiện thuận lợi để phát triển nghiệp vụ này, tuy nhiên trên thực tế triển khai vẫn còn nhiều khó khăn vướng mắc. Trước hết là do hệ thống pháp lý chưa rõ ràng và chưa phù hợp cho nghiệp vụ chứng khoán hóa, đặc biệt là chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản. Hiện tại chưa có tổ chức nào đủ điều kiện về mặt pháp lý để đứng ra tổ chức triển khai nghiệp vụ này, cho dù trên thực tế là luật chứng khoán đã có hiệu lực từ lâu và Nhà nước cũng đã rất quan tâm đến việc thúc đẩy các giải pháp phát triển thị trường chứng khoán hóa nhằm thu hút vốn cho thị trường bất động sản. Các định chế tham gia chứng khoán hóa còn ít và đơn giản, mới chỉ có sự tham gia của ngân hàng, tổ chức mua nợ và công ty phát hành chứng khoán. Trong khi đó theo mô hình chuẩn, cần phải có các tổ chức định giá, kiểm toán đánh giá rủi ro và các tổ chức thu hồi nợ để giảm thiểu rủi ro cho các nhà đầu tư. Mặc dù đã có quy định cho phép thành lập công ty định mức tín nhiệm tại Việt Nam nhưng tính đến thời điểm này vẫn chưa có công ty nào được thành lập. CIC (trung tâm thông tin tín dụng) là đơn vị duy nhất ở Việt Nam cung cấp dịch vụ xếp loại tín dụng doanh nghiệp theo quyết định số 473/QĐ-NHNN. Tuy nhiên, dịch vụ này vẫn còn hạn chế, thiếu tính chuyên nghiệp và chưa được nhiều nhà đầu tư biết đến.

Thứ hai, chứng khoán hóa nói chung và chứng

Hình 2: Cơ chế hoạt động của VAMC



khoán hóa các khoản vay hoàn toàn là một kỹ thuật mới đối với thị trường tài chính Việt Nam. Bởi vậy để thực hiện được nghiệp vụ này đòi hỏi phải có đội ngũ nguồn nhân lực có trình độ chuyên môn sâu, am hiểu kỹ thuật chứng khoán hóa và khả năng vận dụng trong bối cảnh thị trường tài chính ở Việt Nam. Trong khi đó đội ngũ nguồn nhân lực cho việc thực hiện nghiệp vụ này ở Việt Nam còn thiếu và yếu, chưa đáp ứng được nhu cầu thực tế.

Thứ ba, khả năng xử lý những rủi ro phát sinh trong quá trình chứng khoán hóa là khá khó khăn. Chỉ cần những rủi ro phát sinh về thu hồi nợ, về nợ quá hạn hoặc về thị trường bất động sản là khả năng chi trả của các tổ chức thực hiện chứng khoán hóa sẽ có chiều hướng xấu và mang tính chất liên hoàn. Bởi vậy ở Việt Nam, đây sẽ là vấn đề phức tạp và đòi hỏi cao từ hệ thống quản lý và xử lý rủi ro của thị trường tài chính và các cơ quan quản lý Nhà nước, trong đó có vai trò của các tổ chức đánh giá tín nhiệm.

Thứ tư, tính minh bạch trong hoạt động của doanh nghiệp bất động sản và thị trường bất động sản còn thấp. Để thực hiện tốt nghiệp vụ chứng khoán hóa, bản thân sản phẩm trên thị trường phải có tính thanh khoản cao, chất lượng sản phẩm phải tốt, gắn liền với chất lượng và uy tín của nhà đầu tư. Thông tin từ các doanh nghiệp bất động sản cũng như các dự án đầu tư bất động sản đến khách hàng phải thực sự công khai, minh bạch. Điều này thực sự đang là điểm yếu của các doanh nghiệp bất động sản Việt Nam khi mức độ minh bạch thông tin còn rất thấp, thị trường bất động sản còn nhiều biến động và chưa ổn định, chịu ảnh hưởng nhiều của cơ chế chính sách và tâm lý bầy đàn.

4. Giải pháp huy động vốn cho thị trường bất động sản thông qua chứng khoán hóa các khoản vay ở Việt Nam

Từ những phân tích trên cho thấy, để có thể áp dụng và triển khai tốt nghiệp vụ chứng khoán hóa các khoản vay, nhằm tạo kênh huy động vốn cho thị trường bất động sản trong giai đoạn trước mắt cần thực hiện tốt các giải pháp sau:

Một là, hoàn thiện khung pháp lý cho nghiệp vụ chứng khoán hóa, trong đó quy định rõ trách nhiệm và quyền hạn đối với các bên tham gia quá trình chứng khoán hóa nhằm đảm bảo quyền lợi cho các bên tham gia và đảm bảo tính lành mạnh của thị trường. Bên cạnh đó cần ban hành các quy định rõ ràng về việc thành lập các tổ chức đặc biệt như SPV phù hợp với điều kiện của Việt Nam, thành lập các

tổ chức định mức tín nhiệm có đầy đủ chức năng quyền hạn và có đủ khả năng để đánh giá kiểm định các sản phẩm chứng khoán hóa trước khi đưa ra thị trường. Ban hành các văn bản về xử lý nợ bất động sản, hoàn thiện cơ sở pháp lý cho hoạt động của thị trường chứng khoán, thị trường bất động sản, trong đó có hoạt động của các quỹ đầu tư bất động sản, quỹ tín thác trên thị trường... Xây dựng cơ chế huy động vốn thông qua chứng khoán hóa các khoản vay với sự tham gia của các chủ thể: doanh nghiệp, ngân hàng cho vay thế chấp, công ty phát hành chứng khoán, tổ chức bảo lãnh phát hành, công ty định mức tín nhiệm, các tổ chức định giá và các nhà đầu tư.

Hai là, thành lập các tổ chức kiểm định đánh giá mức tín nhiệm, đây là giải pháp rất quan trọng trong quá trình chứng khoán hóa, bởi đây sẽ là tổ chức đánh giá, sàng lọc để lựa chọn được các sản phẩm tốt trước khi đưa ra thị trường, tạo tâm lý an tâm, tin tưởng cho các nhà đầu tư. Ngoài ra tổ chức này cũng có nhiệm vụ rà soát đánh giá lại các khoản vay bất động sản, đánh giá lại giá trị thị trường bất động sản và khả năng trả nợ vay của khách hàng, điều này nhằm giảm thiểu rủi ro cho hệ thống tín dụng khi thực hiện các khoản nợ vay dưới chuẩn.

Ba là, về phía ngân hàng, cần thực hiện tốt quy trình tín dụng bất động sản, từ khâu thẩm định, xét duyệt cho vay, giải ngân, định giá tài sản đảm bảo để thực hiện các khoản vay đủ tiêu chuẩn, đồng thời xem xét và quy định một tỷ lệ giới hạn tài trợ cho các khoản vay bất động sản trên cơ sở tăng trưởng tín dụng và mức độ dự phòng rủi ro hợp lý.

Bốn là, nâng cao tính minh bạch về thông tin của cả doanh nghiệp lẫn thị trường bất động sản, đặc biệt là các thông tin về quy hoạch, đấu thầu dự án. Khi lựa chọn loại bất động sản dùng để chứng khoán hóa, nên chọn các dự án đã được nghiệm thu toàn bộ, từng phần, hoặc đã được đưa vào khai thác có doanh thu để tạo niềm tin cho nhà đầu tư về mục đích và độ an toàn của bất động sản. Minh bạch hóa các thông tin giao dịch trên thị trường bất động sản, tạo thuận lợi cho khách hàng trong việc tiếp cận với sản phẩm bất động sản có chất lượng tốt và khả năng thanh khoản cao.

Năm là, nâng cao chất lượng đội ngũ nguồn nhân lực am hiểu về nghiệp vụ chuyên môn chứng khoán hóa, về thị trường bất động sản từ việc đào tạo bồi dưỡng đội ngũ cán bộ hiện có, đến xây dựng chương trình đào tạo ở các trường đại học phù hợp với kiến thức và trình độ chuyên môn quốc tế.

Tài liệu tham khảo

- ‘Chứng khoán hóa’ (2017), *Wikipedia*, <https://vi.wikipedia.org/wiki/Ch%E1%BB%A9ng_kho%C3%A1n_h%C3%B3a>.
- ‘Dữ liệu Kinh tế Việt Nam’ (2015), *Vietdata*, <<http://www.vietdata.vn/>>
- Chính phủ (2013), *Nghị định 53/2013/NĐ-CP về thành lập, tổ chức và hoạt động của Công ty Quản lý tài sản của các tổ chức tín dụng Việt Nam*, ban hành ngày 18 tháng 05 năm 2013.
- Đặng Văn Dân (2016), ‘Chứng khoán hóa khoản vay có thể chấp bất động sản: Nhìn nhận lợi ích và khả năng phát triển ở Việt Nam’, *Tạp chí Ngân hàng*, 8.
- Michael S.Gambro & Scott Leichtner (1997), ‘Selected legal issues affecting Securitization’, *North Carolina Banking Institute*, 1(1).
- Ngân hàng Nhà nước (2014), *Thông tư số 36/2014/TT-NHNN Quy định các giới hạn, tỷ lệ đảm bảo an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài*, ban hành ngày 20 tháng 11 năm 2014.
- Ngân hàng Nhà nước (2016), *Thông tư số 06/2016/TT-NHNN Sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 36/2014/TT-NH ngày 20 tháng 11 năm 2014 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước quy định về các giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài*, ban hành ngày 27 tháng 5 năm 2016.
- Nguyễn Chí Hồng Ngọc (2016), ‘Thị trường bất động sản năm 2016 vẫn lạc quan’, *BaoViet Securities*, <<http://static1.vietstock.vn/vietstock/2016/BVSC++Cap+nhat+Nganh+Bat+dong+san+6.2016.pdf>>.
- Stefano Caselli & Stefani Gatti (2005), *Structured Finance: Techniques, Products and Market*, Springer Berlin, Heidelberg Germany.
- Thống đốc Ngân hàng Nhà nước (2004), *Quyết định số 473/QĐ-NHNN về triển khai đề án phân tích, xếp loại tín dụng doanh nghiệp*, ban hành ngày 28 tháng 04 năm 2004.
- Vương Khắc Huy & Hà Hồng Hoa (2015), ‘Báo cáo ngành bất động sản tháng 03/2015’, *FPT Securities*, <http://www.fpts.com.vn/FileStore2/File/2015/07/28/FPTS_Bao-cao-nganh-Bat-dong-san_03.2015.pdf>.