



Khi bong bóng bắt đầu xì hơi ...

Tập đoàn lớn thực hiện đầu tư tài chính Gia tăng độ rủi ro và tính dễ đổ vỡ của thị trường

HỒ QUỐC TUẤN

Nhiều công ty niêm yết và tập đoàn lớn đang tiến hành đầu tư tài chính bằng cách góp vốn hoặc mua lại cổ phần của công ty đang niêm yết lần giao dịch trên thị trường OTC. Kinh nghiệm từ cuộc đổ vỡ tài chính hiện nay của Mỹ gợi ý cho chúng ta rằng hành động như vậy sẽ dẫn đến việc gia tăng độ rủi ro và tính dễ đổ vỡ của thị trường.

Từ việc đánh giá sai về rủi ro xảy ra đổ vỡ thị trường

Cuộc đổ vỡ tài chính hiện nay trên thị trường tài chính của Mỹ đã mở ra một cuộc tranh luận rằng vì sao tại một thị trường mà việc phòng ngừa rủi ro của các ngân hàng ở một trình độ khá cao, và thông qua nhiều loại sản phẩm cao cấp phòng ngừa rủi ro lẫn dùng mô hình định lượng để dự báo và phòng ngừa rủi ro mà lại xảy ra những tổn thất hàng loạt ngoài dự kiến, dẫn đến nhiều ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư thua lỗ và phá sản như vậy? Câu

trả lời được hé mở bởi ông Nassim Nicolas Taleb, chuyên gia hàng đầu thế giới hiện nay trong lĩnh vực định lượng rủi ro. Tại một hội thảo gần đây với các giám đốc quản trị rủi ro hàng đầu thế giới tổ chức tại văn phòng Morgan Stanley ở Manhattan, ông Taleb chỉ trích rằng các mô hình định lượng rủi ro của các ngân hàng đều không đúng (ông này nói thẳng thừng "your models don't work"). Nguyên nhân căn bản là vì các ngân hàng dự báo sai xác suất xảy ra việc giá của các chứng khoán (phần nhiều là chứng khoán nợ) liên quan đến cho vay thứ cấp giảm nhanh và mạnh như hiện tại.

Tác giả của nhiều quyển sách về định lượng rủi ro tài chính bán chạy này chỉ ra rằng: Những tính toán rủi ro cơ bản dựa trên độ lệch chuẩn, hệ số tương quan và những phân phối Gausse hay đến những ứng dụng trong mô hình VAR, RiskMetrics, v.v. đều đã đánh giá thấp khả năng xảy ra của những tình huống cực kỳ xấu (ví dụ như tình huống ở thị trường

Mỹ hay tình huống giá chứng khoán gần đây của VN). Ngay cả những tiến bộ dựa trên nền xác suất Bayes cũng chỉ là điều kiện cần chứ không đủ. Bỏ qua các vấn đề kỹ thuật này, luận điểm chính của ông Taleb là nằm ở chỗ người ta bị rơi vào một trạng thái là “đánh giá sai rủi ro”, cho rằng những tổn thất lớn trong thị trường tài chính, kiểu như khủng hoảng, là không dễ diễn ra. Những trường hợp tệ hại nhất (extremes) thường được gán cho những xác suất rất thấp và giá trị tổn thất trong trường hợp tệ hại nhất thường cũng được đánh giá thấp.

Đến tình huống trên thị trường Mỹ

Bằng chứng rõ nhất của việc đánh giá sai xác suất và giá trị tổn thất khi xảy ra tình huống tồi tệ nhất chính là tình trạng các ngân hàng của Mỹ hiện tại. Sau khi cho vay các khoản vay dưới chuẩn, các ngân hàng Mỹ đã tìm đến các tổ chức tài chính lớn để chứng khoán hóa (securitize) lại các khoản vay đó và bán các chứng khoán này ra thị trường. Nhiều tổ chức đầu tư lớn như Wells Fargo, Lehman Brothers, Goldman Sachs, và nhất là Bear Stearns (ngân hàng đầu tư rơi vào thua lỗ “te tua” đến mức bị mua lại gần đây) là những cái tên nổi cộm chuyên bảo lãnh phát hành những vụ chứng khoán hóa này. Chính cơ chế truyền động qua chứng khoán hóa này đã tạo ra một loại xác suất phụ thuộc và rủi ro phụ thuộc (contingent risk) mà các mô hình rủi ro đã không tính toán chính xác được. Khi mà các khoản nợ dưới chuẩn bị đe dọa do sự xì hơi của bong bóng nhà ở của Mỹ, nó dẫn tới một cuộc đổ vỡ domino trên thị trường các chứng khoán có liên quan đến các khoản nợ dưới chuẩn này.

Hiệu ứng domino này diễn ra như sau: Thứ nhất là khi bong bóng giá nhà bắt đầu xì hơi thì các khoản nợ tín dụng dưới chuẩn (sub-prime lending, thường là nợ thứ cấp và nợ rất rủi ro) bắt đầu gặp rắc rối, người đi vay bắt đầu không có khả năng trả nợ, và những chứng khoán dựa trên những khoản nợ rủi ro nhất này bắt đầu sụt giảm giá mạnh; sau đó bất ngờ cả thị trường thay đổi quan điểm đánh giá của mình đối với rủi ro và xác suất xảy ra sụt giảm giá trên diện rộng trên cả thị trường giao dịch các chứng khoán phát sinh từ các khoản nợ dưới chuẩn ngân hàng này (subprime-linked investment, như các MBS), bất kể rủi ro nhiều hay ít. Điều đó dẫn tới tình trạng mất thanh khoản bất ngờ và nhanh chóng của toàn thị trường này. Thế là thị trường của các chứng khoán phát sinh từ các khoản nợ bắt đầu sụp đổ.

Chúng ta có thể hình dung rõ hơn cơ chế sụp đổ của thị trường như Hình 1. (trang sau)

Điều mà trước đây hầu như ai cũng cho rằng không thể xảy ra là chỉ một tổn thất “bé xíu” trị giá 34 tỉ USD của các khoản nợ dưới chuẩn lại có thể tạo ra một cơn địa chấn trên một thị trường tài chính có giá trị đến 60.000 tỉ USD (tức là con kiến cắn voi thì làm sao mà dẫn đến con voi phải đi bệnh viện được). Khả năng xảy ra hầu như bằng không vì khi các công ty tài chính thiết kế mô hình đánh giá rủi ro và tiến hành đầu tư, những suy nghĩ của họ bị tác động bởi tình hình kinh tế lúc đó (cho dù họ có tiến hành những dự báo, nhưng bản thân các dự báo cũng bị bóp méo bởi suy nghĩ của họ). Và họ đã sai, do họ bị đóng khung vào những khái niệm suy nghĩ thường ngày (framing) nên đã bóp méo bản chất về khả năng xảy ra rủi ro.

Cơ chế quan trọng nhất truyền tác động bé nhỏ từ việc sụp đổ một góc nhỏ của thị trường cho vay thứ cấp vốn một tổn thất toàn thị trường tài chính, và đã “đánh gục” hoàn toàn các mô hình quản trị rủi ro của các tập đoàn lớn như Citigroup, Morgan Stanley và Bear Stearns, là việc các tổ chức này đầu tư vào các chứng khoán liên quan đến nợ dưới chuẩn. Chính vì các ngân hàng đầu tư, quỹ đầu tư đã tiến hành đầu tư vào các loại chứng khoán phát sinh từ các khoản cho vay dưới chuẩn (các CDO hay các MBS) của ngân hàng thương mại, nên khi các chứng khoán trên thị trường nhỏ bé này giảm giá và các khoản vay dưới chuẩn bị đe dọa mất khả năng chi trả, thì lợi nhuận kinh doanh của các ngân hàng đầu tư và quỹ đầu tư (đầu cơ) này giảm rất mạnh, rồi kéo theo cả những khoản tài trợ của các ngân hàng lớn cho hoạt động của các quỹ này cũng lâm nguy. Thế là chính bản thân cổ phiếu của các công ty tài chính tăng trưởng cao này cũng rớt giá thê thảm vì nguy cơ thua lỗ của những công ty tài chính này.

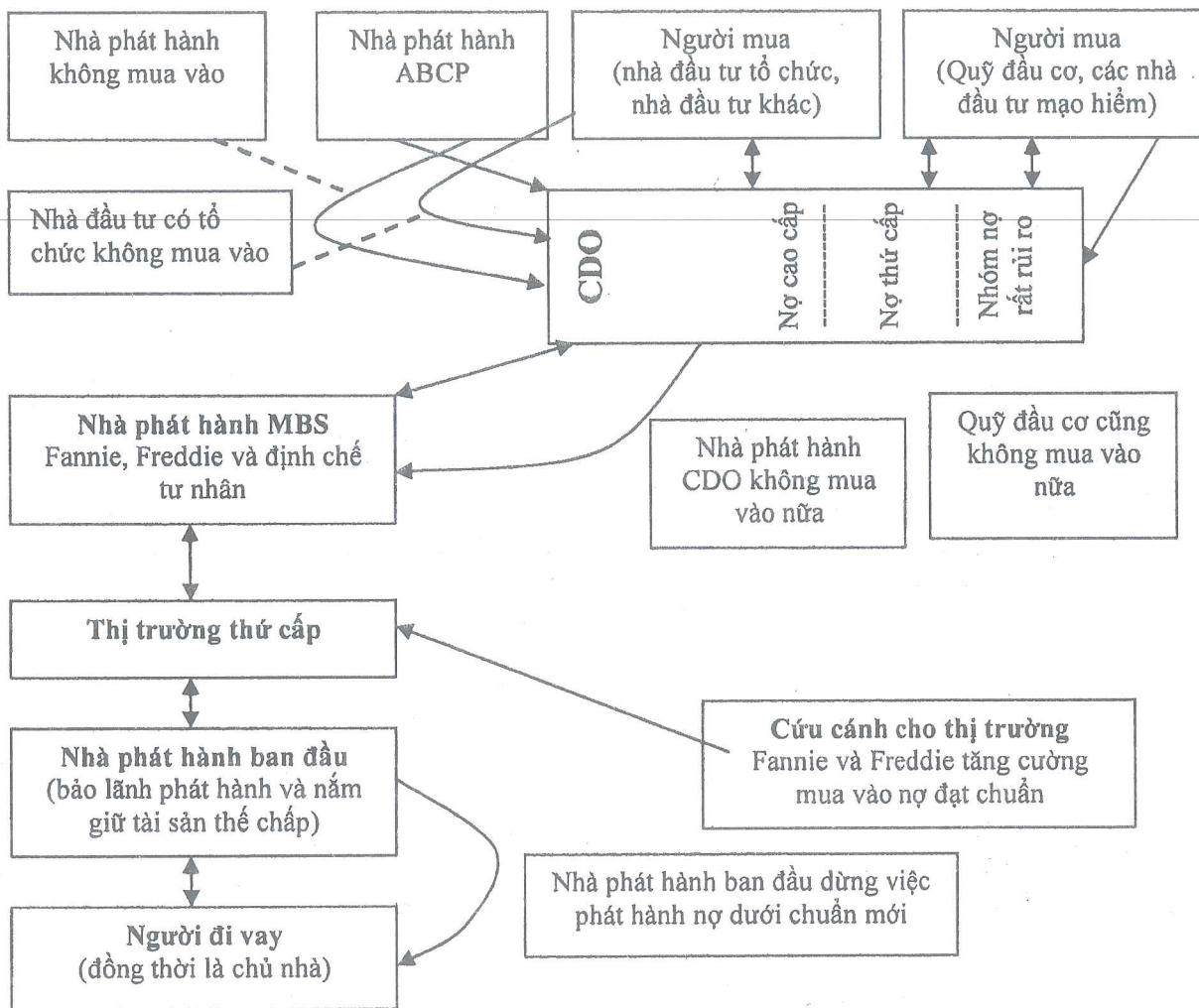
Đến lúc này thì sự đổ vỡ ở một góc nhỏ trên thị trường các khoản đầu tư liên quan đến nợ dưới chuẩn đã lan sang các thị trường lớn như NASDAQ, AMEX và lan ra luôn châu Âu (vì nhiều ngân hàng lớn ở châu Âu cũng tham gia vào mảng thị trường sinh lợi cao của các khoản đầu tư liên quan đến nợ dưới chuẩn). Cổ phiếu của các công ty tài chính sụp đổ kéo theo toàn thị trường đi xuống, tạo ra vòng xoáy đánh vào các nhà đầu tư, khiến những người này phải cắt lỗ, bán các chứng khoán khác, thậm chí cả vàng để bù lỗ đầu tư. Một làn sóng khủng hoảng phụ thuộc bắt đầu, và xác suất khủng hoảng tăng lên nhanh

chóng, do hiệu ứng đồn các xác suất phụ thuộc không nhìn thấy được trước đó lại với nhau.

Thế là một dạng hiệu ứng cánh bướm (butterfly effect) đã tạo thành trên thị trường tài chính. Theo thuật ngữ về rủi ro tài chính, một hệ thống biến động phi tuyến (nonlinear dynamic system) của giá tài sản tài chính hình thành và điều này nằm ngoài dự đoán của các mô hình quản trị rủi ro hay suy nghĩ của mọi người.. Xác suất xảy ra là hầu như bằng không vì khi

họ thiết kế mô hình và tiến hành đầu tư, những suy nghĩ của họ bị tác động bởi tình hình kinh tế lúc đó (cho dù họ có tiến hành những dự báo, nhưng bản thân các dự báo cũng bị bóp méo bởi suy nghĩ của họ). Và họ đã sai, như ông Nicolas Taleb đã chỉ ra, là vì họ tin vào những điều không đúng về xác suất và bước đi ngẫu nhiên (fooled by randomness), là do họ bị đóng khung vào những khái niệm suy nghĩ thường ngày (framing) nên đã bóp méo bản chất về xác suất.

Hình 1: Cơ chế sụp đổ thị trường nợ thứ cấp và các sản phẩm đầu tư phát sinh từ nó



Ghi chú:

ABCP (asset-backed commercial paper): Trái phiếu có tài sản đảm bảo (thường là các khoản nợ có đảm bảo bằng khoản phải thu hay tài sản hữu hình khác của 1 công ty).

MBS (mortgage backed securities): Chứng khoán có tài sản đảm bảo là các khoản nợ vay có thể chấp bất động sản

CDO (collateralized debt obligation): Công cụ nợ có tài sản đảm bảo. CDO là một sản phẩm tài chính cao cấp, nó tập hợp các khoản nợ đơn lẻ lại và tạo thành một sản phẩm có thể bán lại trên thị trường thứ cấp. CDO có thể xem là ABCP nếu các khoản nợ đơn lẻ là trái phiếu doanh nghiệp và là MBS nếu khoản nợ đơn lẻ trong gói CDO là nợ có đảm bảo bằng bất động sản.

Hình này cho thấy sự sụp đổ thị trường này diễn ra trên nhiều khu vực của nó cùng một lúc và vì vậy, người mua nhà không có cách nào tìm ra nguồn tài trợ từ những người mua các chứng khoán được cấu trúc lại từ các khoản nợ đó.

Nguồn: Điều chỉnh và bổ sung từ Dodd (2007)

Nhìn lại VN

Quay về thị trường VN, tình hình cũng có nhiều điểm tương tự. Cách nay một năm, ít có ai tin rằng chỉ số VN-Index sẽ giảm từ trên 1.100 điểm đến dưới 500 điểm, thế là mọi người tự huỷ hoại mình rằng làm gì mà có chuyện xảy ra giảm giá mạnh. Rồi thì công ty nào cũng có đầu tư tài chính, thích kiếm tiền nóng, thu lợi nhanh. Ngân hàng cũng nhảy vào cho vay tài trợ mua chứng khoán. Và rồi thị trường vì phát triển nóng quá nên bắt đầu điều chỉnh giảm (sau vài cú sốc từ bên ngoài và những biện pháp hạ nhiệt thị trường kiềm chống lạm phát của Nhà nước). Thế là chúng ta thấy một kịch bản không khác thị trường Mỹ: chứng khoán giảm giá thì các công ty niêm yết có đầu tư tài chính thua lỗ, kéo theo nhiều cổ phiếu của các công ty loại này bị nhà đầu tư “hắt hủi”, bán ra đến nỗi giảm giá xuống dưới giá trị sổ sách, ngân hàng thấy chứng khoán giảm giá thì bắt nộp thêm tiền, không thì phải giải chấp chứng khoán, cứ thế lại tạo ra sức ép giảm giá chứng khoán. Một cái vòng lẩn quẩn, phụ thuộc lẫn nhau lại tạo ra.

Mấy ai một năm trước đây có thể nhìn thấy được quan hệ chằng chịt này. Mà quan hệ kiểu đó thì những cách tính rủi ro bằng độ lệch chuẩn, hệ số tương quan đơn giản thì đo lường sao nổi cái rủi ro phụ thuộc và dễ đổ vỡ của thị trường kiểu này. Vì thế, các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán VN đã đánh giá không đầy đủ rủi ro giảm giá của đợt suy giảm kỳ này, mà nguyên nhân sâu xa là bắt nguồn từ việc có hiện tượng đầu tư chéo, đầu tư tài chính tràn lan của các công ty niêm yết không chuyên trong hoạt động tài chính. Điển hình là nhiều người không thể tưởng tượng nổi thị trường rơi tự do từ 900 điểm xuống dưới 500 điểm (cứ tới các mức cản tâm lý 700, 600 là có người bảo rẻ quá, mua vào đi, xong rồi ... giá giảm tiếp). Nói một cách khác, chính hoạt động đầu tư tài chính thiếu kiểm soát và thiếu chuyên nghiệp của nhiều công ty niêm yết đã làm gia tăng độ rủi ro và tính dễ đổ vỡ của thị trường VN và điều này nằm ngoài tính toán về rủi ro sụt giảm thị trường của nhiều nhà đầu tư. Và khi tồn tại hiện tượng rủi ro phụ thuộc lẫn nhau quá phức tạp (ở nước ngoài người ta còn biết có bao nhiêu kênh phụ thuộc nhau, còn ở VN thì người ta không đoán định được, vì bao nhiêu công ty có đầu tư tài chính, dòng vốn chu chuyển giữa các thị trường vàng, bất động sản và chứng khoán quá mù mờ, vốn trên thị trường tự do, niêm yết, OTC chu chuyển loạn cả lên), thì người ta càng dễ đánh

giá sai qui mô tổn thất của thị trường.

Chẳng phải khi chỉ số VN-Index còn ở 600 điểm có nhiều quan chức chính phủ cũng bảo “mua vào đi” sao? Và bây giờ, cũng còn người bảo là “có tiền cũng mua chứng khoán”. Có chắc rằng họ không bị đánh lừa bởi những niềm tin chủ quan của chính mình khi nhìn vào thực tế thị trường hiện tại không có (SCIC cứu, nhiều biện pháp tạm thời để khống chế đà giảm giá)? Một tình huống khác để suy nghĩ là có ý kiến khẳng định rằng lạm phát sẽ được kiềm chế trong vài tháng tới. Đây có lẽ là nhận định dựa trên suy nghĩ về tình hình hiện tại của nền kinh tế, dựa vào các biện pháp hiện tại, chứ không tính đến xác suất giá dầu lên 150 hay 200 USD/thùng (chắc cũng vì nghĩ xác suất này bằng không).

Hàm ý chính sách

Những biến động trên thị trường Mỹ, những tranh luận về những thiếu sót của mô hình quản trị rủi ro, và chứng cứ thực tiễn tại VN đang gợi ý cho chúng ta rằng chính các công ty chạy theo việc kiếm tiền nóng (hot money) bằng cách đầu tư vào các khu vực sinh lợi cao (chứng khoán, bất động sản) nhưng nhiều rủi ro tạo ra tính phụ thuộc chằng chịt giữa các định chế tài chính trong thị trường tài chính, và cả hệ thống ngân hàng. Tính dễ đổ vỡ của hệ thống từ đó mà tăng lên. Chỉ một mất xích nhỏ trong hệ thống kinh tế gặp trục trặc là có thể khiến thị trường tài chính chao đảo. Và điều này là một bài học không chỉ cho riêng thị trường chứng khoán mà là cả hệ thống tài chính, lẫn người hoạch định chính sách.

Từ đó gợi ý đến việc phải đưa quản trị rủi ro vào qui chế về quản trị công ty (corporate governance) để bảo vệ lợi ích cổ đông, đồng thời cũng phải đưa tư duy quản trị rủi ro vào việc hoạch định chính sách. Cần tránh tình trạng “đoán mò” các biến động của lãi suất, tỷ giá hay lạm phát trong nền kinh tế để đưa ra các chính sách điều tiết vĩ mô ■

Tài liệu tham khảo

- Bessis, J. (2002), “Risk management in banking”, John Wiley & Son, USA.
Dodd, R., (2007), “Subprime: Tentacles of a crisis”, Finance & Development, 12, 15-19.
Ellis, J. H., (2005), “Ahead of the curve: A common sense guide to forecasting business and market cycles”, Harvard Business School Press, Massachusetts.
Taleb, N. N., (2007), “The Black Swan: The impact of the highly improbable”, New York Times, USA.