



INTERNATIONAL SECURITIZATION RESEARCH – POLICY IMPLICATIONS FOR VIETNAM

Pham Tien Dat^{1*}

¹University of Finance – Marketing

ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p>DOI: 10.52932/jfm.vi5.380</p> <p><i>Received:</i> February 29, 2023</p> <p><i>Accepted:</i> April 03, 2023</p> <p><i>Published:</i> October 25, 2023</p> <p>Keywords: Securitization; Policy implications; International; Vietnam.</p>	<p>In this article, the author researches the process and legal framework for securitization activities in countries around the world. The author uses the analytical method of evaluating arguments to make conclusions and implications. The authors studied countries including the United States, Japan, Singapore, Malaysia, and China, with research data from 1998-2021. From the research results, the author will give implications for Vietnam: Legal framework for securitization activities need to synchronize Vietnamese regulations, solutions for securities companies and commercial banks in Vietnam.</p>

*Corresponding author:

Email: phamtiendat@ufm.edu.vn



NGHIÊN CỨU CHỨNG KHOÁN HOÁ QUỐC TẾ - HÀM Ý CHÍNH SÁCH CHO VIỆT NAM

Phạm Tiến Đạt^{1*}

¹Trường Đại học Tài chính – Marketing

THÔNG TIN	TÓM TẮT
DOI: 10.52932/jfm.vi5.380 Ngày nhận: 29/22/2023 Ngày nhận lại: 03/04/2023 Ngày đăng: 25/10/2023 Từ khóa: Chứng khoán hóa; Hàm ý chính sách; Quốc tế; Việt Nam.	Bài báo tác giả nghiên cứu về nghiệm vụ quy trình, khung pháp lý cho hoạt động chứng khoán hóa của các quốc gia trên thế giới. tác giả sử dụng phương pháp phân tích đánh giá lập luận để đưa ra các kết luận, hàm ý. Các quốc gia được tác giả nghiên cứu gồm Hoa Kỳ, Nhật, Singapore, Malaysia, Trung Quốc, dữ liệu nghiên cứu từ 1998-2021. Từ kết quả nghiên cứu tác giả sẽ đưa ra các hàm ý cho Việt Nam: Khung pháp lý cho hoạt động chứng khoán hóa, cần đồng bộ các quy định của Việt Nam, giải pháp cho các công ty chứng khoán và các ngân hàng thương mại Việt Nam.

1. Giới thiệu

Chứng khoán hóa là một trong những công cụ tài chính được sử dụng rất hữu hiệu tại các quốc gia đã phát triển như Hoa Kỳ và châu Âu trong việc nâng cao chất lượng, đa dạng hóa các loại hình đầu tư, tăng thanh khoản và hạn chế rủi ro trên thị trường chứng khoán. Mặc dù chứng khoán hóa được cho là một trong các tác nhân khuếch đại tính trầm trọng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008-

2009, nhưng nhìn chung, nếu ứng dụng và điều tiết chứng khoán hóa một cách hợp lý, bài bản, thì chứng khoán hóa vẫn sẽ mang lại rất nhiều lợi ích rõ rệt trên thị trường chứng khoán nói riêng và thị trường tài chính nói chung. Tại Việt Nam, mặc dù việc ứng dụng chứng khoán hóa vẫn đang gặp rất nhiều rào cản về cơ sở hạ tầng, hệ thống pháp lý và nhiều yếu tố thị trường khác, nhưng chứng khoán hóa vẫn đang được coi là một công cụ rất cần thiết cho một thị trường tài chính Việt Nam hiện đại trong bối cảnh hội nhập quốc tế sâu rộng. Tuy nhiên, hiện nay Việt Nam còn nhiều vấn đề phải nghiên cứu như: hoàn thiện khuôn khổ pháp

*Tác giả liên hệ:

Email: phamtiendat@ufm.edu.vn

lý về hoạt động mua, bán nợ của các doanh nghiệp, về hình thành, phát triển và quản lý thị trường mua, bán nợ; Nghiên cứu, xây dựng khuôn khổ pháp lý cho hoạt động chứng khoán hoá các khoản nợ, góp phần tạo cơ sở pháp lý cho việc thực hiện các giao dịch trên thị trường chứng khoán và chuyển đổi các khoản nợ xấu thành chứng khoán để giao dịch công khai, minh bạch.

Xuất phát từ những vấn đề nêu trên tác giả đã thực hiện nghiên cứu này, nhằm đánh giá khả năng chứng khoán hóa các khoản nợ, đồng thời nghiên cứu xây dựng khuôn khổ pháp lý cho hoạt động chứng khoán hóa các khoản nợ xấu để giao dịch trên thị trường chứng khoán trong bối cảnh thị trường chứng khoán còn non trẻ, sản phẩm chứng khoán còn chưa đa dạng là hết sức cần thiết. Kết quả nghiên cứu không những giúp xử lý nợ xấu trong nền kinh tế, góp phần đảm bảo an ninh tài chính quốc gia, mà còn đa dạng hóa sản phẩm cho thị trường chứng khoán, theo kịp xu thế toàn cầu.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Khái niệm

Theo định nghĩa của Ủy ban Chứng khoán Hoa Kỳ: chứng khoán hóa là việc phát hành các chứng khoán dựa trên một tập hợp các tài sản (securitization means an issuance of securities backed by a pool of assets).

Theo định nghĩa của OECD: Chứng khoán hóa là quá trình phát hành các chứng khoán có tính khả mại mới dựa trên các tài sản đã tồn tại như các khoản nợ, thế chấp, nợ thẻ tín dụng và các loại tài sản khác bao gồm các khoản phải thu (Securitisation is the process of issuing new negotiable securities backed by existing assets such as loans, mortgages, credit card debt, or other assets (including accounts receivable)).

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 tổ chức mục đích đặc biệt (Special Purpose Vehicle – SPV), các tổ chức mục đích đặc biệt này sẽ huy động vốn bằng cách phát hành chứng khoán được đảm bảo chủ yếu bằng các tài sản đó”.

2.2. Kỹ thuật chứng khoán hóa

Theo nghiên cứu của Barmat (1990). Kỹ thuật chứng khoán hóa được thực hiện trên 2 nhóm tài sản, đó là: (i) Các khoản vay được thế chấp bằng bất động sản và (ii) Các tài sản tài chính khác. Tương ứng với hai loại tài sản trên thì sau khi được chứng khoán hóa sẽ hình thành hai loại chứng khoán:

Thứ nhất, các chứng khoán dựa trên thế chấp bất động sản (Mortgage backed securities – MBS) là những trái phiếu (notes) được hình thành từ các khoản vay thế chấp bất động sản. Những người mua chứng khoán dựa trên thế chấp bất động sản thường được nhận một khoản trái tức cố định (coupon) và tiền gốc, khoản tiền này được tổ chức phát hành chứng khoán thanh toán dựa trên dòng tiền phát sinh từ những khoản vay thế chấp bất động sản được dùng để làm tài sản cơ sở của trái phiếu.

Thứ hai, các chứng khoán dựa trên tài sản tài chính (Asset backed securities – 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 chứng khoán dựa trên tài sản tài chính 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.

Ngoài chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp (Mortgage-Backed Security – MBS) và chứng khoán dựa trên tài sản tài chính ra, hiện nay trên thị trường chứng khoán hóa còn có rất nhiều “biến thể” của chứng khoán dựa trên tài

sản tài chính và chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp. Chẳng hạn như nghĩa vụ nợ thế chấp (collateralized debt obligation – CDO) là một tài sản tài chính có cấu trúc phức tạp được phát hành dựa trên một tập hợp các khoản nợ hoặc tài sản khác và bán cho nhà đầu tư có tổ chức. Nghĩa vụ nợ thế chấp được chia thành các lớp rủi ro khác nhau, hoặc các phân ngành, theo đó các phân ngành “cao cấp” được coi là chứng khoán an toàn nhất.

2.3. Quy trình chứng khoán hóa

Theo nghiên cứu Breidenbach (2003) và Jobst và cộng sự (2008), ta có các bước triển khai như sau:

Bước 1: Tổ chức tín dụng (Bên khởi tạo) cho khách hàng vay tiền, khách hàng chuyển giao các chứng từ nợ và tài sản thế chấp mà khách hàng vay tiền để mua (nếu có) cho tổ chức tín dụng.

Bước 2: Tổ chức tín dụng (Bên khởi tạo) tập hợp nhóm các khoản vay đủ tiêu chuẩn, mọi khoản vay trong cùng một nhóm thường có cùng thời hạn và lãi suất. Sau đó, bên khởi tạo sẽ chuyển nhượng các khoản nợ cho các Tổ chức mục đích đặc thù.

Bước 3: Các Tổ chức mục đích đặc thù phát hành chứng khoán cho tổ chức bảo lãnh phát hành trên cơ sở đánh giá lại các yếu tố rủi ro, đánh giá dòng tiền dự tính mà các khoản nợ mang lại. Quá trình này sẽ có sự tham gia của các tổ chức định mức tín nhiệm, tổ chức định giá.

Bước 4: Tổ chức bảo lãnh phát hành bán các chứng khoán này trên thị trường và thu tiền từ các nhà đầu tư, đồng thời dùng số tiền này trả cho Tổ chức mục đích đặc thù.

Bước 5: Tổ chức mục đích đặc thù dùng tiền thu được từ việc bán các chứng khoán vừa phát hành để trả cho các khoản nợ được chứng khoán hóa đã mua từ bên khởi tạo, các tài sản này do tổ chức quản lý tài sản trực thuộc bên khởi tạo nắm giữ.

Bước 6: Bên đi vay có nghĩa vụ thực hiện việc trả nợ (gồm gốc và lãi) cho các khoản tiền vay.

Bước 7: Tiền thu nợ sẽ được trả cho Tổ chức mục đích đặc thù và Tổ chức mục đích đặc thù sẽ dùng số tiền này trả cho các nhà đầu tư.

3. Hoạt động chứng khoán hóa Quốc tế

3.1. Chứng khoán hóa tại Hoa Kỳ

Quy định về chứng khoán hóa tại Hoa Kỳ được nêu trong Bộ Luật Hoa Kỳ của Nghị viện (U.S Code), Luật Bảo vệ người tiêu dùng và cải cách Phố Wall Dodd-Frank, quy định của Ủy ban Chứng khoán Hoa Kỳ (SEC) và quy chế chứng khoán hóa (rules on securitization). Cụ thể, quy định về chứng khoán hóa, tổ chức chuyên trách Tổ chức mục đích đặc thù, tài sản chứng khoán hóa như sau:

- Chứng khoán hóa là việc phát hành các chứng khoán dựa trên một tập hợp các tài sản (securitization means an issuance of securities backed by a pool of assets). Trong đó, chứng khoán dựa trên tài sản tài chính (Asset-backed securities) là những chứng chỉ điện tử hoặc bằng giấy do tổ chức trung gian đặc biệt - Tổ chức mục đích đặc thù phát hành, nguồn thu nhập để trả lãi chính là dòng tiền từ nhóm/tập hợp các tài sản theo những điều kiện và điều khoản giao dịch cụ thể.
- Tài sản đủ điều kiện giao dịch chứng khoán hóa. Trong một giao dịch chứng khoán hóa, tài sản cơ sở đại diện cho nghĩa vụ nợ của một nhóm các chủ nợ đồng nhất. Do đó, mọi tài sản đủ tiêu chuẩn trên Bảng cân đối kế toán có thể được chứng khoán hóa, trừ những tài sản bao gồm: khoản phải thu thế tín dụng, các khoản vay phải trả cả gốc và lãi, tài sản bảo đảm (encumbered assets) và tài sản đã được chứng khoán hóa (securitization exposures).
- Tổ chức khởi tạo (originator) là tổ chức tạo ra tài sản tài chính làm tài sản thế chấp cho

chứng khoán dựa trên tài sản tài chính, bán tài sản trực tiếp hoặc gián tiếp cho Tổ chức mục đích đặc thù.

- Quy định đối với tổ chức chuyên trách Tổ chức mục đích đặc thù: Tổ chức mục đích đặc thù theo quy định của SEC là một tổ chức pháp lý được thành lập với mục đích duy nhất là mua lại và nắm giữ tài sản vì lợi ích duy nhất của chủ sở hữu chứng khoán dựa trên tài sản tài chính – hưởng lãi chưa chia (undivided interests) trong tập hợp tài sản (tập hợp tài sản là tài sản cơ sở của chứng khoán dựa trên tài sản tài chính).
 - + Thuế áp dụng đối với tổ chức có mục đích đặc biệt (Tổ chức mục đích đặc thù) nếu tổ chức này là doanh nghiệp tại Hoa Kỳ sẽ phải chịu thuế thu nhập doanh nghiệp là 21% đối với thu nhập chịu thuế.
 - + Thuế áp dụng đối với tiền lãi nhà đầu tư mua các sản phẩm chứng khoán hóa bởi một tổ chức phát hành chứng khoán hóa (công ty) là 20%.

Sau cuộc khủng hoảng tài chính, Hoa Kỳ đã thay đổi hàng loạt các chính sách có liên quan đến phát hành và nắm giữ chứng khoán hóa, cụ thể:

- Tăng cường công bố thông tin về các tài sản cơ sở của sản phẩm chứng khoán hóa: Điều 942 (b) của Đạo luật Dodd-Frank quy định đối với mỗi đợt phát hành chứng khoán hóa, cần phải công bố thông tin các tài sản tài chính đăng sau mỗi lớp chứng khoán hóa được phát hành.
- Yêu cầu các tổ chức phát hành hoặc tài trợ cho hoạt động chứng khoán hóa phải giữ lại một phần các tài sản cơ sở được mang ra để chứng khoán hóa nhằm tăng chất lượng các tài sản cơ sở phục vụ cho mục đích chứng khoán hóa (Điều 941 – Đạo luật Dodd Frank) để giảm thiểu rủi ro đạo đức khi các tổ chức này bán hết toàn bộ các khoản nợ có rủi ro tín dụng cao cho một bên thứ ba.

- Cải cách các tổ chức xếp hạng tín nhiệm (Điều 943 – Đạo luật Dodd Frank) để tăng độ tin cậy của những xếp hạng tín nhiệm do các tổ chức xếp hạng tín nhiệm cung cấp.
- Tăng yêu cầu về vốn: các yêu cầu về vốn sẽ giúp các công ty tránh khỏi các cú sốc về kinh tế. Hoa Kỳ áp dụng tiêu chuẩn Basel III trong đó yêu cầu về vốn cao hơn khi đầu tư vào sản phẩm chứng khoán hóa. Cụ thể là: đối với các giao dịch chứng khoán hóa, các nhà đầu tư nắm giữ các sản phẩm chứng khoán hóa phải nắm giữ nhiều “vốn” hơn so với các sản phẩm đầu tư khác theo các tiêu chuẩn Basel III. Ngoài ra, các ngân hàng phải áp dụng tỉ lệ đảm bảo khả năng thanh khoản (liquidity coverage ratio) theo các tiêu chuẩn Basel III.
- Quy định về phát hành chứng khoán hóa: chứng khoán hóa có thể được chào bán dưới hình thức chào bán ra công chúng và chào bán riêng lẻ. Đối với những chứng khoán có tài sản bảo đảm như chứng khoán dựa trên tài sản tài chính, hầu hết những đợt chào bán ra công chúng được thực hiện theo thủ tục đăng ký với SEC được gọi là “shelf offerings”. Hoạt động chào bán chứng khoán có tài sản bảo đảm cũng được thực hiện thông qua chào bán riêng lẻ, tuy nhiên không cần phải đăng ký với SEC, và thông thường được bán cho nhà đầu tư có tổ chức lớn (qualified institutional buyers).

3.2. Chứng khoán hóa tại Hàn Quốc

Hàn Quốc bắt đầu thực hiện các hoạt động liên quan đến chứng khoán hóa kể từ năm 1997 với sự ra đời của các quy định liên quan đến công ty có mục đích đặc biệt (Đạo luật về hoạt động của KAMCO – KAMCO Act). Sau đó, Hàn Quốc lựa chọn chứng khoán hóa các khoản nợ là phương pháp hiệu quả để giải quyết nợ xấu vì nó làm giảm tài sản nợ của các tổ chức tài chính hoặc công ty. Bởi vậy, Hàn Quốc đã ban hành Luật Chứng khoán hóa trên cơ sở tài sản

(1998) và Luật Chứng khoán hóa các khoản vay bất động sản (1999) để tạo tiền đề phát triển thị trường chứng khoán hóa tại quốc gia này. Hàng hóa tiêu biểu trên thị trường chứng khoán hóa bao 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, chứng khoán hóa các khoản cho vay bất động sản...

Bảng 1. Một số quy định pháp lý của Hàn Quốc về chứng khoán hóa

	Luật chứng khoán hóa trên cơ sở tài sản	Luật về Công ty có mục đích đặc biệt phát hành trái phiếu trên cơ sở khoản vay thế chấp bất động sản
1. Khái niệm	chứng khoán hóa trên cơ sở tài sản là các hoạt động bao gồm phát hành các chứng khoán trên cơ sở tài sản do Công ty có mục đích đặc biệt (có thể là Công ty nước ngoài)/Công ty ủy thác (a trust business entity) tiến hành bằng cách sử dụng tài sản mà người khởi tạo chuyển giao cho Công ty có mục đích đặc biệt/Công ty ủy thác. Việc thanh toán tiền gốc và lãi suất hoặc cổ tức của Công ty có mục đích đặc biệt/ Công ty ủy thác dựa trên cơ sở lãi phát sinh từ việc quản lý các tài sản cơ sở.	chứng khoán hóa trên cơ sở khoản vay bất động sản là việc Công ty có mục đích đặc biệt thực hiện phát hành các trái phiếu trên cơ sở khoản vay bất động sản sau khi Công ty này nhận được khoản vay bất động sản được chuyển nhượng từ các tổ chức tài chính.
2. Tổ chức có mục đích đặc biệt (SPC)	<ul style="list-style-type: none"> - Công ty có mục đích đặc biệt (SPC – Special purpose company) ở dạng công ty trách nhiệm hữu hạn theo Luật Thương mại. - Công ty ủy thác (A trust business entity) quy định tại Luật thị trường vốn và kinh doanh đầu tư tài chính). 	<ul style="list-style-type: none"> - Là công ty cổ phần. - Vốn tối thiểu là 25 tỷ won. - Tỷ lệ vốn (capital ratio) trên mức tiêu chuẩn theo Nghị định hướng dẫn. - Do Ủy ban Dịch vụ tài chính chấp thuận.
3. Tổ chức khởi tạo (Originator)	Bao gồm: Ngân hàng Phát triển Hàn Quốc, Ngân hàng Xuất nhập khẩu Hàn Quốc, Ngân hàng Công nghiệp Hàn Quốc, Các tổ chức tài chính theo Luật Ngân hàng, các ngân hàng tín dụng dài hạn, các công ty bảo hiểm, Công ty Quản lý tài sản Hàn Quốc, Công ty Bất động sản Hàn Quốc, Công ty Nhà ở quốc gia Hàn Quốc, các công ty tái cấu trúc công ty đầu tư, ...	Bao gồm: Ngân hàng Phát triển Hàn Quốc, Ngân hàng Công nghiệp Hàn Quốc, các tổ chức tài chính theo Luật Ngân hàng, các ngân hàng tín dụng dài hạn, doanh nghiệp bảo hiểm, ngân hàng tiết kiệm tương hỗ, ngân hàng tiết kiệm tương hỗ Công ty Nhà ở quốc gia Hàn Quốc.

	Luật chứng khoán hóa trên cơ sở tài sản	Luật về Công ty có mục đích đặc biệt phát hành trái phiếu trên cơ sở khoản vay thế chấp bất động sản
4. Kế hoạch phát hành chứng khoán	Bao gồm: các vấn đề liên quan đến tên của SPC và địa chỉ, các vấn đề liên quan đến tổ chức khởi tạo, Kế hoạch chứng khoán hóa kéo dài bao lâu, các vấn đề liên quan đến tài sản chứng khoán hóa (loại, số lượng, giá trị); các vấn đề về sản phẩm chứng khoán hóa (loại, số lượng, kỳ hạn, điều kiện), việc quản lý, hoạt động, loại bỏ các tài sản chứng khoán hóa, các vấn đề khác mô tả trong Nghị định.	Bao gồm: tên của công ty thực hiện chứng khoán hóa và địa chỉ; thời gian thực hiện chứng khoán hóa, chi tiết và số lượng giá trị của khoản thế chấp dùng để thực hiện chứng khoán hóa, loại, số lượng, điều kiện phát hành các sản phẩm chứng khoán hóa, các vấn đề liên quan đến quản lý, hoạt động, loại bỏ các tài sản cơ sở để thực hiện chứng khoán hóa, một số vấn đề khác mô tả ở Nghị định hướng dẫn.

Nguồn: Ministry of Government Legislation of Korea

Một số chính sách về thuế đối với các sản phẩm chứng khoán hóa tại Hàn Quốc góp phần thu hút sự tham gia vào thị trường chứng khoán hóa nợ xấu:

Giảm thuế trên thặng dư vốn: Thặng dư vốn thu được từ việc chuyển đổi các tài sản sở hữu bởi các tổ chức có mục đích đặc biệt như KAMCO đều được giảm 50% thuế.

Tính vào chi phí: Khi tổ chức tài chính có nợ xấu nhiều hơn mức dự phòng mất vốn, tổ chức này sẽ được bù phần nhiều hơn đó vào dự phòng định giá lại tài sản và được tính vào chi phí khi tính thu nhập chịu thuế của tổ chức tín dụng.

Miễn giảm thuế giao dịch chứng khoán hóa: Khi KAMCO hay các công ty có mục đích đặc biệt mua cổ phiếu/ nợ của các công ty bị mất khả năng thanh toán để tổ chức lại bộ máy của các công ty này thì sẽ được miễn giảm thuế.

Chính phủ cũng thành lập các tổ chức đóng vai trò là công ty có mục tiêu đặc biệt (SPC – Special purpose company) để phục vụ hoạt động phát hành các chứng khoán trên cơ sở tài sản tài chính và các khoản thế chấp bất động sản.

3.3. Chứng khoán hóa tại Trung Quốc

Hoạt động chứng khoán hóa tại Trung Quốc dựa trên các quy định tại rất nhiều các đạo luật

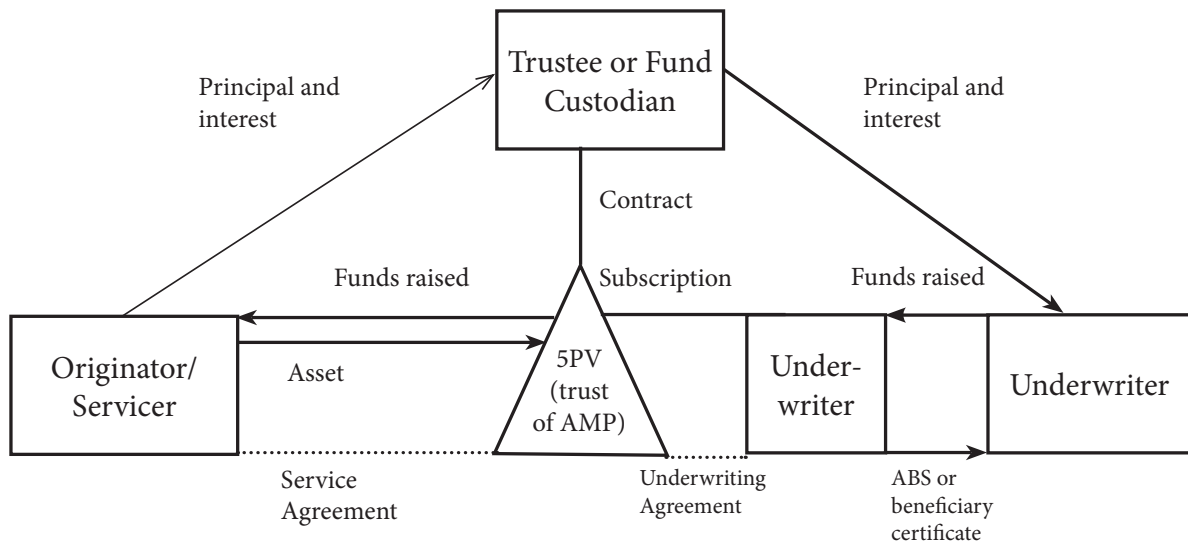
như Luật Hợp đồng, Luật Doanh nghiệp, Luật Tín thác, Luật Chứng khoán và Luật Quản lý quỹ chứng khoán. Hoạt động chứng khoán hóa còn được điều chỉnh bởi hàng loạt các quy định và đề án do Ngân hàng Trung ương Trung Quốc và Ủy ban Giám sát Ngân hàng Trung Quốc ban hành như Đề án thử nghiệm chứng khoán hóa tài sản tín dụng năm 2005, Đề án thử nghiệm chứng khoán hóa mở rộng năm 2012 và Thông báo của Ủy ban giám sát Ngân hàng Trung Quốc về quy trình chứng khoán hóa tài sản tín dụng năm 2014. Bên cạnh đó, Ủy ban Chứng khoán Trung Quốc cũng ban hành một số quy định pháp lý về hoạt động chứng khoán hóa như quy định về quản lý tài sản khách hàng của các công ty chứng khoán năm 2005 và 2013 (công ty chứng khoán được phép thay mặt khách hàng mua các khoản phải thu và tài sản của tổ chức phi tài chính và phát hành chứng khoán dựa trên tài sản đó, đưa chứng khoán giao dịch tại Sàn Giao dịch chứng khoán Thượng Hải và Thâm Quyển), quy định về thử nghiệm chứng khoán hóa tại các công ty chứng khoán và các công ty con của công ty quản lý quỹ, quy định về việc giao dịch và niêm yết các loại chứng khoán này.

Về các quy định phát hành chứng khoán hóa, tại Trung Quốc tồn tại cả hai hình thức

phát hành ra công chúng và phát hành riêng lẻ, tuy nhiên hình thức phát hành riêng lẻ phổ biến hơn đối với chứng khoán dựa trên tài sản tài chính do đối tượng nhà đầu tư chủ yếu là nhà

đầu tư chuyên nghiệp, đủ điều kiện (qualified investors).

Quy trình chứng khoán hóa



Hình 1. Quy trình chứng khoán hóa tại Trung Quốc

Nguồn: Davidson và cộng sự (2003)

Trong đó,

Tổ chức phát hành (Issuer)

Đối với CABS: Tổ chức phát hành không có tư cách pháp nhân và tài sản được sở hữu bởi tổ chức tín thác (Trustee). Tuy nhiên, tổ chức tín thác này khác với tổ chức tín thác trong giao dịch chứng khoán hóa, tổ chức tín thác này có vai trò quản lý tổ chức phát hành (tổ chức phát hành) trong khi tổ chức tín thác trong giao dịch chứng khoán hóa đóng vai trò thay mặt người nắm giữ tài sản, giám sát tổ chức phát hành.

Đối với ABS: Tổ chức phát hành SAMP cũng không có tư cách pháp nhân.

Tổ chức bảo lãnh phát hành (sponsor) hoặc chủ sở hữu (originator)

Đối với CABS: là tổ chức tín dụng tại Trung Quốc, 42 ngân hàng với chi nhánh trong nước đủ điều kiện tham gia CABS. Các tổ chức tín dụng này phải đáp ứng các điều kiện: quản

trị công ty, đủ ban kiểm soát, có tình hình tài chính lành mạnh...

Đối với ABS: Tổ chức bảo lãnh phát hành trong giao dịch chứng khoán dựa trên tài sản tài chính phải là công ty chứng khoán hoặc công ty quản lý quỹ. Tổ chức bảo lãnh phát hành cũng phải đáp ứng một số quy định của Ủy ban chứng khoán (UBCK) như: tổng tài sản tối thiểu, định mức tín nhiệm...

Tổ chức tín thác

Khác với mô hình Tổ chức mục đích đặc thù truyền thống, tại Trung Quốc tổ chức phát hành được thành lập bởi Luật Tín thác và được quản lý bởi tổ chức tín thác; SAMP được hình thành dưới dạng tổ chức quản lý tài sản và được quản lý bởi công ty chứng khoán hoặc công ty quản lý quỹ.

Đối với CABS: Tổ chức tín thác sẽ ký hợp đồng với tổ chức bảo lãnh phát hành bao gồm

các điều kiện cơ bản, mục đích, tài sản, điều kiện xử lý tài sản, trách nhiệm và nghĩa vụ của tổ chức tín thác. Bên cạnh đó, tổ chức tín thác cũng phải có bằng chứng nhận hoạt động tín thác và đầu tư và đáp ứng các điều kiện về tài sản, số năm hoạt động, cơ sở hạ tầng, quản trị công ty, kết quả hoạt động...

Đối với ABS: Tổ chức quản lý SAMP cũng phải đáp ứng các quy định về kiểm soát nội bộ, quản trị rủi ro... Trong trường hợp tổ chức này thay đổi, Hiệp hội quản lý tài sản và Ủy ban chứng khoán Trung Quốc phải thông báo lý do và chỉ định tổ chức tạm thay thế.

Tài sản

Đối với CABS: là những khoản cho vay nợ và khoản phải thu của tổ chức tín dụng, những tài sản này được yêu cầu phải phân loại độ rủi ro.

Đối với ABS: phải là những tài sản của các tổ chức có đủ tư cách pháp nhân, có dòng tiền hợp pháp, ổn định và dùng cho mục đích chứng khoán hóa. Bên cạnh đó, Hiệp hội quản lý tài sản và UBCK ban hành danh sách các tài sản không được phép thực hiện chứng khoán hóa. Danh sách này sẽ được cập nhật 6 tháng 1 lần, phản ánh rủi ro như bong bóng bất động sản...

3.4. Chứng khoán hóa Malaysia

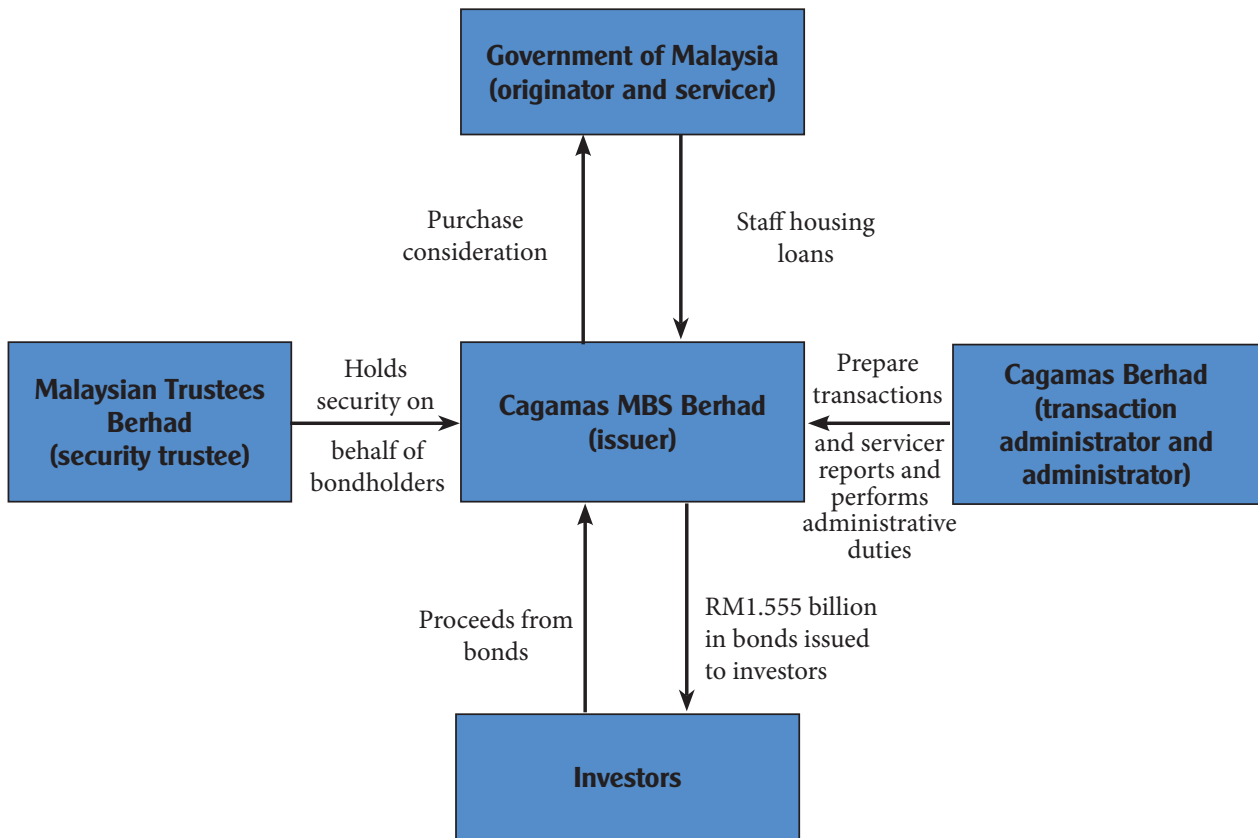
Năm 2000, UBCK Malaysia ban hành hướng dẫn phát hành chứng khoán nợ tư nhân (PDS-private debt securities) cơ bản mở ra quy định pháp lý đầu tiên cho hoạt động chứng khoán hoá tại Malaysia. Văn bản pháp lý này từng bước cung cấp cho các nhà điều hành và các ngân hàng các quy trình phê duyệt các giao dịch chứng khoán hóa. Năm 2001, hướng dẫn về việc phát hành chứng khoán đảm bảo bằng tài sản (chứng khoán dựa trên tài sản tài chính-Asset backed securities) đưa ra các quy định toàn diện và minh bạch về việc phát hành các loại chứng khoán này. Sau khi Ủy ban Chứng khoán công bố các hướng dẫn này, các tổ chức đã thực hiện chứng khoán hóa các loại tài sản như: tài sản phải thu, nghĩa vụ trái phiếu thế chấp (CBOs

– Collateralised Bond Obligations), nghĩa vụ khoản vay thế chấp (CLOs – Collateralised Loan Obligations). Hầu hết các loại chứng khoán hóa đều được phát hành trong nước, đến năm 2001, hoạt động chứng khoán hóa đầu tiên được phát hành ra nước ngoài cho một công ty sản xuất bán dẫn ở Sarawak. Theo quy định tại Quy chế hướng dẫn phát hành chứng khoán dựa trên tài sản tài chính của UBCK Malaysia: chứng khoán dựa trên tài sản tài chính không thể chuyển đổi thành cổ phiếu và tài sản cơ sở phải là tài sản tạo ra dòng tiền thực và là chứng khoán nợ tư nhân PDS hoặc chứng khoán Hồi giáo (IS – Islamic securities), do đó việc phát hành chứng khoán hóa còn phải tuân thủ các Quy chế hướng dẫn phát hành chứng khoán nợ tư nhân PDS và Quy chế hướng dẫn phát hành chứng khoán Hồi giáo IS của UBCK Malaysia.

Các quy định về kế toán, thuế cũng được ban hành sau khi ban hành hướng dẫn phát hành chứng khoán dựa trên tài sản tài chính. Một điểm khác biệt quan trọng trong quá trình xác định thuế của Malaysia đối với các nước khác là các giao dịch chứng khoán hóa đã được UBCK Malaysia chấp thuận và các công cụ được thực hiện liên quan đến việc chuyển giao chứng khoán dựa trên tài sản tài chính đều được miễn thuế. Nếu tài sản cơ sở là bất động sản, giao dịch cũng sẽ được miễn thuế lợi tức bất động sản. Ngoài ra, hàng loạt các quy định được sửa đổi vào năm 2003 và 2005 đã giúp cho hoạt động chứng khoán hóa được linh hoạt hơn bằng cách bãi bỏ yêu cầu về việc chào bán chứng khoán dựa trên tài sản tài chính phải được sự chấp thuận của Ngân hàng Trung ương Malaysia và cho phép chứng khoán hóa trên nhiều loại tài sản hơn như các khoản phải trả, tài sản thương mại, nghĩa vụ trái phiếu thế chấp (collateralised bond obligations – CBOs) ...

Các quy định về phát hành chứng khoán hóa của Malaysia quy định rõ việc phát hành chứng khoán dựa trên tài sản tài chính được thực hiện theo các quy định về phát hành riêng lẻ.

Quy trình chứng khoán hóa



Hình 2. Quy trình chứng khoán hóa tại Malaysia

Nguồn: Campbell và cộng sự (2005)

Trong đó,

Tổ chức khởi tạo (Originator) phải là tổ chức thành lập tại Malaysia, không được trực tiếp, gián tiếp nắm giữ bất kỳ cổ phần nào tại tổ chức trung gian chuyên trách (Tổ chức mục đích đặc thù).

Giao dịch giữa tổ chức khởi tạo và Tổ chức mục đích đặc thù phải là giao dịch thực (true sales), tài sản cơ sở phải được tách biệt khỏi tổ chức khởi tạo và khi chuyển giao cho Tổ chức mục đích đặc thù, tổ chức khởi tạo không có bất cứ quyền và trách nhiệm nào đối với tài sản cơ sở này.

Tổ chức mục đích đặc thù phải là người cư trú có thực hiện đóng thuế tại Malaysia và phải chịu toàn bộ mọi tổn thất phát sinh đối với tài sản cơ sở.

4. Hàm ý cho Việt Nam

Hiện nay, phương thức chứng khoán hóa nợ xấu chưa phổ biến ở Việt Nam, tuy nhiên, tại nhiều quốc gia phát triển trên thế giới, chứng khoán hóa các khoản nợ xấu đã được sử dụng tương đối phổ biến đặc biệt là trước giai đoạn 2007-2008. Phương thức này có những ưu điểm sau: (i) Nhà đầu tư có thể đầu tư với số lượng nhỏ, (ii) Có thể đầu tư không chỉ một khoản nợ xấu riêng lẻ mà có thể đầu tư theo lô nợ xấu nhằm hạn chế rủi ro đầu tư, (iii) Phát hành chứng khoán với nhiều mức độ rủi ro đa dạng để nhà đầu tư có thể đầu tư trong phạm vi rủi ro chấp nhận được của mình, điều này góp phần thu hút các nhà đầu tư. Ngoài ra, nếu cơ chế và chính sách đối với sản phẩm chứng khoán hóa được thiết kế và ban hành một cách thích hợp,

nhà đầu tư nước ngoài sẽ có thể đầu tư vào nợ xấu thông qua các sản phẩm chứng khoán hóa.

Tuy nhiên để thực hiện thành công hoạt động chứng khoán hóa các khoản nợ nói chung và chứng khoán hóa nợ xấu nói riêng, cơ quan quản lý cần xem xét kỹ lưỡng kinh nghiệm áp dụng từ các nước trên thế giới như Hoa Kỳ, Hàn Quốc, Trung Quốc, Malaysia để rút ra những bài học đối với thị trường tại Việt Nam như sau:

Thứ nhất, để có thể thực hiện hoạt động chứng khoán hóa các khoản nợ xấu, hầu hết các thị trường chứng khoán trên thế giới đều phải phát triển ở một mức độ nhất định. Cụ thể là thị trường trái phiếu, đặc biệt là trái phiếu doanh nghiệp phải phát triển chín muồi, có quy mô đủ lớn, thị trường giao dịch sôi động, tính thanh khoản cao. Do đó, khi triển khai các sản phẩm về chứng khoán hóa cần chú trọng đến yếu tố này để sản phẩm chứng khoán hóa có được sự đón nhận của các nhà đầu tư, tránh tình trạng phương án phát hành chứng khoán hóa không khả thi, giao dịch ế ụot, không có người mua.

Thứ hai, việc chứng khoán hóa các khoản nợ xấu chỉ giúp loại bỏ nợ xấu ra khỏi bảng cân đối kế toán của các ngân hàng, các tổ chức tài chính. Song song với việc chứng khoán hóa các khoản nợ xấu của các tổ chức tài chính, cần bổ sung các chính sách hỗ trợ các doanh nghiệp tiến hành tái cấu trúc, cơ cấu lại theo hướng cải cách, tổ chức lại doanh nghiệp để có thể trả được nợ gốc cho ngân hàng, tránh rủi ro ngân hàng không thể thu hồi được nợ.

Thứ ba, để ứng dụng kỹ thuật chứng khoán hóa tại Việt Nam, trước hết cần xây dựng, phát triển hệ thống văn bản quy phạm pháp luật về chứng khoán hóa để đảm bảo tính đồng bộ và khả thi. chứng khoán hóa là quá trình phức tạp với sự tham gia của nhiều bên có liên quan. Vì vậy, việc ban hành một khung khổ pháp lý hướng dẫn cho hoạt động chứng khoán hóa là yếu tố cần thiết, góp phần tạo lập và phát triển thị trường chứng khoán hóa. Các quy định về

Quản lý hoạt động chứng khoán hóa nên liên kết chặt chẽ với các quy định pháp luật khác như Bộ luật Dân sự, Luật về ưu đãi thuế và các luật có liên quan khác khác để tránh những vướng mắc pháp lý đối với các giao dịch chứng khoán hóa. Ngoài ra, cần xây dựng lộ trình hợp lý để phát triển thị trường chứng khoán hóa từ thực hiện thí điểm những sản phẩm đơn giản, ít rủi ro tới những sản phẩm phức tạp và rủi ro cao.

Thứ tư, cần thiết lập một cơ quan quản lý thống nhất về chứng khoán hóa. Từ kinh nghiệm phát triển chứng khoán hóa tại Trung Quốc có thể thấy: Thị trường chứng khoán hóa Trung Quốc bị phân chia thành 2 phân khúc độc lập theo phạm vi quản lý của hai cơ quan riêng biệt là CBRC và CSRC. Chính sự phân chia này tạo thành những khó khăn trong việc quản lý thống nhất hoạt động chứng khoán hóa và làm giảm hiệu quả phân tán rủi ro của giải pháp này. Thêm vào đó, cả hai cơ quan quản lý thị trường chứng khoán hóa Trung Quốc đều chỉ là các cơ quan quản lý hành chính, mà không phải là các tổ chức quản lý chuyên trách theo luật định, vì vậy, những văn bản hướng dẫn do hai cơ quan này ban hành cũng chưa có tính chuyên môn sâu cũng như chưa có tính cưỡng chế cao. Tại Việt Nam, các giao dịch chứng khoán hóa khi được thực hiện có thể nằm trong tầm quản lý của ba cơ quan là Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Nếu như không có sự thống nhất phối hợp quản lý giữa các cơ quan này thì có thể dẫn tới tình trạng thị trường bị phân chia giống như trường hợp của Trung Quốc.

Thứ năm, cần lựa chọn các tổ chức trung gian chuyên trách Tổ chức mục đích đặc thù có uy tín, đây là tổ chức rất quan trọng, đóng vai trò then chốt khi xây dựng thị trường chứng khoán hóa. Để Tổ chức mục đích đặc thù hoạt động có hiệu quả, các Tổ chức mục đích đặc thù luôn cần phải có sự độc lập, tự chủ cần thiết, cơ chế hoạt động rõ ràng, minh bạch. Do đó, nhiệm

vụ và quyền hạn của tổ chức này cần phải được xác định rõ ràng và đủ mạnh để có thể dẫn dắt và quản lý hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán hóa tại Việt Nam. Bên cạnh đó, cần xây dựng hệ thống định chế tài chính trung gian chuyên nghiệp như tổ chức định mức tín nhiệm, bảo lãnh phát hành, tín thác, tổ chức quản lý tài sản...

Phần lớn mô hình hoạt động của các tổ chức xử lý nợ xấu AMC có sự tham gia của Chính phủ: do Chính phủ thành lập hoặc Chính phủ tham gia với quyền chi phối. Cơ quan này có trách nhiệm chính trong việc xử lý tất cả các khoản nợ xấu của nền kinh tế được chuyển giao từ các tổ chức tài chính. Mục tiêu chính của những công ty xử lý và thanh lý tài sản này là nhanh chóng bán các tài sản thông qua hình thức bán buôn hoặc chứng khoán hóa, bên cạnh đó là mục tiêu tái cơ cấu dài hạn, tái cấp vốn khôi phục hoạt động sản xuất kinh doanh, hỗ trợ doanh nghiệp tái cơ cấu.

Thứ sáu, nhân tố con người được coi là nhân tố cốt yếu quyết định đến sự thành công hay thất bại của chính sách. Do đó, cần chú trọng trong việc đào tạo nguồn nhân lực cho các chủ thể tham gia vào thị trường chứng khoán hóa, tiến hành tuyên truyền, phổ biến rộng rãi kiến thức, thông tin về chứng khoán hóa tới công chúng, đào tạo, tập huấn các cán bộ tài chính tham gia vào xây dựng và vận hành hệ thống giao dịch chứng khoán hóa.

Thứ bảy, Chính phủ cần phải có chính sách rõ ràng về phát triển sản phẩm chứng khoán hóa, trong đó, có các chính sách khuyến khích, hỗ trợ đối với tổ chức phát hành chứng khoán hóa, các tổ chức trung gian... và khuyến khích nhà đầu tư trong nước và nước ngoài tham gia trên thị trường thông qua các ưu đãi về thuế, phí. Bên cạnh đó, Chính phủ và các cơ quan quản lý cần có kế hoạch quản trị rủi ro, xử lý những rủi ro hệ thống tiềm ẩn để tránh sự đổ vỡ hệ thống trên thị trường tài chính.

Tài liệu tham khảo

- Jobst, A., Kunzel, P., Mills, P., & Sy, A. (2008). Islamic bond issuance: what sovereign debt managers need to know. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 1(4), 330-344.
- Barmat, J. (1990). Securitization: An Overview. *The Handbook of Asset-Backed Securities*, 3-22.
- Breidenbach, M. (2003, January). Real Estate Securitization as an Alternative Source of Financing for the Property Industry. In *9th Annual Conference of the Pacific-Rim Real Estate Society, Brisbane*.
- Campbell, N., Taylor, M. & Tracy, C. (2005). *Securitization in Malaysia*. iUniverse.
- Davidson, A., Sanders, A., Wolff, L. L., & Ching, A. (2003). *Securitization: Structuring and investment analysis*. Hoboken, NJ: Wiley.