

# Quản lý rủi ro hệ thống trên thị trường chứng khoán Việt Nam

ThS. VŨ THỊ THÚY VÂN - ThS. LẠI THỊ THANH LOAN

*Thị trường chứng khoán (TTCK) cần được bảo vệ vững chắc trước những tác động xấu, trong đó rủi ro hệ thống là nhân tố cần được quản lý và giám sát nhiều nhất. Bài viết phân tích sự cần thiết của quản lý rủi ro hệ thống trên TTCK Việt Nam. Các nguyên nhân và hạn chế được đưa ra nhằm đề xuất một số giải pháp thúc đẩy hiệu quả quản lý rủi ro trên thị trường trong thời gian tới.*

Từ khóa: *Quản lý rủi ro, Rủi ro hệ thống, Hiệu quả thị trường chứng khoán.*

## 1. Đặt vấn đề

Khái niệm quản lý rủi ro được đưa ra từ những năm 1950, tuy nhiên các nhà hoạch định chính sách, nhà nghiên cứu và các tổ chức tài chính chỉ thật sự quan tâm đến quản lý rủi ro sau một loạt những thảm họa về tài chính diễn ra vào những năm 90. Trong đó, rủi ro hệ thống được quan tâm đặc biệt. Rủi ro hệ thống không thể loại trừ (Amit, Raphael và các cộng sự, 1988), hay còn gọi là rủi ro không thể đa dạng hóa (non-diversifiable risk). Như vậy, các nhà đầu tư buộc phải đối mặt với loại rủi ro này cho dù các biện pháp hạn chế rủi ro đã rất phát triển, ngay cả đối với các thị trường chuyên nghiệp ở các nước khác.

Vấn đề đo lường rủi ro hệ thống được các nhà nghiên cứu quan tâm. Việc sử dụng các phương pháp đo lường rủi ro dựa trên định hướng thị trường được nghiên cứu gần đây bởi Acharya, Pedersen, Philippon and Richardson (2010a, 2010b), Adrian và Brunnermeier (2009), De Jonghe (2010). Các tác giả thường dựa trên dữ liệu cổ phiếu vì khả năng dễ tiếp cận thông tin trên thị trường.

Bên cạnh đó, các nghiên cứu cũng tập trung xem xét mối quan hệ giữa các bộ phận thị trường dựa trên công cụ đo lường. Các tác giả sử dụng một loạt các phương pháp đo lường rủi ro hệ thống như CoVaR, MES, SES, DIM,... từ năm 1997 đến 2012 nhằm xem xét tính ổn định của hệ thống tài chính Nhật Bản. Một số kết quả cho thấy sự phụ thuộc lẫn nhau giữa hệ thống tài chính và nền kinh tế, giữa hệ thống tài chính và khu vực công, giữa các tổ chức tài chính với nhau.

Tuy nhiên, việc áp dụng các công cụ đo lường còn phụ thuộc vào đặc điểm thị trường và mục đích nghiên cứu. Artzneret và các cộng sự (1999) đã chỉ ra những nhược điểm của phương pháp khi VaR của danh mục có thể lớn hơn VaR của các tài sản thành phần trong danh mục, không phù hợp Lý thuyết Markowitz (Markowitz, 1952- đa dạng hóa nhằm giảm thiểu rủi ro). Mặc dù vậy, đối với các thị trường mới nổi như Việt Nam, VaR được cho là công cụ khá phù hợp.

Trên thực tế, mô hình giá trị chịu rủi ro VaR được nghiên cứu từ khoảng giữa những năm 90. Mô hình xác định giá trị tại mức rủi ro (VaR- Value at Risk) là một phương pháp được ứng dụng khá phổ biến trên thế giới trong việc đo lường rủi ro. Đến năm 2010,

việc ứng dụng mô hình VaR để đo lường rủi ro hệ thống đã được Mansur Masih (2010) thực hiện trên các TTCK mới nổi của các nước thuộc Vùng Vịnh (Gulf Stock Markets). Để làm tăng tính chính xác trong việc xác định và đo lường rủi ro hệ thống trong đầu tư chứng khoán, tác giả đã phân tích tác động của các biến động thị trường với các bộ dữ liệu có tần suất thời gian khác nhau và tính toán các giá trị tại mức rủi ro (VaR). Các giá trị VaR đo được với các dữ liệu có tần suất thời gian khác nhau cho thấy, rủi ro hệ thống có xu hướng bộc lộ rõ nét hơn với các số liệu được sử dụng với tần suất cao hơn. Dữ liệu càng chi tiết, tần suất của các quan sát càng nhiều càng cho thấy sự tập trung của các rủi ro hệ thống. Điều này rất có ý nghĩa trong việc nghiên cứu và định hướng chính sách.

Mặc dù đã có những nghiên cứu về VaR và ứng dụng trong đo lường rủi ro hệ thống, tuy nhiên việc áp dụng VaR như một công cụ nhằm quản lý rủi ro hệ thống đối với thị trường còn khá ít. Đa số các nghiên cứu tập trung vào kỹ thuật đo lường và phân tích các phương pháp đo lường VaR (McMillan & Speight, 2007).

Bên cạnh phương pháp đo lường, từ những năm 2000 trở lại đây, một số nghiên cứu trên thế giới đã phân tích tác động của các nhân tố đối với rủi ro hệ thống. Nhìn chung, kết quả cho thấy, doanh nghiệp với những đặc thù kinh doanh khác nhau sẽ chịu tác động bởi rủi ro hệ thống khác nhau trên TTCK. Tuy nhiên, đa số các nghiên cứu tập trung vào các công ty phi tài chính (non-financial firms) như nghiên cứu của Kheder Alaghi (2013) hoặc tập trung vào một số nhân tố chính như đòn bẩy (Afkar Majeed Bhatti, Kamran Majeed, Ijaz-ur-Rehman, Waqas Anwar Khan, 2010) hay tài sản của doanh nghiệp (Kheder Alaghi, 2011)... Có rất ít nghiên cứu tập trung vào nhiều phân khúc ngành khác nhau (Tarek I. Eldomiaty, Mariam H. Al Dhahery, Muna Al Shukri, 2009) và đa số chưa phân tích một cách đầy đủ tác động của các nhân tố đến rủi ro hệ thống của thị trường.

Tại Việt Nam, mặc dù thị trường chưa thực sự chịu ảnh hưởng nặng nề bởi cú sốc lớn, tuy nhiên nền kinh tế đã và đang tiềm ẩn nhiều rủi ro. Thực trạng đó được phản ánh rõ nét nhất thông qua TTCK với nguồn vốn tích tụ tập trung ít, chi phí vốn và đặc

biệt rủi ro hệ thống trên thị trường tương đối cao. Điều này ảnh hưởng đến lòng tin của nhà đầu tư và gây khó khăn trong việc ra quyết định của các cơ quan quản lý thị trường. Sự suy giảm và tiềm ẩn rủi ro của TTCK có thể gây bất ổn lớn đến hệ thống tài chính của Việt Nam. Chính vì vậy, làm thế nào để tăng cường quản lý rủi ro hệ thống trên TTCK Việt Nam đang là vấn đề cần được quan tâm hiện nay. Quản lý rủi ro hệ thống bao gồm việc nhận diện, đo lường và xây dựng hệ thống kiểm soát, giám sát đối với các hoạt động của thị trường.

## 2. Thực trạng quản lý rủi ro hệ thống trên thị trường chứng khoán Việt Nam

### 2.1. Các qui định quản lý rủi ro hệ thống trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Ngày 11/7/1998, Chính phủ đã ký Nghị định số 48/CP về chứng khoán và TTCK. Tháng 7/2000, TTCK Việt Nam chính thức ra đời và có phiên giao dịch đầu tiên. Cơ quan quản lý TTCK tại Việt Nam là Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCK). Với vị thế là cơ quan quản lý chuyên ngành về chứng khoán và TTCK, UBCK đã tăng cường công tác quản lý, giám sát đối với các tổ chức trung gian; đẩy mạnh công tác thanh tra giám sát nhằm tăng cường tính minh bạch, góp phần giữ vững ổn định thị trường chứng khoán.

Công tác quản lý TTCK của UBCK tập trung chủ yếu vào sự tuân thủ các quy định của pháp luật và cơ chế giám sát các tổ chức tham gia thị trường. Trong đó, UBCK và các Sở Giao dịch chứng khoán (SGDCK) tạo nên bộ máy vận hành hệ thống giám sát thị trường với mô hình hai cấp và bao gồm ba nội dung cơ bản: (1) **Giám sát tuân thủ**, được thực hiện trên cơ sở Thông tư số 193/2013/TT-BTC, ngày 16/12/2013 hướng dẫn công tác giám sát tuân thủ. Theo đó, UBCK thực hiện việc kiểm tra, giám sát sự tuân thủ quy định pháp luật của các đối tượng quản lý bao gồm: Giám sát phát hành, công bố thông tin và quản trị công ty của công ty niêm yết và công ty đại chúng; giám sát tuân thủ của các định chế trung gian thị trường và giám sát tuân thủ của SGDCK, Trung tâm Lưu ký Chứng khoán; (2) **Giám sát giao dịch**, được thực hiện theo hướng dẫn tại Thông tư số 13/2013/TT-BTC, ngày 25/01/2013



về giám sát giao dịch chứng khoán. Theo Quyết định số 689/QĐ-UBCK, ngày 31/8/2012 của Chủ tịch UBCK về ban hành quy chế phối hợp giữa các đơn vị thuộc UBCK với SGDCK, Trung tâm Lưu ký Chứng khoán trong việc giám sát và xử lý vi phạm của các tổ chức, cá nhân trên TTCK (Quyết định 689), thì việc giám sát được phân định rõ giữa 02 cấp UBCK và SGDCK; (3) **Giám sát rủi ro**, là giám sát chỉ tiêu an toàn tài chính của các tổ chức kinh doanh chứng khoán theo Thông tư số 226/2010/TT-BTC, ngày 31/12/2010 quy định chỉ tiêu an toàn tài chính và biện pháp xử lý đối với các tổ chức kinh doanh chứng khoán không đáp ứng chỉ tiêu an toàn tài chính và Thông tư số 165/2012/TT-BTC, ngày 09/10/2012 sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 226/2010/TT-BTC. UBCK đã ban hành các quy chế quản lý, giám sát theo bộ tiêu chí CAMEL (Quyết định số 427/QĐ-UBCK, ngày 11/7/2013 về việc ban hành Quy chế Hướng dẫn đánh giá, xếp loại công ty quản lý quỹ; Quyết định số 617/QĐ-UBCK, ngày 9/10/2013 về việc ban hành Quy chế hướng dẫn xếp loại công ty chứng khoán).

## 2.2. Đánh giá công tác quản lý rủi ro hệ thống trên thị trường chứng khoán Việt Nam

### 2.2.1. Kết quả đạt được

- Tại Việt Nam, rủi ro là yếu tố hiện hữu trong tất cả các ngành kinh tế và đã được quan tâm trong việc giám sát, đảm bảo sự an toàn của hệ thống tài chính. Những lý thuyết cơ bản về rủi ro và quản lý rủi ro đã được phổ biến rộng rãi qua các khóa đào tạo của Ủy ban chứng khoán, các công ty chứng khoán, các trường đại học.

- Quy mô và tính thanh khoản của thị trường phần nào được cải thiện.

- Các mô hình đo lường rủi ro đã được vận dụng trong nhiều lĩnh vực khác nhau như xây dựng, ngân hàng. Hoạt động quản lý, giám sát thị trường có nhiều biến đổi tích cực. Trong thời gian qua, công tác quản lý Nhà nước và điều hành TTCK được thực hiện tương đối linh hoạt, bảo đảm TTCK vận hành an toàn và ổn định, không để xảy ra đổ vỡ, xáo trộn lớn ảnh hưởng đến sự phát triển kinh tế- xã hội của đất nước. Bên cạnh đó, các cơ quan quản lý cũng

từng bước nâng cao năng lực giám sát và cưỡng chế thực thi quy định của pháp luật, bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư. Các SGDCK, Trung tâm Lưu ký chứng khoán được tách ra khỏi cơ cấu UBCK. Chính vì vậy, cơ quan quản lý, giám sát và điều hành, tổ chức thị trường được tách bạch và linh hoạt hơn.

### 2.2.2. Hạn chế và nguyên nhân

#### \*Hạn chế:

Mặc dù đã đạt được một số kết quả nhất định, nhưng quản lý rủi ro hệ thống trên TTCK Việt Nam hiện nay chưa hiệu quả, chưa thực sự được chú trọng trong hoạt động quản lý chung của thị trường:

- Thị trường vẫn còn nhiều biến động do yếu tố tâm lý, sự bất ổn trong quá trình ra quyết định của nhà đầu tư (do hành vi bầy đàn, khả năng phân tích thị trường còn kém, tính chuyên nghiệp chưa cao).
- Những nghiên cứu và ứng dụng mô hình đo lường vào quản lý rủi ro hệ thống tại Việt Nam không nhiều. Các nghiên cứu về rủi ro hệ thống thường xoay quanh các mô hình lý thuyết tài chính như CAPM, APT (Trần Ngọc Diễm, 2008), SIM (Vương Đức Hoàng Quân, 2009; Nguyễn Ngọc Vũ, 2010). Kết quả đo lường rủi ro hệ thống chưa trở thành cơ sở tốt cho việc quản lý rủi ro trên thị trường.

#### \*Nguyên nhân

- *Phương pháp đo lường rủi ro hệ thống không phù hợp với TTCK Việt Nam:* Trên thực tế, hệ số beta là phương pháp chủ yếu được sử dụng dựa trên cơ sở dữ liệu quá khứ. Hệ số  $\beta$  thường được tính bằng hai cách: Dựa trên mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) hoặc mô hình chỉ số đơn (SIM). Tuy nhiên, để áp dụng được mô hình CAPM, nhà đầu tư phải chấp nhận một số giả thuyết như không có thuế và phí giao dịch; thông tin không đắt đỏ và luôn sẵn có đối với tất cả các nhà đầu tư. Điều này không thể xảy ra trên thế giới cũng như ở Việt Nam. Còn mô hình chỉ số đơn SIM cũng cần có những giả thuyết của một thị trường hiệu quả như về thông tin, quy mô thị trường, chỉ số chứng khoán. Trong khi đó, nhiều nghiên cứu đã chứng minh, TTCK Việt Nam không hiệu quả.

Bên cạnh đó, các nghiên cứu trên thế giới cho thấy, ngay cả đối với các TTCK phát triển và các hạn chế nêu trên đều được khắc phục, phương pháp này

cũng chỉ ứng dụng trong đo lường rủi ro hệ thống đối với các cổ phiếu (hay danh mục đầu tư riêng lẻ) khi xem xét mối quan hệ với một danh mục thị trường. Việc xác định và đo lường rủi ro hệ thống của toàn thị trường sẽ không thể thực hiện được vì khi đó, rủi ro hệ thống của toàn thị trường được xem chính là  $\beta$  của danh mục thị trường và luôn bằng 1 ( $\beta = 1$ ).

- *Mô hình quản lý rủi ro hệ thống chưa được thiết kế toàn diện:* Trên thế giới, các nghiên cứu về xây dựng mô hình quản lý rủi ro hệ thống đã được triển khai (Top-down, Bottom-up) (IOSCO, 2012), tuy nhiên việc xây dựng mô hình quản lý rủi ro hệ thống trên TTCK Việt Nam hiện nay chưa được áp dụng. Việc quản lý chủ yếu dựa trên các quy định, hướng dẫn và giám sát giao dịch trên thị trường. Các quy định về hoạt động giám sát TTCK được ban hành tương đối đầy đủ, theo đó chủ thể giám sát TTCK bao gồm UBCK; SGDCK. Đối tượng giám sát là các tổ chức, cá nhân tham gia vào quá trình giao dịch, cung cấp các dịch vụ liên quan đến giao dịch chứng khoán (Lê Thị Thu Thủy, 2012). Bên cạnh đó, đa phần các văn bản pháp luật hướng đến các hoạt động của một bộ phận thị trường như Nghị định số 108/2013/NĐ-CP, ngày 23/9/2013 quy định về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK, Quyết định số 689/QĐ-UBCK, ngày 31/8/2012 về ban hành Quy chế phối hợp giữa các đơn vị thuộc UBCK với SGDCK, Trung tâm Lưu ký Chứng khoán trong việc giám sát và xử lý vi phạm của các tổ chức, cá nhân trên TTCK. Trong khi đó, các nghiên cứu gần đây cho thấy việc tập trung vào giám sát tuân thủ các quy định trên thị trường của các chủ thể riêng biệt là không đủ. Các nhà quản lý cần quan tâm đến sự cân bằng tổng thể nhằm hạn chế những tác động vĩ mô gây bất ổn cho hệ thống tài chính.

- *Hệ thống giám sát rủi ro hệ thống chưa đồng bộ:* Vấn đề giám sát thị trường luôn là câu hỏi hóc búa đối với các nhà quản lý. Tuy nhiên, rủi ro hệ thống hiện nay chỉ được giám sát dưới góc độ của toàn bộ thị trường, chưa có sự phân cấp trong việc giám sát rủi ro đối với các ngành hay các nhóm chứng khoán riêng lẻ. Hệ thống quản lý của TTCK Việt Nam chưa ổn định. UBCK khi mới thành lập là cơ quan độc lập,

sau một thời gian mới được sáp nhập vào Bộ Tài chính, tuy nhiên, hiện nay đang có những kiến nghị xem xét tách ra độc lập. Các SGDCK phát triển nhanh, song chưa theo định hướng và vẫn chưa đảm bảo sự thống nhất, đầy đủ của các cấu trúc thị trường, đảm bảo sự hoạt động có hiệu quả của toàn bộ thị trường cũng như triển vọng phát triển trong tương lai. Với số lượng nhân sự hạn chế, hệ thống công nghệ thông tin hầu như chưa có, công tác quản lý hiện tại thủ công, theo nguyên tắc giám sát từ xa và dựa trên số liệu báo cáo theo kỳ của các thành viên thị trường, khiến cho cơ sở dữ liệu về thị trường là không đầy đủ, không chính xác và kịp thời.

Việc phân công trách nhiệm, cơ chế phối hợp hoạt động giữa các cơ quan quản lý nhà nước trong công tác quản lý rủi ro hệ thống còn chưa hợp lý: Chưa có sự phân định rõ ràng giữa hoạt động quản lý, giám sát rủi ro của toàn bộ thị trường và rủi ro đối với từng nhóm ngành riêng biệt.

Hệ thống giám sát, phòng ngừa rủi ro, phòng ngừa khủng hoảng chưa phát triển tương ứng với sự phát triển của thị trường. Việc phân định các chức năng giám sát giữa các đơn vị còn chưa rõ ràng, cơ chế phối hợp trong hoạt động giám sát còn yếu.

Bên cạnh đó, cơ sở vật chất, kỹ thuật, công nghệ thông tin phục vụ cho công tác giám sát chưa đạt tiêu chuẩn. Hiện nay ở Việt Nam, việc giám sát còn rất thủ công khiến hoạt động điều tra khá khó khăn. Trong khi đó hầu hết các nước trên thế giới có hệ thống cho phép xem xét lại toàn bộ lịch sử giao dịch một cách nhanh chóng, nhất là trong một thời gian dài như từ 4- 5 tháng.

### 3. Giải pháp quản lý rủi ro hệ thống trên thị trường chứng khoán Việt Nam

#### 3.1. Lựa chọn phương pháp đo lường rủi ro hệ thống phù hợp với điều kiện thị trường

Trên thế giới, các nhà nghiên cứu đã đưa ra các công cụ nhằm đo lường rủi ro hệ thống như VaR, CoVaR, MES, SES (Adrian and Brummermeier, 2008; Artzner và các cộng sự, 1999). Mỗi phương pháp đo lường cho thấy khả năng ứng dụng tại các thị trường là khác nhau. Tại Việt Nam, công cụ được nhắc đến nhiều nhất trong đo lường rủi ro hệ thống lan truyền là VaR (Value- At- Risk). Tuy



nhiên, việc ứng dụng VaR cho các nghiên cứu về rủi ro trong toàn bộ hệ thống tài chính ở Việt Nam chưa được rộng rãi. Bên cạnh đó, các nghiên cứu về VaR chủ yếu tập trung vào quản lý rủi ro đối với hệ thống ngân hàng. Mặc dù đã có một số nghiên cứu bước đầu về VaR trên TTCK (Võ Thúy Anh & Nguyễn Thanh Tùng, 2011), nhưng nhìn chung các nghiên cứu được tiến hành trên TTCK Việt Nam mới chủ yếu tập trung vào việc ứng dụng VaR đối với các cổ phiếu (hay danh mục đầu tư riêng lẻ) mà chưa có nghiên cứu điển hình trong việc ứng dụng

gồm một số nội dung chủ yếu như: Xây dựng và ban hành cơ sở pháp lý; quản lý các chủ thể tham gia và có liên quan đến TTCK; xây dựng chiến lược, kế hoạch, chương trình phát triển TTCK. Trong khi đó, giám sát TTCK được hiểu là việc tiến hành theo dõi, kiểm tra các hoạt động của các chủ thể tham gia thị trường và các hoạt động diễn ra trên thị trường nhằm phát hiện và xử lý kịp thời các vi phạm, khuyến khích phát huy kịp thời các hành vi tốt đảm bảo tính bình ổn của thị trường.

**M**ặc dù đã có một số nghiên cứu bước đầu về VaR trên TTCK, nhưng nhìn chung các nghiên cứu được tiến hành trên TTCK Việt Nam mới chủ yếu tập trung vào việc ứng dụng VaR đối với các cổ phiếu (hay danh mục đầu tư riêng lẻ) mà chưa có nghiên cứu điển hình trong việc ứng dụng VaR đối với quản lý rủi ro hệ thống cho toàn bộ thị trường. Chính vì vậy, trong thời gian tới, phương pháp VaR cần được chú trọng nghiên cứu và được đề xuất xem xét như một công cụ khả thi trong đo lường và quản lý rủi ro hệ thống trên TTCK Việt Nam.

VaR đối với quản lý rủi ro hệ thống cho toàn bộ thị trường. Chính vì vậy, trong thời gian tới, phương pháp VaR cần được chú trọng nghiên cứu và được đề xuất xem xét như một công cụ khả thi trong đo lường và quản lý rủi ro hệ thống trên TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, việc ứng dụng phương pháp VaR cần chú ý đến những đặc thù của thị trường Việt Nam như hệ thống thông tin, quy mô thị trường.

### **3.2. *Củng cố hệ thống thanh tra, kiểm tra, giám sát, quản lý rủi ro hệ thống***

TTCK là một thị trường rất nhạy cảm, luôn tiềm ẩn những rủi ro có thể xảy ra. Đặc biệt, đối với TTCK mới nổi như Việt Nam, những yếu kém của thị trường đã được bộc lộ rõ như thông tin không cân xứng, tâm lý bầy đàn... Chính vì vậy, việc kiểm tra, kiểm soát thị trường cần phải được thực hiện rất chặt chẽ, xử lý kịp thời, nghiêm minh. Để làm được điều đó, chúng tôi đề xuất một số giải pháp sau:

- Áp dụng các tiêu chuẩn giám sát thị trường theo thông lệ quốc tế, tuy nhiên, việc áp dụng phải được nghiên cứu chi tiết để tương thích với TTCK VN.
- Từng bước tách bạch chức năng quản lý với chức năng giám sát thị trường. Quản lý thị trường bao

### **3.3. *Xây dựng cơ chế giám sát thông tin***

Minh bạch thông tin có ý nghĩa quan trọng trong thúc đẩy tính hiệu quả của việc đầu tư kinh doanh chứng khoán và là lực đẩy cho sự phát triển của TTCK trong tương lai. Một cơ chế giám sát thông tin hiệu quả sẽ hướng dẫn nhà đầu tư thận trọng với tin đồn sai lệch, ngăn ngừa hiện tượng tung tin đồn trên thị trường và giảm thiểu rủi ro cho nhà đầu tư. Việc đảm bảo tính chính xác của các thông tin được đưa ra trên thị trường đòi hỏi sự phân tích, nghiên cứu và bám sát những biến động trên TTCK. Chính vì vậy, sự ra đời của cơ chế giám sát thông tin sẽ phần nào giảm bớt những mặt xấu của thông tin trên thị trường, giúp các nhà đầu tư an toàn hơn khi tiếp nhận thông tin.

### **3.4. *Nâng cao hệ thống mạng truyền thông giữa các bộ phận thị trường***

Việc công bố thông tin trên các phương tiện thông tin đại chúng là rất cần thiết, nhất là đối với những người quan tâm đến TTCK. Có thể thấy, đây là một kênh truyền tải thông tin hết sức hiệu quả, đảm bảo tính công khai và dễ dàng tiếp cận của thông tin. Tuy nhiên, thông tin trên TTCK cần phải thông suốt

và có sự thống nhất. Ở TTCK Mỹ, do được quan tâm đến vấn đề truyền tin đúng mức nên giữa các sở giao dịch cũng như các bộ phận thị trường thông tin đều đáp ứng được các nguyên tắc về độ tin cậy, kịp thời, chính xác, nhanh chóng và hiệu quả. Còn ở TTCK Trung Quốc, vấn đề mạng truyền thông lúc đầu chưa được chú trọng gây nên tình trạng lộn xộn thông tin, sai lệch thông tin, nay đã kịp thời điều chỉnh.

Do đó, trước hết hoạt động của các hãng cung cấp thông tin chuyên nghiệp cần được khuyến khích và tăng cường. Một đội ngũ thông tin chuyên nghiệp sẽ giúp cho việc cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư trong nước hiệu quả, đặc biệt là đối với các nhà đầu tư nước ngoài quan tâm đến TTCK Việt Nam. Đồng thời, các hệ thống truyền thông cần phải phối hợp thống nhất trong việc đưa tin về các hoạt động liên quan đến TTCK; tuyên truyền, giáo dục kiến thức về chứng khoán, về TTCK cho công chúng nhằm thu hút sự quan tâm của công chúng đầu tư.

Để TTCK Việt Nam phát triển, đặc biệt để giảm thiểu tác động của rủi ro hệ thống thì các hãng cung cấp thông tin chuyên nghiệp càng phải được chú trọng trong quá trình đầu tư về thông tin chứng khoán. Đây là công việc cần được thực hiện một cách thường xuyên và lâu dài, chứ không chỉ tập trung trong một thời điểm nhất định nào đó.

### 3.5. Xây dựng các chỉ báo nhận diện rủi ro hệ thống trên thị trường chứng khoán

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Trần Minh Ngọc Diễm (2008), “Ứng dụng các lý thuyết tài chính hiện đại trong việc đo lường rủi ro của các chứng khoán niêm yết tại Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM”, Luận văn Thạc sỹ Kinh tế, Đại học kinh tế TP HCM
2. Vương Đức Hoàng Quân (2012), Rủi ro hệ thống và vấn đề xác định hệ số bê-ta tại Việt Nam, truy cập ngày 07 tháng 04 năm 2012, từ <http://tapchitaichinh.vn/nghien-cuu- trao- doi/ rui-ro-he-thong-va-van-de-xac-dinh-he-so-beta-tai-viet-nam-6366.html>
3. Võ Thúy Anh & Nguyễn Anh Tùng (2011), Đo lường rủi ro thị trường của danh mục chỉ số VN-index bằng mô hình giá trị chịu rủi ro, Tạp chí Phát triển Kinh tế Số 5(247)/2011.
4. Lê Thị Thu Thủy (2012), Pháp luật Việt Nam về giám sát thị trường tài chính và thực tiễn áp dụng, Tạp chí Khoa học ĐHQGHN, Luật học 28 (2012), tr17-29.
5. Nguyễn Ngọc Vũ (2010), Tính toán hệ số beta của một số công ty niêm yết tại sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX), Tạp chí Khoa học và công nghệ, Đại học Đà Nẵng, số 2(37), trang 169- 175
6. Để hoàn thiện công tác quản lý giám sát thị trường chứng khoán (2015), truy cập ngày 08 tháng 06 năm 2015, từ <http://tapchitaichinh.vn/nghien-cuu- trao- doi/ trao- doi- binh- luan/ de- hoan- thien- cong- tac- quan- ly- giam- sat- thi- truong- chung- khoan- 64475.html>
7. Amit, Raphael, Livnat, Joshua, (1988), Diversification, Capital Structure, and Systematic Risk: An Empirical Investigation, Journal of Accounting, Auditing & Finance. Boston: Winter 1988. Vol. 3, Iss. 1; pg. 19
8. Adrian, T., & Brunnermeier, M. (2008). CoVar FRB of New York Staff Report No. 348.
9. Acharya, Viral V., Lasse Pedersen, Thomas Philippon, and Matthew Richardson (2010a), “Measuring Systemic Risk”, Working

Các chỉ báo rủi ro hệ thống chủ yếu được đề cập đến dưới góc độ phân tích, khuyến nghị mà chưa có chủ thể nào thực hiện sàng lọc, đánh giá và phân tích bằng phương pháp định lượng. Hiện nay, ở Việt Nam, hệ thống chỉ tiêu giám sát tài chính vĩ mô đã được xây dựng bởi Ủy ban giám sát tài chính quốc gia (MPIs bao gồm: 46 chỉ tiêu phục vụ xây dựng báo cáo tháng; 107 chỉ tiêu phục vụ xây dựng báo cáo quý; 103 chỉ tiêu phục vụ xây dựng báo cáo năm; và 59 chỉ tiêu MPIs lõi), tuy nhiên chủ yếu tập trung vào lĩnh vực ngân hàng và bảo hiểm. Trong khi đó các ngưỡng tham chiếu/chuẩn mực cho TTCK không còn phù hợp với tình hình phát triển tài chính hiện nay. Do đó, để tăng hiệu quả quản lý rủi ro, cần xây dựng các chỉ tiêu và đo lường tác động của các chỉ tiêu đến biến động của thị trường (biến động lợi tức chứng khoán).

#### 4. Kết luận

Trong bối cảnh tái cấu trúc hệ thống tài chính, trong đó có TTCK Việt Nam, việc nghiên cứu về rủi ro hệ thống, xây dựng phương pháp đo lường và đề xuất giải pháp hạn chế rủi ro hệ thống là hết sức cần thiết. Quản lý rủi ro hệ thống không chỉ giúp TTCK bình ổn, lành mạnh hơn mà còn giúp các công ty niêm yết trên thị trường nhận diện, đo lường và đưa ra biện pháp phòng vệ thích ứng với từng điều kiện cụ thể của nền kinh tế. ■



Paper, NYU Stern.

10. Acharya, Viral V., Lasse Pedersen, Thomas Philippon, and Matthew Richardson (2010b), "A Tax on Systemic Risk", in Joseph Haubrich and Andrew Lo (Eds.), NBER publication on *Quantifying Systemic Risk*
11. Adrian, T. and Markus Brunnermeier (2009), "CoVar", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*.
12. Artzner, P. (1999), *Application of coherent risk measures to capital requirements in insurance*. *North American Actuarial Journal*, 3(2), 11-25.
13. De Jonghe, Olivier (2010), "Back to the Basics in Banking? A Micro-analysis of Banking System Stability," *Journal of Financial Intermediation*, Elsevier, vol. 19(3), 387-417.
14. Markowitz, H. (1952), *Portfolio selection\**. *The journal of finance*, 7(1), 77-91.
15. Mansur Masih, Mohammed Alzahrani, Omar Al-Titi (2010), *Systematic risk and time scales: New evidence from an application of wavelet approach to the emerging Gulf stock markets*, *International Review of Financial Analysis*. Greenwich: Jan 2010. Vol. 19, Iss. 1; pg. 10
16. McMILLAN, D. G., & Speight, A. E. (2007), *Value at Risk in Emerging Equity Markets: Comparative Evidence for Symmetric, Asymmetric, and Long Memory GARCH Models*. *International Review of Finance*, 7(1-2), 1-19.
17. Werner Bijkerk, Rohini Tendulkar (2012), *Systemic Risk Identification in Securities Market*, *IOSCO Research Department: Staff Working Paper 2012/1*.

## SUMMARY

### Systemic risk management in the Vietnam securities market

*Securities market should be protected solidly against adverse impacts and systemic risk is a factor that must be managed and monitored most. The paper analyzed the necessity of systemic risk management in Vietnam securities market. The causes and limitations were taken to propose some solutions for risk management in the securities market.*

## THÔNG TIN TÁC GIẢ

**Vũ Thị Thúy Vân**, Thạc sỹ

*Đơn vị công tác:* Viện Ngân hàng- Tài chính, Đại học Kinh tế Quốc dân

*Lĩnh vực nghiên cứu chính:* Tài chính ngân hàng, Thị trường chứng khoán

*Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải:* Tạp chí Kinh tế và Phát triển, Tạp chí Khoa học và Công nghệ

*Email:* thuyvan1507@gmail.com

**Lại Thị Thanh Loan**, Thạc sỹ

*Đơn vị công tác:* Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam

*Lĩnh vực nghiên cứu chính:* Tài chính ngân hàng

*Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải:* Tạp chí Tài chính doanh nghiệp

*Email:* loanlt224@gmail.com

## tiếp theo trang 71

giám sát hệ thống, xử lý nghiêm tình trạng sở hữu chéo. Bên cạnh đó cần nâng cao năng lực quản trị, phòng tránh rủi ro, tuân thủ quy luật thị trường, giảm dần việc áp đặt các biện pháp hành chính trong điều hành.

Thứ hai, đối với TTCK, cần minh bạch thông tin công bố, trong đăng ký giao dịch cần cắt giảm các thủ tục hành chính không cần thiết, tạo điều kiện thuận lợi cho nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư nước ngoài, nâng cao chất lượng và đa dạng hóa sản phẩm cho TTCK. Bên cạnh đó, Chính phủ tiến hành tái cấu trúc các tổ chức kinh doanh chứng khoán, giám sát, xử lý kịp thời những công ty yếu kém, tiếp tục hoàn thiện cơ chế chính sách đảm bảo hội nhập liên thông các TTCK quốc tế.

Thứ ba, đối với thị trường bảo hiểm, cần tăng cường hiệu quả quản lý Nhà nước về kinh doanh bảo hiểm, kiểm soát an toàn hệ thống, đẩy mạnh hội nhập quốc tế. Mặt khác, ngành Bảo hiểm nên phát triển đa dạng hóa, nâng cao chất lượng các sản phẩm và mở rộng hơn nữa các kênh phân phối đảm bảo thị trường phát triển lành mạnh, hiệu quả. ■

## tiếp theo trang 47

án định tỷ giá mới một cách đột ngột đi kèm với việc điều chỉnh giảm mạnh tỷ giá CNY kéo theo sự sụt giảm và biến động mạnh của thị trường tài chính trong nước cần được rút kinh nghiệm. Do đó, song song với việc linh hoạt hơn cơ chế tỷ giá, việc đẩy mạnh truyền thông để cung cấp thông tin và chủ động định hướng thị trường là rất quan trọng. ■