

TÌM HIỂU VỀ TRÁI PHIẾU CẤU TRÚC

TS. Đoàn Tranh

Khoa QTKD, Đại học Duy Tân

Trái phiếu cấu trúc (Structured Notes) thường có nghĩa một nghĩa vụ nợ được phái sinh từ một nghĩa vụ nợ khác. Ví dụ, đầu những năm 1980, các ngân hàng đầu tư mua một lượng lớn các T-bond 30 năm không thu hồi trước hạn, sau đó chia nhỏ để tạo thành các trái phiếu không trả lãi (zero coupon bond). Đợt trái phiếu zero coupon đầu tiên gắn với đợt trả lãi của T-bond sau khi phát hành, đợt trái phiếu zero coupon thứ 2 căn cứ vào đợt thanh toán lãi T-bond kỳ kế tiếp. Và cứ như vậy sẽ có đợt trái phiếu zero coupon năm 30 cho đợt thanh toán lãi suất cuối cùng cộng với giá trị đáo hạn của T-bond. Các trái phiếu zero được tạo ra từ việc chia nhỏ trái phiếu T-bond là một trong những loại trái phiếu cấu trúc đầu tiên.

Một loại trái phiếu cấu trúc quan trọng khác là dựa vào lãi suất và các khoản trả gốc của các khoản cầm cố. Vào những năm 1970, các doanh nghiệp Phố Wall mua một lượng lớn các khoản cầm cố của các cơ quan chính phủ Liên bang Mỹ và tập hợp (pool) các khoản này vào một công ty tín thác (trustee). Những trái phiếu mà *trái vụ bảo đảm bằng văn tự thế chấp* (collateralized mortgage obligations), gọi là CMO, được bảo đảm bằng các khoản cầm cố được giữ ở một nơi đáng tin cậy, được bán cho các quỹ hưu trí, các cá nhân có tài khoản hưu trí IRA (Individual Retirement Account) và các nhà đầu tư khác muốn đầu tư vào CMO thay vì mua các khoản cầm cố riêng cho mình. Việc **chứng khoán hóa** các khoản cầm cố đã tạo ra hàng tỷ USD vốn mới cho các người mua nhà ở.

Có nhiều lý do, mà CMOs khó đánh giá hơn các trái phiếu cơ bản. Thứ nhất, các khoản cầm cố làm cơ sở có thể bị thu hồi vào bất cứ lúc nào, và khi điều này xảy ra thì sẽ dùng các khoản thu nhập được trả trước để thu hồi một phần các khoản nợ CMO. Vì vậy, người giữ CMO sẽ không biết khi nào trái phiếu của mình sẽ bị thu hồi trước. Thứ hai, điều này khá phức tạp khi lãi suất giảm làm giá trái phiếu tăng lên. Tuy nhiên, khi lãi suất giảm thì dẫn đến các khoản cầm cố bị trả trước và làm cho CMO bị thu hồi nhanh hơn.

Rất nhiều các trái phiếu cấu trúc được tạo ra, từ trái phiếu cấu trúc dựa trên dòng tiền được dự báo chắc chắn, đến loại dựa trên dòng thanh toán không chắc chắn lắm. Ví dụ, ngân hàng đầu tư có thể tạo ra các *trái phiếu dựa trên lãi suất*, IOs (Interest Only), mà dòng tiền của nó được dựa vào các khoản thanh toán từ cho vay trả góp được cầm cố, và các *trái phiếu dựa vào vốn gốc*, OPs (Principle Only), mà dòng tiền của nó dựa vào khoản hoàn vốn gốc. Trong từng trường hợp, việc

định giá trái phiếu này là hiện giá của dòng tiền thanh toán kỳ vọng, nhưng thời gian và qui mô của dòng tiền thì không chắc chắn. Ví dụ, giả sử bạn được chào bán một IO có khoản thanh toán kỳ vọng là 100 USD mỗi năm trong thời gian 10 năm. (Bạn kỳ vọng các khoản cầm cố sẽ được tái đầu tư sau 10 năm khi việc thanh toán chấm dứt). Hơn nữa, giả sử tỷ suất chiết khấu dòng tiền là 10%, thì giá trị được xác định để đầu tư là 614.46 USD. Như vậy bạn mua IO này và có được khoản lợi nhuận là 10%.

Bây giờ, giả sử lãi suất hạ xuống thì tỷ suất chiết khấu sẽ hạ, đồng nghĩa việc định giá IO sẽ tăng lên. Tuy nhiên, lãi suất xuống nhanh làm cho khoản tái đầu tư của khoản cầm cố có vấn đề và làm cho khoản thanh toán từ lãi suất sẽ không còn hoặc giảm rất lớn; lúc đó giá trị của IO sẽ giảm xuống. Ngược lại, lãi suất tăng quá nhanh sẽ làm giảm việc tái đầu tư, kéo dài thời gian thanh toán kỳ vọng của bạn và chắc chắn sẽ làm giá trị IO của bạn tăng lên.

Các ngân hàng đầu tư có thể cắt nhỏ các khoản cầm cố thành các lô trái phiếu cấu trúc khác nhau từ loại thông thường có dòng tiền dự báo ổn định đến loại không theo chuẩn (exotic) mà rủi ro không thể tính được.

Việc chứng khoán hóa các khoản cầm cố thành các CMO đã đem lại ích lợi cho nền kinh tế khi nó cung cấp đầu ra của các quỹ hưu trí và các quỹ khác cho đầu tư và tạo nên nguồn tiền cho các người sở hữu nhà với mức phí hợp lý. Có nhà đầu tư muốn bỏ tiền vào những khoản đầu tư an toàn, nhưng cũng có người thích đầu cơ các chứng khoán rủi ro cao để có sinh lợi cao. Trái phiếu cấu trúc cho phép chia các rủi ro theo cách nhà đầu tư muốn. Tuy nhiên nó rất nguy hiểm. Hộp 11.1 cho thấy những nguy hiểm tiềm tàng của các trái phiếu cấu trúc.

Gần đây, các doanh nghiệp Phố Wall chào một công cụ tương tự khác gọi là *trái phiếu đảm bảo bằng văn tự nợ*, CDOs (Collateralized Debt Obligations), giống như CBOs; nhưng thay vì tập hợp thành danh mục cầm cố, thì các đơn vị phát hành tập hợp thành danh mục các công cụ nợ. Một lần nữa, các rủi ro được phân thành các loại khác nhau. Nếu bạn giữ loại cao cấp, bạn được ưu tiên nhận dòng tiền từ danh mục; kết quả là rủi ro của bạn rất bé. Trái lại, nếu bạn mua các loại có rủi ro cao hơn, có nghĩa ưu tiên thấp hơn, và bạn sẽ có thu nhập cao hơn nhưng rủi ro lớn hơn.