

Khai thông các công cụ tài chính cho thị trường bất động sản VN

TS. TRƯƠNG QUANG THÔNG

Thị trường bất động sản VN, dù đã trải qua những cơn sốt nóng, lạnh trong vòng hơn một thập kỷ vừa qua, vẫn được đánh giá là một thị trường hấp dẫn và đầy tiềm năng. Thế nhưng, trong quá trình phát triển, những mối quan hệ giữa thị trường bất động sản và thị trường tài chính VN đã thể hiện ra như thế nào? Trong tình hình giá băng của thị trường bất động sản hiện nay, những tín hiệu khai thông các nguồn vốn mới đã đặt ra cho chúng ta những vấn đề gì cần phải giải quyết? Đó là mục đích của bài viết này.

Tổng quan về thị trường bất động sản VN

Từ tính hấp dẫn ...

Nhân tố hấp dẫn lớn nhất của thị trường bất động sản VN là dân số đông và trẻ, với hơn 85 triệu người, đứng hàng thứ 15 trên thế giới về quốc gia đông dân số, trong đó 60% dân số có độ tuổi dưới 30. Tốc độ tăng dân số vẫn còn ở mức cao, xấp xỉ 1,5%/năm. Theo Tổng cục Thống kê, tính đến hết năm 2006, 27% dân số VN sống ở các đô thị và dự báo đến năm 2020, cư dân đô thị VN sẽ là chiếm hơn 45% dân số cả nước.

Nhân tố thứ hai là kinh tế đầu tư nước ngoài tiếp tục tăng trưởng mạnh trong các năm qua và theo dự báo, cả những năm sắp tới. Từ đó, phát sinh nhu cầu đất đai, xây dựng nhà xưởng, nhu cầu văn phòng và nhu cầu nhà ở, khách sạn cho những người nước ngoài đến VN để sinh sống, làm việc.

Sự thiếu hụt nhà ở đô thị cũng là một nhân tố quan trọng khác. Hiện nay, diện tích bình quân nhà ở đô thị tại VN là 10,80m²/người. Riêng tại TP.HCM là 10,60m² và Hà Nội là 8m²). Theo kế hoạch đến năm 2020, con số này tại hai thành phố vừa kể lần lượt sẽ là 14 và 12m². Để đạt được các chỉ tiêu trên, hàng năm, cả nước phải xây dựng mới từ 30-32 triệu m² nhà ở. Bên cạnh đó, hơn 25% nhà ở đô thị hiện nay chưa đạt chuẩn, càng phải nâng cấp cũng đã đặt ra nhu cầu phải sửa chữa, xây dựng mới.

... Đến các rào cản phát triển

Quy hoạch và thủ tục hành chính đất đai kéo dài, phức tạp là rào cản có tác động không nhỏ đến sự phát triển của thị trường bất động sản, thậm chí, theo một phương cách trực tiếp hay gián tiếp, nó còn tác động đến cầu và kích thích nạn đầu cơ gây ra những cơn sốt giá

trong thời gian vừa qua. Các thủ tục đất đai, giấy phép xây dựng, cấp chứng nhận quyền sử dụng, dù đã qua nhiều cải tiến, nhưng luôn bộc lộ những nhược điểm cố hữu của chúng. Tính đến ngày 31/12/2007, việc cấp giấy chứng nhận tại các đô thị VN chỉ đạt con số 65,20% nhu cầu.

Vấn đề thứ hai là nguồn vốn và hiệu quả sử dụng vốn trong đầu tư cơ sở hạ tầng đô thị, chất xúc tác không thể thiếu trong phát triển thị trường bất động sản. Ngoài nguồn vốn ngân sách, cho đến nay, nguồn vay ODA được xem là nguồn lực bên ngoài chủ yếu. Năng lực lập qui hoạch, triển khai, quản lý dự án còn yếu kém dẫn đến việc giải ngân chậm, từ đó ảnh hưởng đến việc thực thi các cam kết đối với các chủ nợ ODA. Bên cạnh đó, phải kể đến nạn tham nhũng, việc sử dụng lãng phí và thiếu đồng bộ. Có thể thấy nhiều công trình hao tiền tốn của nhưng hiệu quả sử dụng còn rất thấp, trong khi đó, nhiều nơi, nhất là Đồng bằng sông Cửu Long, vẫn luôn nằm trong tình trạng khá lạc hậu về cơ sở hạ tầng.

Nhìn lại những cơn sốt bất động sản trong thời gian qua

Tính kể từ năm 1990, nền kinh tế VN nói chung, và đặc biệt tại các đô thị lớn như TP.HCM và Hà Nội nói riêng, đã chứng kiến ba cơn sốt bất động sản.

Cơn sốt lần 1 diễn ra trong những năm 1992-1994, được phát động chủ yếu bởi những doanh nghiệp “nhìn xa, trông rộng”, tận dụng lợi thế thông tin qui hoạch có được, bên cạnh các “đặc quyền” và các thủ đoạn kinh doanh đa dạng khác. Cơn sốt này đã kích động một số lượng khá lớn dân chúng, như những nhà đầu cơ, kinh doanh riêng lẻ, lao vào vòng xoáy kinh doanh bất động sản.

Cơn sốt lần 2 diễn ra vào những năm 2001-2003, với một qui mô lớn hơn rất nhiều so với cơn sốt lần 1. “Trăm hoa đua nở”, nó lôi kéo một số lượng rất lớn dân chúng và các doanh nghiệp vào cuộc. Một kết quả đáng ghi nhận là, với cơn sốt lần 2, là sự xuất hiện bùng nổ các doanh nghiệp kinh doanh và dịch vụ bất động sản.

Cơn sốt lần 3 diễn ra mạnh mẽ vào năm 2007 cho đến những tháng đầu năm 2008. Mối liên hệ với thị trường chứng khoán, sự hấp dẫn của cái gọi là những căn hộ cao cấp, giá cả gia tăng phi mã cùng với siêu lợi nhuận trong một thời gian cực ngắn là những đặc điểm đáng lưu ý của cơn sốt này.

Có những gì giống nhau và khác nhau giữa các cơn sốt bất động sản đó?

Các điểm giống nhau có thể đúc kết như sau:

- Các chính sách can thiệp của Chính phủ được xem là những “liều thuốc” khá hiệu nghiệm, có tác dụng gần như tức thời giải nhiệt cho những cơn sốt đó. Đó là Nghị định 18/CP (thay thế giao đất bằng cho thuê đất) nhằm vào cơn sốt lần 1; Nghị định 181/CP (cấm phân lô bán nền) cho cơn sốt lần 2; và các can thiệp của chính sách tiền tệ đối với cơn sốt lần 3 vừa qua.

- Tâm lý hưng khởi, lạc quan là đặc điểm chung thứ hai cho cả ba cơn sốt, đặc biệt là hai cơn sốt đầu tiên. Đối với cơn sốt thứ 1, đó là bối cảnh kinh tế những năm đầu tiên sau chính sách mở cửa, nền kinh tế bắt đầu đã có những khởi sắc và chính sách chấp nhận nền kinh tế nhiều thành phần đã kích thích nhu cầu đầu tư của khu vực tư nhân. Đối với cơn sốt thứ hai, đó là khung cảnh kinh tế đã dần hồi phục sau một thời gian ảnh hưởng của đầu tư nước ngoài sụt giảm do các tác động trực tiếp hay gián tiếp của cơn khủng hoảng tiền tệ châu Á năm 1997. Một hiệu ứng khác có thể kể, đó là tâm lý lạc quan sau hiệp định BTA. Còn đối với cơn sốt thứ 3 vừa qua, trước hết đó là niềm phấn khích “thắng lớn” của các nhà đầu tư chứng khoán vào cuối năm 2006, đầu năm 2007. Bên cạnh đó, cũng như cơn sốt lần 2, đó là tác động thuận lợi của môi trường kinh doanh mà điểm nhấn là sự kiện VN gia nhập WTO.

Còn điểm khác biệt, theo chúng tôi, lại chủ yếu nằm ở các vấn đề tài chính:

- Ở cơn sốt thứ 1, nguồn tài chính của các doanh nghiệp chủ yếu là tín dụng thương mại, bên cạnh nguồn vốn cá nhân của một số dân chúng bị kích thích tham gia. Nền nhớ rằng, vào thời kỳ 1992-1994, tín dụng bất động sản vẫn còn là một lĩnh vực khá hạn chế của các ngân hàng ngân hàng thương mại nhà nước, trong khi đó, các ngân hàng thương mại cổ phần đô thị phần lớn mới manh nha thành lập hoặc tái cơ cấu từ các hợp tác xã tín dụng, với nguồn lực và khả năng rất hạn chế.

- Ở cơn sốt thứ 2 và 3, bên cạnh nguồn vốn cá nhân, vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp bất động sản, các khoản ứng trước của người mua, đó là một lượng vốn tín dụng ngân hàng đáng kể.

- Khác với cơn sốt thứ 3, sự giảm nhiệt của hai cơn sốt đầu tiên hầu như không chịu tác động trực tiếp của các quan hệ tài chính và chính sách tiền tệ. Đặc biệt, cơn sốt thứ 3 đã chuyển sang tình trạng “băng giá” trong tình trạng khó khăn tài chính của cả các ngân hàng thương mại và các doanh nghiệp bất động sản vay vốn. Cơn sốt lần 3 lại có tính riêng biệt của nó: đó là những quan hệ,

tác động với thị trường chứng khoán.

Thị trường bất động sản VN và nhu cầu khai thông với thị trường tài chính

Như trên đã phân tích, các nguồn tài chính cho thị trường bất động sản VN hiện nay có thể kể ra như sau:

- Vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp bất động sản, vốn riêng của cá nhân,
- Nguồn vốn ứng trước của khách hàng,
- Từ vay vốn các ngân hàng thương mại,
- Vốn vay khác.

Nguồn vốn tín dụng ngân hàng thương mại hiện nay giữ một vị trí khá quan trọng đối với thị trường bất động sản. Nhưng nguồn vốn này có giới hạn và không mang tính bền vững vì nó lệ thuộc lớn vào những khoản huy động vốn đa phần là ngắn hạn của các ngân hàng.

Bảng dưới đây có thể cung cấp cho chúng ta ít nhiều thông tin về tình hình cho vay bất động sản trên địa bàn TP.HCM tính đến ngày 23/12/2007, qua đó, chúng ta nhận thấy hơn 65% các món tín dụng bất động sản là có thời hạn từ 5 năm trở xuống.

Bảng 1: Dự nợ cho vay bất động sản theo thời hạn

	Giá trị (tỷ đồng)	Tỷ trọng (%)
Đến 1 năm	9.414	27,17
Từ trên 1 năm đến 5 năm	13.416	38,73
Từ trên 5 năm	11.813	34,10
Tổng cộng	34.643	100,00

Nguồn: SBV chi nhánh TP.HCM

Như vậy, chúng ta có thể thấy rằng, cuối cùng, bất động sản cũng sẽ được hình thành từ một nguồn tài chính nào đó. Nhưng một khi bất động sản đã, đang và sẽ hình thành, thì chúng lại không trở thành, hay có mối quan hệ với những công cụ, những sản phẩm của thị trường tài chính. Nói một cách khác, vẫn chưa có một sự liên thông giữa thị trường bất động sản và thị trường tài chính.

Các giải pháp tổng thể để phát triển thị trường bất động sản VN sẽ là gì? Theo chúng tôi, trước hết đó là đa dạng hóa các nguồn tài chính và kế đến, là việc thiết lập các cơ chế cần thiết để tạo tính thanh khoản cao cho các sản phẩm, công cụ tài chính có liên quan. Một cách cụ thể, bên cạnh nhu cầu cần phải thiết lập các thể chế tài chính mới như các quỹ hưu bổng, các quỹ tiết kiệm hỗ tương, hay việc khai thông sử dụng các nguồn vốn phi ngân hàng chẳng hạn như nguồn vốn của các công ty bảo hiểm nhân thọ, mà vai trò nguồn vốn chiến lược của chúng đối với thị trường bất động sản đã được kinh

nghiệm nhiều quốc gia phát triển minh chứng, thì chứng khoán hóa các khoản vay nợ cũng là một giải pháp được nhiều người đề xuất. Những khoản tín dụng cầm cố bất động sản tại thị trường sơ cấp có thể được chuyển nhượng dễ dàng tại thị trường thứ cấp, để tạo thanh khoản cao cho tín dụng bất động sản, tạo thêm nguồn vốn mới cho các ngân hàng.

Những tín hiệu mới trong lĩnh vực tài chính bất động sản Việt Nam

Phát hành trái phiếu dự án

Trước đây, phát hành trái phiếu doanh nghiệp là lãnh địa của các tổng công ty, tập đoàn kinh tế nhà nước như Petro Vietnam, Vinashin... Sự kiện Vincom phát hành thành công 1.000 tỷ đồng trái phiếu hồi tháng 10/2007 vừa qua có thể xem như một sự kiện quan trọng đánh dấu sự khởi đầu thuận lợi của một doanh nghiệp bất động sản ngoài quốc doanh trong việc huy động vốn bằng trái phiếu. Một số trường hợp mới đây như Masan (phát hành trái phiếu dự án 289 Trần Hưng Đạo), hay Sacomreal (dự án Phú Lợi, Phú Mỹ) cũng đã tiếp tục gây sự chú ý.

Chúng ta hãy thử xem nhanh qua trường hợp dự án Phú Mỹ của Sacomreal. Theo các thông tin công bố, đối với dự án Phú Mỹ, Sacomreal đã phát hành 750 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp kỳ hạn 8 tháng, lãi suất 1%/tháng, mỗi suất mua một căn hộ là 1,5 tỷ đồng. Khi công ty triển khai bán căn hộ, người nắm trái phiếu sẽ được quyền mua với mức giảm giá 8%. Trong trường hợp không muốn mua căn hộ, người nắm trái phiếu sẽ được hoàn trả vốn và lãi như đã thỏa thuận. Trái phiếu có thể được tự do chuyển nhượng. Không cần phải phân tích nhiều về những lợi ích mà Sacomreal đã thu được, nhưng với trái phiếu Phú Mỹ, người ta đã hình dung ra những sắc thái của quyền chọn mua (Call Option), một trong những công cụ hiện đại của tài chính. Do khuôn khổ bài viết có hạn, chúng tôi xin phép sẽ có dịp bàn sâu hơn chủ đề này vào một bài viết khác.

Đề xuất về việc phát hành hối phiếu có bảo đảm bằng bất động sản

Đây là một nghiên cứu của Viện Kinh tế TP.HCM. Mục tiêu của phát hành hối phiếu có bảo đảm là tạo thanh khoản cho các ngân hàng cho vay tín dụng bất động sản. Theo đề xuất, thì ngân hàng cho vay bất động sản sẽ phát hành hối phiếu ghi rõ số nợ, thời hạn trả nợ cùng trị giá bất động sản thế chấp. Sau khi được người vay ký thuận nhận, hối phiếu có thể được chiết khấu, chuyển nhượng trên thị trường tiền tệ. Một khi được đưa vào đời sống, hối phiếu có bảo đảm bằng bất động sản có

thể trở thành kênh huy động vốn quan trọng, khai thông thị trường bất động sản và thị trường vốn.

Đề xuất về quỹ tín thác đầu tư bất động sản (REIT - Real Estate Investment Trusts)

Đây cũng là một đề xuất của Viện Kinh tế cùng với Hiệp hội Bất động sản TP.HCM, theo đó, REIT là mô hình đầu tư bất động sản dựa vào uy tín của công ty thành lập REIT và hành lang pháp lý bảo vệ các nhà đầu tư mua chứng chỉ quỹ REIT. Đặc điểm của chứng chỉ REIT là tính lai giữa trái phiếu và cổ phiếu. Được xem như trái phiếu vì người sở hữu nhận lợi tức định kỳ, không tham gia quản lý đầu tư. Còn tính chất cổ phiếu của REIT được thể hiện ở là người nắm giữ chứng chỉ quỹ REIT là nhà đầu tư nên phải chịu rủi ro.

Khai thông các kênh huy động vốn cho thị trường bất động sản: các vấn đề đặt ra

Chúng ta thấy rằng, các sản phẩm trái phiếu dự án bước đầu khá thành công của Masan và Sacomreal, cùng với các mô hình đề xuất của Viện Kinh tế TP.HCM, đều phải dựa vào các điều kiện thành lập khả thi tối quan trọng sau đây:

- Dự án hấp dẫn, hiệu quả cao,
 - Uy tín của công ty phát hành hay công ty quản lý quỹ,
 - Hành lang pháp lý chặt chẽ, nhất là việc kiểm tra, kiểm soát bảo vệ cho các nhà đầu tư.
- Do đó, để các công cụ tài chính nói trên có thể được khai thông tạo ra các kênh huy động vốn hữu hiệu cho thị trường bất động sản, các vấn đề sau đây được đặt ra, và theo chúng tôi, do phạm vi hạn hẹp của bài báo, chúng chỉ có tính chất gợi mở cho những giải pháp, và nội dung nghiên cứu ở một mức độ sâu rộng hơn:
- Đầu là hành lang pháp lý để phát triển các công cụ tài chính nói trên, đặc biệt là những công cụ tài chính có tính "lai" như trái phiếu dự án, và chứng chỉ REIT.
 - Vấn đề kiểm soát lãi suất của các công cụ tài chính nói trên.
 - Và hơn bao giờ hết, thị trường tài chính đang rất cần sự ra đời kịp thời của các tổ chức đánh giá, xếp hạng doanh nghiệp, nhằm tạo cơ sở và niềm tin cho nhà đầu tư ■

Tài liệu tham khảo

Trương Quang Thông, Trái phiếu dự án: các vấn đề cần bàn thêm. Thời báo *Kinh tế Sài Gòn*, số 10/4/2008.
Các báo điện tử:
www.vnexpress.net
www.vir.com.vn