

Mối lo ngại về sự hủy diệt của các công cụ phái sinh (CCPS) đã có từ lâu nhưng nó chỉ thực sự trở nên nghiêm trọng khi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu bắt đầu xảy ra vào quý IV năm 2008. Điều tiết thị trường phái sinh có thể sẽ làm cho ngân hàng và các định chế tài chính khác ít có cơ hội kiếm lời nhưng lại là cần thiết để sửa chữa những khiếm khuyết của nó và hạn chế tác động tiêu



Sự phát triển của công cụ phái sinh và những trường hợp thất bại

cực của việc lạm dụng chúng. Ứng hộ quan điểm cho rằng thị trường phái sinh cần được giám sát và điều tiết chặt chẽ hơn, bài viết này tóm tắt lại sự phát triển của các CCPS, đồng thời nhìn lại các trường hợp thất bại trong việc sử dụng những công cụ này từ thập niên 90. Điểm then chốt là những người sử dụng CCPS đã không thể ước tính một cách hoàn hảo tất cả các tình huống có thể xảy ra cho dù trình độ chuyên nghiệp của họ ở mức nào, chính vì vậy, điều tiết việc sử dụng các CCPS là thực sự cần thiết.

Khái quát về các CCPS

CCPS là những công cụ mà giá trị của nó phụ thuộc vào giá trị của các công cụ cơ sở như cổ phiếu, các chỉ số, các loại tiền tệ hay hàng hóa. CCPS có lịch sử

phát triển lâu đời, từ thế kỷ thứ 17 với các hợp đồng quyền chọn và kỳ hạn được trao đổi ở Sở giao dịch Amsterdam (Hà Lan). Việc hình thành Ủy Ban Thương Mại Chicago (The Chicago Board of Trade) vào năm 1848 đã đánh dấu sự ra đời của sở giao dịch tương lai đầu tiên ở Hoa Kỳ và ảnh hưởng sâu sắc đến sự phát triển của thị trường phái sinh trên thế giới sau này. Tuy nhiên, các CCPS chỉ thực sự phát huy vai trò quan trọng trên thị trường tài chính toàn cầu khi có sự ra đời của Sở Giao Dịch Thương Nghiệp Chicago (The Chicago Mercantile Exchange) vào năm 1972 và Sở Giao Dịch Quyền Chọn Ủy Ban Chicago (The Chicago Board Option Exchange) vào năm 1973. Mặt khác, mô hình định giá quyền

ThS. Hồ Thủy Ái

Bà học Ngân hàng TPHCM

chọn Black-Scholes ra đời vào giữa năm 1973 đã nhanh chóng được các định chế tài chính sử dụng vào những năm 1990 để tạo ra nhiều công cụ tài chính phức tạp và được giao dịch phổ biến cho đến thập niên đầu của thế kỷ thứ 21.

Các CCPS ngày càng phát triển và đa dạng, nhưng chủ yếu có bốn loại là kỳ hạn (Forward), hoán đổi (Swap), tương lai (Futures) và quyền chọn (Options). Trong đó, hợp đồng tương lai và quyền chọn thì được tiêu chuẩn hóa và giao dịch tập trung tại các sở giao dịch; số khác được giao dịch trên thị trường tự do, gọi là CCPS – OTC (Over The Counter). Bốn loại CCPS này cũng có thể



kết hợp với nhau để tạo nên những CCPS khác phức tạp hơn.

Sự nổi lên phi thường và vượt ngoài tầm kiểm soát của các CCPS

Trong thập niên vừa qua, doanh số giao dịch CCPS đã gia tăng chóng mặt. Về mặt danh nghĩa (được tính bằng giá trị của các tài sản cơ sở), giá trị giao dịch các CCPS trên thị trường OTC đã tăng 7 lần trong khi giá trị giao dịch ở sở giao dịch đã tăng trưởng 6 lần. Doanh số giao dịch CCPS gấp 50 lần GDP của Mỹ và gấp 9 lần GDP của cả thế giới. Tuy nhiên, sau khi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu chính thức bắt đầu vào tháng 9/2008, thị trường phái sinh, cả OTC và sở giao dịch, có vẻ khựng lại..

Sự đa dạng hóa các CCPS đã phản ánh một cách rõ nét tính chất phức tạp và không thể kiểm soát được của công cụ này trong những năm gần đây. Mặc dù các hợp đồng ngoại hối và các hợp đồng lãi suất được giao dịch với doanh số nhiều nhất trong năm 2007, sự nổi lên của các hợp đồng

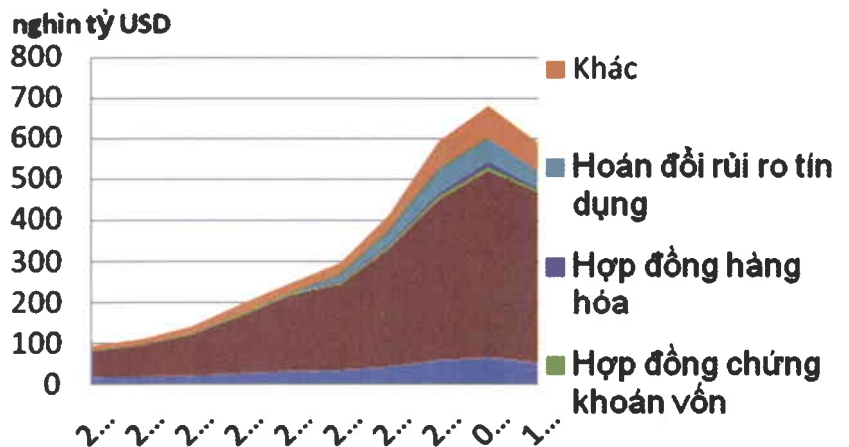
hoán đổi rủi ro tín dụng (credit default swaps hay CDSs) và những CCPS khác đã phản ánh một sự chuyển biến đáng kể về mặt “sản phẩm” thị trường. Trong giai đoạn 2006-2007, tốc độ tăng của các CDS đều hơn 100% mỗi năm, trong khi những CCPS khác thì tăng trưởng lần lượt là 36% và 79% trong năm 2006 và 2007. Sự phát triển nhanh chóng của các CDS và CCPS khác thể hiện sự bất ổn của thị trường ở khía cạnh nào đó. Điều này đã được chứng minh bằng sự sụt giảm nghiêm trọng của chúng từ giữa năm 2008.

Những trường hợp thất bại trong việc sử dụng CCPS

1. Metallgesellschaft (1994)

Metallgesellschaft AG (MG), được thành lập vào năm 1881, là một tập đoàn của Đức cung cấp nguyên liệu thô và các dịch vụ công nghệ.. Đầu những năm 1990, MG thâm nhập ngành công nghiệp xăng dầu Hoa Kỳ thông qua công ty con ở Hoa Kỳ là MG Refining and Marking (MGRM). MGRM chuyên cung cấp các hợp đồng bán xăng dài hạn (lên đến mười năm) ở mức giá cố định cho các trạm xăng và doanh nghiệp

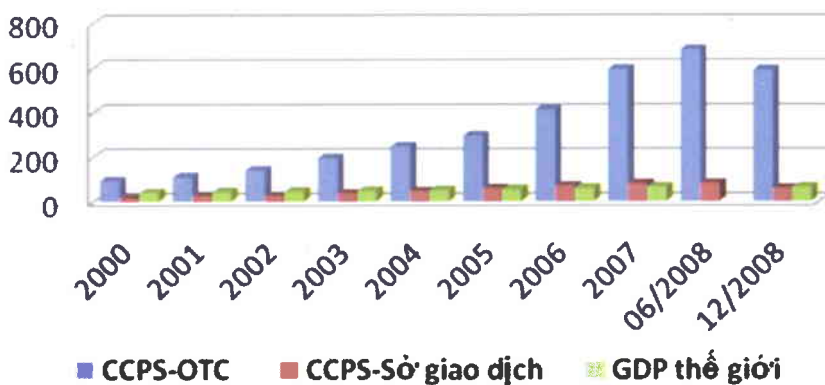
Biểu đồ 2: Số dư danh nghĩa của các loại CCPS-OTC



Nguồn: Tác giả tổng hợp

Biểu đồ 1: Giá trị danh nghĩa của CCPS-OTC, CCPS - Sở giao dịch và GDP thế giới (PPP), 2000-2008

Đơn vị: nghìn tỷ USD

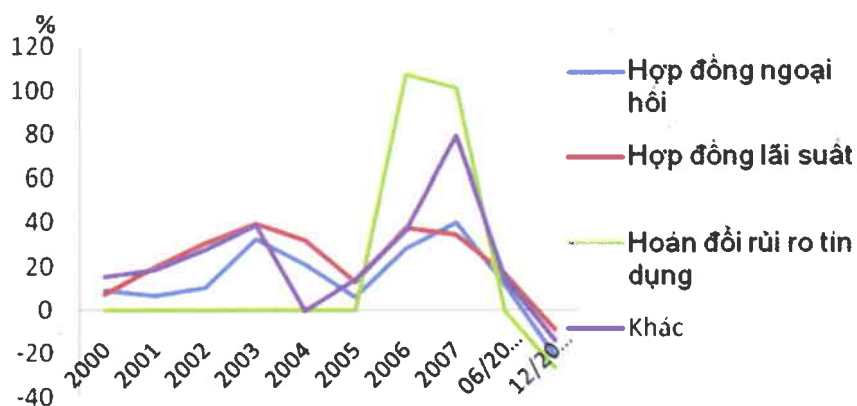


Nguồn: Tác giả tổng hợp

nhỏ khác. Phần lớn các hợp đồng này lại có thêm một điều khoản “quyền chọn” cho phép bên đối ứng có quyền kết thúc hợp đồng sớm hơn nếu hợp đồng tương lai tháng gần nhất (the front-month contract) ở Sở Giao Dịch Thương Nghiệp New York có giá cao hơn giá cố định trong hợp đồng kỳ hạn. Nếu bên mua thực hiện quyền chọn này, MGRM sẽ buộc phải thanh toán (bằng tiền) một nửa giá trị được tính bằng phần



Biểu đồ 3: Tốc độ tăng trưởng của các CCPS giai đoạn 2000-2008



Nguồn: Tác giả tổng hợp

chênh lệch giữa giá trong hợp đồng tương lai và giá cố định đã ký nhận với tổng khối lượng còn lại chưa được giao hàng theo hợp đồng. Quyền chọn này không phải lúc nào cũng là quyền chọn bởi vì MGRM đôi khi có thể điều chỉnh lại các hợp đồng để chúng tự động kết thúc nếu như giá của “front-month contract” tăng cao hơn một mức giá rút lui được xác định. Vào tháng 9/1993, MGRM đã bán các hợp đồng kỳ hạn tương đương 160 triệu thùng. MGRM cũng đã bảo hiểm bằng cách mua hợp đồng tương lai và thực hiện giao dịch hoán đổi OTC năng lượng để trả giá năng lượng cố định và nhận được giá thả nổi.

Thoạt đầu, các hợp đồng này tỏ ra rất thành công do chúng đảm bảo được mức giá trên mức giá giao ngay lúc bấy giờ. Tuy nhiên, đến đầu mùa thu năm 1993, chiến lược này trở nên nguy hại khi mà giá dầu thay vì tăng, lại giảm xuống. Cùng lúc đó, MG lại thiếu thanh khoản do các khoản nợ khổng lồ tích lũy lại từ các hoạt động thu mua trước đó nên không thể duy trì trạng thái

của các hợp đồng tương lai dùng để bảo hiểm giá dầu tăng. Trên giấy tờ, các khoản lỗ tiềm năng đã hơn 1 tỷ USD.

Hội đồng quản trị công ty đã thanh lý hết các hợp đồng tương lai vào giữa tháng 12/1993. Chính quyết định này đã làm cho khoản lỗ giấy tờ trở thành lỗ thực sự và đã gửi tín hiệu là công ty đang gặp khủng hoảng đến cho bên đối tác trong giao dịch hoán đổi của MGRM. Phần lợi nhuận từ các hợp đồng giao hàng theo giá cố định cũng bị bỏ lại vì sau đó, vào mùa xuân năm 1994, giá dầu đã dội trở lại. Kết cục, MG đã tuyên bố khoản lỗ 1,97 tỷ Mark Đức (1,06 tỷ USD) vào năm tài chính 1992/93. Nợ của công ty đã đạt mức 4,9 tỷ USD.

Trường hợp thất bại của MG có thể xem như là một bài học điển hình về rủi ro thanh khoản khi sử dụng hợp đồng tương lai. Phải thừa nhận rằng chiến lược của MGRM là hợp lý trên quan điểm kinh tế khi các hợp đồng phái sinh được sử dụng kết hợp với nhau để bảo hiểm rủi ro và khoản lợi nhuận dự tính. Xét cho

cùng, nếu các hợp đồng tương lai được duy trì cho đến khi đáo hạn thì chúng cũng sẽ tương tự như các hợp đồng kỳ hạn. Tuy nhiên, trong thời gian còn hiệu lực của hợp đồng, biến động giá cả ở thị trường tương lai lại là nhân tố chính làm cho MG không thể tiếp tục duy trì trạng thái của họ nữa do thiếu thanh khoản. Dù đây là đặc điểm cố hữu của các hợp đồng tương lai nhưng không chỉ riêng MG mà có rất nhiều công ty khác đánh giá thấp rủi ro này khi họ ra quyết định sử dụng chúng. Kết quả là từ một chiến lược rất có lợi theo kế hoạch ban đầu lại chuyển sang một khoản lỗ khổng lồ.

2. Ngân hàng Barings (1995)

Được thành lập vào năm 1762, Barings là ngân hàng thương gia lâu đời nhất của Anh Quốc và là ngân hàng riêng của Nữ hoàng Elizabeth. Tuy nhiên, tháng 2/1995, ngân hàng này tuyên bố phá sản. Nick Leeson, một trong những giao dịch viên của ngân hàng, đã gây ra khoản lỗ 1,4 tỷ USD trong giao dịch các CCPS ở Singapore trong khi vốn của ngân hàng chỉ có khoảng 600 triệu USD.

Nick được ủy nhiệm làm *giao dịch viên độc quyền* thực hiện kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage) khi có sự khác biệt về giá của các hợp đồng giống nhau ở Sở Giao Dịch Tiền Tệ Quốc Tế Singapore (SIMEX), Sở Giao Dịch Chứng Khoán Tokyo và Sở Giao

Dịch Chứng Khoán Osaka. Anh cũng đảm nhiệm luôn các hoạt động hỗ trợ văn phòng (back-office) cho tất cả các giao dịch của anh ta. Tháng 1/1995 dựa trên giả định là giá chứng khoán vốn của Nhật Bản sẽ tăng, giá trái phiếu Nhật giảm và độ biến động cũng sẽ giảm; Nick đã mở trạng thái trường hợp đồng tương lai Nikkei, đoản hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ Nhật, và đoản về độ biến động các hợp đồng quyền chọn Nikkei Index trên sở giao dịch. Vào hai tuần cuối của tháng 2, sau trận động đất Kobe, cả thị trường cổ phiếu và trái phiếu đều quay lưng lại với Nick và khoản lỗ của anh tăng vọt lên. Cuối tháng 2/1995, Nick Leeson đã đẩy trạng thái của mình lên tới 7 tỷ USD, nắm giữ khoảng 61.000 hợp đồng. Mặc dù anh có thể che giấu trạng thái này trong một thời gian do số tiền yêu cầu ký quỹ bổ sung chỉ là một tỷ lệ nhỏ trên giá trị danh nghĩa, nhưng trạng thái của anh quá lớn tới nỗi không thể không bị phát hiện. Số tiền ký quỹ bổ sung khá lớn và Barings Tokyo London đã phải chuyển khoản khẩn cấp 835 triệu USD cho Barings Singapore trong tháng 1 và 2 để trang trải cho số tiền ký quỹ bổ sung ở SIMEX. Những khoản tiền này đã làm Barings phá sản khi vốn chủ sở hữu của ngân hàng chỉ có 635 triệu USD. Cuối cùng, vào ngày 1/3/1995, ngân hàng ING (Hà Lan) đã mua lại ngân hàng Barings với giá tương trưng là 1 GBP.

Như vậy, thất bại của ngân hàng Barings không chỉ liên quan tới rủi ro khi sử dụng các CCPS mà còn quan hệ trực tiếp tới cách thức quản lý trong hoạt động kinh doanh và rủi ro đạo đức. Nick Leeson đã sử dụng các CCPS với đòn bẩy cao mà lại xao lãng khả năng xảy ra rủi ro hệ thống. Thiên tai là yếu tố bất ngờ nhưng không phải là không thể lường trước được vì Nhật Bản vốn là quốc gia thường xuyên xảy ra các trận động đất. Tuy nhiên, Nick đã không tính đến điều này trong chiến lược kinh doanh. Mặt khác, chính cách quản lý lỏng lẻo của ban quản trị ngân hàng Barings đã tạo điều kiện để Nick chấp nhận rủi ro nhiều hơn khả năng cho phép. Sự tách bạch giữa giao dịch và hỗ trợ giao dịch là nguyên tắc hoạt động cơ bản nhưng đã

không được tuân thủ trong trường hợp này. Kết quả là, không chỉ toàn bộ chiến lược kinh doanh bị sụp đổ mà cả ngân hàng cũng bị phá sản.

3. Long Term Capital Management (1998)

Long -Term Capital Management (LTCM) là một quỹ đầu cơ được thành lập vào năm 1994 bởi John Meriwether cùng với một nhóm các đối tác, gồm hai người đã nhận được giải Nobel kinh tế, một giáo sư của Trường Kinh Doanh Harvard và những học giả danh tiếng từ các trường tài chính và kinh tế hàng đầu thế giới. LTCM đã mở cửa hoạt động kinh doanh vào tháng 2/1994 với 1,25 tỷ USD, tỷ suất sinh lời lên đến gần 40% trong suốt năm năm đầu và tăng trưởng cực nhanh. Quỹ tập trung vào các giao dịch song





đôi và giá trái phiếu không đồng nhất. Chiến lược trái phiếu, liên quan tới việc bán khống các trái phiếu được định giá quá cao, chỉ cho phép quỹ kiếm lời trên một khoảng chênh lệch giá rất nhỏ. Do đó, để đạt được mục tiêu lợi nhuận, LTCM phải thực hiện các giao dịch có khối lượng cực lớn và sử dụng đòn bẩy rất cao. LTCM sử dụng các chương trình máy vi tính và mô hình toán để xác định các cặp tài sản có biên độ giá phân kỳ ra khỏi thông lệ theo quá khứ, từ đó họ sẽ đánh cược là biên độ này sẽ quay trở lại mức cơ bản theo mô hình. Tuy nhiên, các mô hình của họ lại dựa vào một số giả thiết quan trọng nhất định, chẳng hạn như họ giả định rằng mỗi giao dịch trên thị trường đều là ngẫu nhiên, dữ liệu quá khứ là đầy đủ để tiên đoán hoạt động tương lai của các thị trường, kích cỡ mẫu cung cấp một bức tranh đầy đủ về phạm vi dịch chuyển của thị trường. Họ bắt đầu tham gia những giao dịch rủi ro hơn, mở rộng phạm vi hoạt động vào các thị trường vốn và mua trái phiếu ở các thị trường mới nổi, đáng kể nhất là ở Nga. Giữa năm 1998, các ngân hàng và nhà đầu tư bắt đầu gia tăng cảnh giác về rủi ro ở các thị trường này, đặc biệt sau cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á nên biên độ giữa trái phiếu chính phủ và các trái phiếu khác (như trái phiếu công ty và chứng khoán được đảm bảo bằng khoản vay thế chấp) đã leo thang lên những mức chưa từng

có. Các mô hình của LTCM đã không dự đoán được sự leo thang như thế. LTCM đã đầu tư rất lớn vào các trái phiếu thanh khoản kém và có độ rủi ro cao hơn, bán các trái phiếu chính phủ. Hơn nữa, ngày 17/8/1998, Nga phá giá bản tệ và chính phủ vỡ nợ. Tuyên bố này dẫn đến việc các nhà đầu tư đồng thời rút vốn ra khỏi các thị trường mới nổi và các khoản đầu tư rủi ro trên toàn cầu. Thị trường chứng khoán ở Venezuela, Đông Âu và Châu Á lao dốc. Trái với các mô hình điều chỉnh tuyệt vời của quỹ, lỗ 553 triệu USD, hay 15% trên vốn, vào ngày Thứ Sáu ngay sau khi Nga vỡ nợ. Trong vòng năm tuần, quỹ đã mất hầu như toàn bộ vốn, giảm hết 80% từ 4 tỷ USD vốn ban đầu xuống còn 555 triệu USD. Sự kiện này đánh dấu sự sụp đổ một quỹ đầu tư của những giáo sư tài chính giỏi nhất thế giới với khoản lỗ khổng lồ 4,6 tỷ USD và thêm 3,5 tỷ USD nợ ngân hàng. Rõ ràng đây là một trường hợp thất bại mà ít có người ngờ được trước đó. Kiến thức chuyên môn và bề dày kinh nghiệm chưa phải là tất cả những gì cần thiết để giao dịch phái sinh thành công. Điều đặc biệt trong trường hợp thất bại này chính là nằm ở các giả thiết trong thiết lập chiến lược kinh doanh. Thực tế là thị trường không hoàn hảo và dù xác suất rủi ro xảy ra theo tính toán là cực thấp nhưng không phải là hoàn toàn bằng không. Thêm vào đó, việc sử dụng đòn bẩy cao cũng khuếch đại lỗ lên

rất nhiều lần. Đây là điểm chung nhất trong hầu hết các trường hợp thất bại khi sử dụng CCPS.

4. Vụ phá sản của tập đoàn Enron (2001)

Enron được thành lập từ sự sát nhập giữa Houston Natural Gas và InterNorth vào năm 1985 và là mạng lưới dẫn khí thiên nhiên toàn quốc đầu tiên ở Hoa Kỳ. Tập đoàn bắt đầu giao dịch hàng hóa khí thiên nhiên vào năm 1989. Tháng 8/2000, cổ phiếu của Enron đã đạt mức 90 USD. Tuy nhiên, ngày 28/11/2001, cổ phiếu của công ty đã tuột dốc xuống dưới 1 USD. Đây được xem là một trong những vụ phá sản lớn và phức tạp nhất trong lịch sử Hoa Kỳ. Enron không những đã xóa sạch 70 tỷ USD tài sản của các cổ đông mà còn “quật” hàng chục tỷ đôla tiền nợ và sa thải hơn 4.000 nhân viên.

CCPS có lẽ không phải là nguyên nhân chính trong việc Enron sụp đổ nhưng lại đóng một vai trò vô cùng quan trọng trong quá trình phá sản của công ty. Vào cuối những năm 90 Enron đầu tư lớn vào các công ty kỹ thuật cao nhưng nhiều cổ phiếu trong số đó lại giảm giá ngay sau khi được phát hành lần đầu ra công chúng. Lúc đầu, các khoản đầu tư này đã đưa đến lợi nhuận khổng lồ cho Enron. Các nhà quản lý đã dự đoán rằng giá các cổ phiếu này sẽ giảm và rằng giá cổ phiếu giảm sẽ dẫn đến những khoản lỗ lớn tiềm năng nhưng lại không thể bảo hiểm chúng theo

cách thương mại được. Khi không thể tìm được bên đối ứng cho việc bảo hiểm, giám đốc tài chính của công ty đã tạo ra các “thực thể có mục đích đặc biệt” (Special Purpose Entity - SPE) để chúng trở thành bên đối ứng cho các giao dịch phái sinh mà Enron mong muốn. Tập đoàn này đã sử dụng giá trị tăng thêm của cổ phiếu Enron để trang trải những khoản lỗ trong các hoạt động đầu tư trên phương diện kế toán bằng cách chuyển cổ phiếu của Enron cho các SPE. Khi các khoản đầu tư giảm giá trị và gây lỗ cho Enron, các CCPS lại tăng giá trị và tạo ra lợi nhuận bù đắp lại. Phần lỗ đối ứng từ các CCPS lại được ghi nhận trong sổ sách của các SPE. Miễn là cổ phiếu của Enron tăng giá, các SPE sẽ có đủ giá trị tài sản để trang trải phần nợ từ các CCPS cho Enron. Lúc đầu, giá cổ phiếu Enron đã tăng, cung cấp đủ giá trị để trang trải phần lỗ từ các CCPS và cũng cho các nhà đầu tư của SPE một khoản lợi nhuận lớn. Kế hoạch bảo hiểm này cuối cùng lại bị đổ bể vì cổ phiếu Enron rớt giá và giá trị các khoản đầu tư được bảo hiểm lại sụt giảm nghiêm trọng. Trước khi phá sản, Enron đã thực hiện các giao dịch với 3.000 thực thể ngoại bảng.

Sự việc được làm sáng tỏ bắt đầu vào tháng 8/2001, khi Giám đốc điều hành Jeffrey Skilling từ chức không rõ nguyên nhân. Ngày 16/10, Enron báo cáo khoản lỗ quý đầu tiên của công ty trong 4 năm, lấy chi phí trừ thu nhập

là 1 tỷ USD. Ngày 28/11, các cơ quan đánh giá trái phiếu lớn đã hạ bậc đánh giá nợ của Enron xuống cấp dưới mức đầu tư, hay còn gọi là junk bond. Công ty đã lập hồ sơ phá sản vào ngày 22/12/2001.

Bài học quan trọng nhất mà Enron để lại, bên cạnh rủi ro đạo đức của nhóm điều hành công ty và công ty kiểm toán, chính là khiếm khuyết của nguyên tắc kế toán. Lợi dụng vào những kỹ thuật kế toán liên quan tới các hình thức liên kết kinh doanh không được báo cáo hợp nhất và các CCPS phức tạp, công ty có thể ngăn chặn các khoản lỗ và mức độ nợ xuất hiện trên báo cáo tài chính một cách hoàn hảo. Sau vụ Enron, chuẩn mực kế toán quốc tế đã có sự thay đổi lớn liên quan tới (i) hợp nhất báo cáo tài chính đối với các SPV; (ii) đưa các CCPS vào báo cáo tài chính; (iii) kiểu phúc lợi (benefit scheme) đối với

quỹ hưu trí của doanh nghiệp.

5. Lehman Brothers và cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu (2008)

Lehman Brothers được thành lập bởi người nhập cư gốc Đức Henry Lehman vào năm 1844 dưới hình thức một cửa hàng tổng hợp nhỏ và chính thức được đổi tên thành Lehman Brothers vào năm 1850. Xuất phát từ việc tập trung giao dịch hàng hóa và các hoạt động môi giới, công ty này đã trở thành ngân hàng đầu tư lớn thứ tư ở Hoa Kỳ vào đầu năm 2008. Ngày 15/9/2008, công ty này đã làm hồ sơ được bảo hộ phá sản và trở thành vụ phá sản lớn nhất trong lịch sử với 639 tỷ USD tài sản và 619 tỷ USD nợ. Sự sụp đổ của Lehman Brothers liên quan tới sự suy sụp của thị trường cho vay thế chấp dưới tiêu chuẩn (subprime mortgage market) ở Mỹ và sự lan rộng của các phát minh về CCPS như CDSs (Credit De-





fault Swap), cũng đã châm ngòi cho cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, đẩy nhiều định chế tài chính khổng lồ đến bờ vực phá sản.

Sau khi sáp nhập với American Express vào năm 1984 và lại tách ra sau đó vào năm 1994, Lehman Brothers Holdings đã được thành lập và mở rộng “đế chế” trong lĩnh vực tài chính. Khi thị trường nhà đất Hoa Kỳ bùng nổ vào năm 2003 và 2004, Lehman đã mua lại năm nhà cho vay thế chấp, gồm cả BNC Mortgage and Aurora Loan Services, chuyên về các khoản vay Alt-A (dành cho những người đi vay không có chứng từ đầy đủ). Các CCPS dựa trên các khoản vay thế chấp trở thành một nguồn lợi khổng lồ vào thời gian đó, khi mà các ngân hàng bắt đầu “đóng gói” các khoản vay thế chấp và bán lại chúng (đây là những sản phẩm nằm trong một loại công cụ tài

chính phái sinh được mang tên các khoản nợ có đảm bảo (Collateralized debt obligations - CDOs). Bằng cách bán các CCPS này, họ đã tạo ra nhiều lợi nhuận hơn và có thể cung cấp nhiều khoản vay hơn cho các hộ gia đình. Lehman phát hành các chứng khoán được đảm bảo bằng khoản vay thế chấp (mortgage-backed securities) nhiều hơn bất kỳ doanh nghiệp nào khác (146 tỷ USD cho vay thế chấp trong năm 2006), và có tỷ lệ đòn bẩy cao (tỷ lệ nợ trên vốn chủ là 31 vào năm 2007). Việc kinh doanh này đã mang đến lợi nhuận rất cao cho Lehman từ năm 2005 tới năm 2007. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng thị trường cho vay thế chấp bắt đầu vào năm 2007 đã làm các CDOs sụt giá nghiêm trọng và thanh khoản thấp. Do giữ trạng thái rất lớn các gói cho vay thế chấp dưới tiêu chuẩn và rủi ro cao, ngân hàng đối mặt với khoản lỗ chưa từng có lên tới 2,8 tỷ USD, và bị buộc phải bán hết 6 tỷ USD tài sản trong quý II năm 2008. Cổ phiếu Lehman mất giá 73% chỉ trong nửa đầu năm 2008. Cổ phiếu này lại sụt giá thêm 42% trong tuần thứ hai của tháng 9/2008 khi ngân hàng báo lỗ 3,9 tỷ USD và Moody's Investor Service công bố xem xét lại đánh giá tín nhiệm của Lehman. Thứ Hai, ngày 15/9/2008, Lehman Brothers đã nộp hồ sơ phá sản.

Sự sụp đổ của Lehman đã khuấy động cả thị trường tài chính toàn cầu, kéo theo sự sụp đổ của hàng loạt các định chế tài chính

khác. Thị trường chứng khoán thế giới lao dốc không phanh. Chỉ số Dow Jones Industrial Average Index đổ nhào xuống 44 điểm và FTSE 100 Index mất 2.25% giá trị chỉ trong một ngày.

Sự lạm dụng các CCPS-OTC (như CDOs) là một trong những nguyên nhân của cuộc khủng hoảng tài chính mang tính hệ thống hiện nay. Chỉ dựa trên một tài sản cơ sở duy nhất (các khoản vay thế chấp) các ngân hàng đầu tư đã chứng khoán hóa và bán chúng cho khách hàng. Rồi các khách hàng đó, chính là những ngân hàng đầu tư và các định chế tài chính khác, lại lập lại qui trình này với cùng một tài sản cơ sở mà họ không thực sự giữ chúng. Rủi ro đối tác đã không được xem là một vấn đề lớn cũng bởi vì niềm tin “quá lớn không thể đổ” đối với các ngân hàng đầu tư. Khi toàn bộ những người tham gia thị trường làm cùng một việc, trạng thái mang rủi ro đối với giá của các khoản vay thế chấp bị phóng đại. Khi thị trường cho vay thế chấp sụp đổ, các khoản lỗ khổng lồ từ những tài sản này là không thể tránh được.

Một loại CCPS khác cũng bị quy trách nhiệm góp phần quan trọng vào cuộc khủng hoảng là các CDS. Hợp đồng bảo hiểm này được phát hành rất nhiều trong suốt giai đoạn 2005-2007 mà không bị ràng buộc bởi bất cứ quy định nào. Về nguyên tắc, bên phát hành hợp đồng nhận được một khoản phí định kỳ từ người mua



để đảm bảo với người mua rằng họ sẽ nhận một số tiền tùy thuộc vào khoản vay của họ dành cho bên thứ ba trong trường hợp bên thứ ba đó vỡ nợ. Rồi đến lượt bên phát hành này lại trở thành người mua trong hợp đồng CDS với một bên khác, và cứ tiếp tục như thế. Vì các bên không cần phải có lượng tiền túi lớn để tham gia giao dịch CDS, trong khi CDS có thể được sử dụng như là một cách bảo hiểm cho tất cả các loại nợ được cung cấp bởi một doanh nghiệp bất kỳ, khối lượng giao dịch của loại công cụ này đã gia tăng chóng mặt. Thị trường CDS là một mạng lưới cực kỳ phức tạp. Mỗi quan hệ chồng chéo lên nhau giữa các bên trở nên chặt chẽ, nhạy cảm và phức tạp đến nỗi chỉ cần một "mắt xích" trong mạng lưới CDS này bị phá vỡ thì có thể gây ra sự vỡ nợ của tất cả các bên tham gia và giá trị của các hợp đồng CDS trở nên cực kỳ khó xác định.

Kết luận

Mọi người có lẽ biết đến nhiều loại rủi ro khác nhau trong giao dịch CCPS nhưng vẫn không thể lường trước được mọi khả năng có thể xảy ra. Từ các trường hợp thất bại liên quan đến việc sử dụng CCPS, có thể nói rằng đó không phải là những công cụ đơn giản và dễ thực hiện đối với tất cả các nhà kinh tế tài chính, giao dịch viên và nhà đầu tư. Đòn bẩy cao dường như là nguồn rủi ro chủ yếu khi người ta sử dụng sai nó. Sự thiếu hụt

tiền mặt tạm thời không lường trước có thể tiêu hủy toàn bộ một chiến lược kinh doanh đầy lợi nhuận mặc dù chiến lược này, xét cho cùng, không hề nguy hại chút nào nếu tính trong dài hạn, như trường hợp Metallgesellschaft. Thiên tai, cái mà đôi khi có vẻ chẳng liên quan gì tới nhiều hợp đồng phái sinh và do đó đã không được tính tới trong chiến lược kinh doanh, lại cũng là nguyên nhân chính cho các khoản thua lỗ khổng lồ giống như tình huống ngân hàng Barings. Ngay cả những thiên tài như các đối tác trong LTCM cũng đã thất bại khi ứng dụng các mô hình toán học gần như hoàn hảo và phương pháp phân tích rất phức tạp ở các thị trường vốn chỉ vì xao lãng một số giả định trong các mô hình. Ở khía cạnh khác, CCPS lại bị lợi dụng nhằm che đậy thua lỗ và làm các khoản lỗ trở nên nghiêm trọng hơn như cách điều hành ở Enron vào năm 2001. Trường hợp mới nhất về vụ phá sản của Lehman Brothers và cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu lại minh chứng cho rủi ro hệ thống của việc sử dụng các CCPS. Nó thực sự đã trở thành "vũ khí tài chính hủy diệt hàng loạt" giống như lời bình luận vào năm 2002 của nhà tỷ phú từ thiện Warren Buffett.

Các CCPS trở thành vấn đề không chỉ vì khối lượng giao dịch khổng lồ của nó trong những năm gần đây mà còn vì ảnh hưởng khuếch đại của nó lên sự ổn định

của hệ thống tài chính và toàn xã hội. Các lập luận của những người biện minh từ phố tài chính Wall Street và cựu thống đốc FED Alain Greenspan về việc bãi bỏ các quy định đã tỏ ra không thuyết phục khi cuộc khủng hoảng xuất hiện và lan tỏa trên toàn thế giới từ năm 2008. Tất nhiên, bản thân các CCPS không hề có lỗi, nhưng chính cái cách tạo ra và sử dụng chúng mới là vấn đề. Vì vậy, các quy định phù hợp về giao dịch phái sinh là rất cần thiết nhằm mang lại tính ổn định cho thị trường và phát huy vai trò tích cực của chúng trong việc bảo hiểm và hoạt động kinh doanh ■

Tài liệu tham khảo:

- Arlette C. Wilson, Kimberly G. Key, and Ronald L. Clark (2003), "Enron: An In-Depth Analysis Of The Hedging Schemes," The Journal of Applied Business Research Volume 19, Number 4.
- Bank for International Settlements, Reports on OTC Derivatives Market Activity since 1999 to 2009.
- Baird, Henderson & Picker (2009), "Bail-outs: Long-Term Capital Management: An Introduction", University of Chicago Law School.
- Dale R. DeBoer (2009), "Understanding the Financial Crisis: Origin and Impact," Department of Economics – CU-Colorado Springs.
- Gene Callahan and Greg Kaza (2004), "In Defense of Derivatives," Reason Magazine.
- John Digenan, Dan Felson, Robert Kelly and Ann Wiemert (1995), "Metallgesellschaft AG: A Case Study," working paper, Stuart Graduate School of Business.
- Mark P. Holtzman, Elizabeth Venuti, and Robert Fonfeder (2003) "Enron and the Rapports," The CPA Journal.
- Merton H. Miller (1995), "Do we really need more regulation of financial derivatives?," Pacific-Basin Finance Journal 3 (1995) 147-158.
- Rakesh Mohan (2009), "Emerging contours of financial regulation – challenges and dynamics", the Financial Stability Review of Bank of France.
- Richard J. Herring (2005) "BCCI & Barings: Bank Resolutions Complicated by Fraud and Global Corporate Structure," Bank of France, Financial Institutions Center, pp. 321-345.
- Robert Weissman (2009), "The Financial Crisis One Year Later: The More Things Change, the More They Stay the Same," Multinational Monitor Editor's Blog.
- The Economist (2008), "Derivatives of mass destruction: Lehman Brothers' fallout"
- World Bank (2009), "2009 World development Indicators"
- <http://www.cia.gov>, <http://www.guardian.co.uk>, <http://www.usatoday.com>