



QUẢN LÝ RỦI RO TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH

ThS. ĐẶNG TÀI AN TRẠNG - Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Với những nền tảng cơ bản được xác lập từ 17 năm qua của thị trường chứng khoán Việt Nam, việc xây dựng và đưa vào vận hành thị trường chứng khoán phái sinh sẽ giúp thị trường chứng khoán hoàn thiện cấu trúc tổng thể và phát triển theo chiều sâu. Thị trường chứng khoán phái sinh được xây dựng với một trong những mục tiêu chính là cung cấp cho thị trường các công cụ để phòng ngừa rủi ro và tạo điều kiện để thúc đẩy đầu tư dài hạn. Tuy nhiên, bên cạnh lợi ích này, thị trường cũng tiềm ẩn những rủi ro đòi hỏi có sự quản lý chặt chẽ, thận trọng.

Từ khóa: Thị trường chứng khoán, thị trường chứng khoán phái sinh, chứng khoán

On the basis of the last 17 years of operation of Vietnam's stock market, building and operating derivative market help improve general structure of the stock market and bring about in-depth development. Derivative market has been built with the overall goal to provide the market with tools to combat risks and facilitate long-term investments. In addition to these benefits, however, the market also has potential risks that need deliberate management.

Keywords: stock market, derivative market, stock

Ngày nhận bài: 7/3/2017

Ngày chuyển phản biện: 8/3/2017

Ngày nhận phản biện: 25/3/2017

Ngày chấp nhận đăng: 27/3/2017

Các nghiên cứu và tổng kết kinh nghiệm về xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán phái sinh (TTCKPS) trong lộ trình phát triển hệ thống thị trường tài chính cho thấy sự phát triển CKPS đơn giản có thể được tiến hành đồng thời cùng với phát triển thị trường trái phiếu và cổ phiếu. Do TTCKPS phải dựa vào hàng hóa cơ sở nên cần phải phát triển thị trường hàng hóa cơ sở trước và bảo đảm tính thanh khoản phù hợp trước khi xây dựng TTCKPS. Tuy nhiên, nếu đợi đến khi thị trường hàng hóa cơ sở phát triển đầy đủ có thể sẽ không tối ưu. Sự ra đời CKPS thường khuyến khích nhà đầu tư

sẵn sàng mua và nắm giữ chứng khoán dài hạn hơn. TTCKPS sẽ giúp cho các tổ chức cũng như cá nhân có thể thực hiện quản trị rủi ro, vì các CKPS cho phép phân bổ lại rủi ro từ những chủ thể muốn phòng ngừa sang các chủ thể sẵn sàng chấp nhận rủi ro. Sự phát triển của TTCK Việt Nam 17 năm qua, đặc biệt trong những năm trở lại đây đã bảo đảm điều kiện cho sự hình thành TTCKPS tại Việt Nam.

Những rủi ro chính trên thị trường chứng khoán phái sinh

Trước đây, các nhà quản lý thường tập trung xây dựng các chính sách nhằm tăng cường tính hiệu quả và đổi mới các sản phẩm CKPS vì họ cho rằng sự an toàn và toàn vẹn của thị trường đã được đảm bảo. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 cho thấy, sự an toàn của các giao dịch và thanh toán bù trừ phái sinh cần được đảm bảo trước tiên, vì chỉ cần một thành viên trên thị trường phá sản thì có thể khuấy động toàn bộ hệ thống tài chính. Các rủi ro chính trên TTCKPS bao gồm:

Rủi ro đối tác: Là rủi ro khi một đối tác của hợp đồng phái sinh mất khả năng thanh toán và không thể hoàn thành nghĩa vụ hợp đồng của mình. Sự an toàn của thị trường bị tổn hại nếu một thành viên thị trường mất khả năng thanh toán/phá sản gây ra một loạt chuỗi các trường hợp mất khả năng thanh toán/phá sản trên thị trường. Các phương pháp phổ biến nhất để giảm thiểu rủi ro đối tác là thiết lập mạng lưới và đối tác phải có tài sản đảm bảo. Các nhà cung cấp hạ tầng thị trường như mô hình đối tác bù trừ trung tâm (CCP) tạo thuận lợi cho việc thiết lập mạng lưới đa phương đối với tất cả các thành viên giao dịch.

Là một đơn vị trung gian trong thị trường phái



sinh, các CCP nhận nhiệm vụ giảm thiểu và quản lý rủi ro đối tác trong suốt vòng đời của các sản phẩm phái sinh. Trong trường hợp thành viên phá sản, CCP đảm bảo việc thanh toán vẫn diễn ra an toàn bằng cách đóng các vị thế rủi ro mở và sử dụng tài sản đảm bảo của thành viên bị mất khả năng thanh toán.

Rủi ro hoạt động: Bao gồm các lỗi trong quá trình hoạt động, ví dụ: giao dịch, bù trừ, thanh toán và kiểm soát. An toàn thị trường gặp rủi ro nếu có sự cố trong hoạt động của các nhà cung cấp hạ tầng kỹ thuật hoặc các thành viên thị trường liên quan. Rủi ro hoạt động thường hiện hữu tại các quy trình thủ công, do đó có thể giảm các can thiệp vào quá trình giao dịch, thanh toán bù trừ bằng cách sử dụng các giao diện điện tử tự động tin cậy. Do những cú sốc bên ngoài không thể tránh được hoàn toàn (ví dụ như thảm họa tự nhiên, các cuộc tấn công khủng bố) nên phải sử dụng hệ thống sao lưu trong trường hợp xảy ra sự cố và những hệ thống sao lưu này cần được kiểm tra thường xuyên.

Rủi ro pháp lý: Bao gồm rủi ro phát sinh từ các hợp đồng không thể thực hiện được hoặc không tuân thủ pháp luật. An toàn thị trường có thể bị ảnh hưởng trong trường hợp không có sự chắc chắn về mặt pháp lý đối với các sản phẩm phái sinh được sử dụng rộng rãi. Rủi ro pháp lý có thể được giảm thiểu bằng cách sử dụng hợp đồng phái sinh được chấp nhận rộng rãi và có các điều khoản chuẩn về kỳ hạn, lãi suất, nguyên tắc thanh toán và bù trừ.

Rủi ro thanh khoản: Là rủi ro khi nguy cơ một sản phẩm phái sinh không thể bán tại mức giá trị hợp lý vì không có cầu. An toàn thị trường gặp rủi ro nếu các thành viên thị trường liên quan mất khả năng thanh toán do không thể đóng vị thế của các hợp đồng phái sinh. Thanh khoản kém thường xảy ra tại các thị trường không có sự quản lý, thiếu tính minh bạch và sản phẩm không chuẩn hóa. Như vậy, rủi ro thanh khoản giảm trong mô hình thị trường có tổ chức, trong đó lợi ích của các bên được củng cố.

Các yêu cầu trong quản lý, giám sát thị trường chứng khoán phái sinh

Hoạt động quản lý, giám sát TTCKPS vẫn đảm bảo các yêu cầu:

Tính an toàn: Trong một thị trường phái sinh an toàn, các tổ chức trung gian tài chính có khả năng chịu được các cú sốc và/hoặc sự đổ vỡ của các tổ chức lớn, có ảnh hưởng đến toàn hệ thống. Mặc dù các nhà quản lý không thể ngăn chặn sự phá sản của các tổ chức trung gian thị trường.

Tính toàn vẹn: Giao dịch công bằng là chìa khóa cho sự toàn vẹn của thị trường. Khi sự bất đối xứng thông tin được giảm đi, giá cả thị trường là kết quả

của những thông tin công khai và những kỳ vọng về giá cả trong tương lai. Tính toàn vẹn và an toàn có liên quan chặt chẽ với nhau trong điều kiện các thành viên thị trường đều bảo vệ tài sản của mình khỏi nguy cơ thao túng. Tính toàn vẹn của thị trường phải được hỗ trợ bởi tính minh bạch của thị trường hay là sự sẵn có của dữ liệu thị trường cho thành viên thị trường và cơ quan giám sát

Tính hiệu quả: Một thị trường tài chính hiệu quả là thị trường trong đó giá tài sản phản ánh tất cả các thông tin và kỳ vọng về giá trong tương lai (hiệu quả về giá); đồng thời các sản phẩm và dịch vụ được cung cấp với chi phí giao dịch thấp nhất (hiệu quả về chi phí).

Hiệu quả về giá liên quan đến chất lượng của quá trình hình thành giá. Giá của sản phẩm phái sinh cần phản ánh đầy đủ niềm tin của nhà đầu tư về giá cả trong tương lai và lượng thông tin sẵn có đối với tất cả những người tham gia thị trường. Lý tưởng nhất là giá của tài sản được điều chỉnh ngay lập tức khi có thông tin mới bổ sung. Như vậy, yếu tố ảnh hưởng chính đến hiệu quả về giá là sự tiếp cận bình đẳng đối với các thông tin. Các nhà cung cấp cơ sở hạ tầng thị trường như Sở Giao dịch chứng khoán (SGDCK), CCP giúp tạo ra tính minh bạch bằng cách thu thập và tổng hợp dữ liệu. Tuy nhiên, chỉ có thị trường thanh khoản cao mới có thể giao dịch và định giá liên tục. Bởi vì thanh khoản thị trường cao khi có đủ số lượng thành viên thị trường sẵn sàng giao dịch nên thị trường tập trung có vị thế tốt để duy trì mức thanh khoản tối thiểu.

Hiệu quả chi phí có thể được cải thiện bằng cách gia tăng quy mô kinh tế và giảm chi phí. Càng nhiều giao dịch được thực hiện qua một hệ thống (giao dịch, thanh toán, bù trừ) thì chi phí cố định cho mỗi giao dịch sẽ càng thấp. Chi phí có thể được giảm thiểu nếu các sản phẩm được thực hiện tự động trong suốt chuỗi giá trị.

Mục tiêu quản lý, giám sát thị trường chứng khoán phái sinh

Mục tiêu quản lý, giám sát thị trường CKPS là bảo vệ các nhà đầu tư, đảm bảo thị trường công bằng, hiệu quả và minh bạch.

Bảo vệ các nhà đầu tư: Nhà đầu tư cần được bảo vệ khỏi những hành vi gây nhầm lẫn, thao túng hay gian lận, giao dịch trước khách hàng và sử dụng tài sản của khách hàng. Công bố đầy đủ các thông tin trọng yếu đối với các quyết định của nhà đầu tư là phương tiện quan trọng nhất để bảo vệ nhà đầu tư. Bằng cách này, các nhà đầu tư có thể đánh giá được những rủi ro và lợi ích tiềm ẩn của các khoản đầu tư và từ đó bảo vệ quyền lợi của họ.



Chỉ những tổ chức có đầy đủ giấy phép hành nghề hợp pháp mới được cung cấp các dịch vụ đầu tư tài chính, đặc biệt là các tổ chức kinh doanh chứng khoán và các SGDCK. Phải thiết lập các yêu cầu về vốn đối với các tổ chức này để họ có thể đáp ứng được các yêu cầu của khách hàng và nếu cần thiết có thể thu hẹp hoạt động kinh doanh mà không làm tổn hại đến khách hàng.

Giám sát các tổ chức trung gian thị trường để bảo vệ nhà đầu tư bằng cách đặt ra các tiêu chuẩn tối thiểu cho các thành viên thị trường. Nhà đầu tư phải được các tổ chức trung gian đối xử bình đẳng và công bằng theo các chuẩn mực đạo đức kinh doanh. Cần có một hệ thống toàn diện các chương trình thanh tra, kiểm tra, và giám sát tuân thủ.

Sự công bằng của các thị trường có liên quan chặt chẽ đến việc bảo vệ nhà đầu tư, đặc biệt là để ngăn ngừa các giao dịch không phù hợp. Phải xây dựng các quy định về phát hiện, ngăn chặn và xử phạt các hành vi thao túng thị trường và các hành vi giao dịch không phù hợp khác. Các quy định phải đảm bảo nhà đầu tư được tiếp cận công bằng với cơ sở hạ tầng và thông tin thị trường.

Biện pháp quản lý rủi ro trên thị trường chứng khoán phái sinh

Về cơ bản, các biện pháp quản lý đối với TTCKPS xoay quanh việc quản lý đảm bảo an toàn tài chính, tính công bằng và hiệu quả của thị trường

An toàn tài chính: Các chỉ tiêu về an toàn tài chính bảo vệ thị trường khỏi rủi ro tín dụng và rủi ro hệ thống và cũng đảm bảo rằng chỉ những người được coi là tin cậy mới được tiếp cận thị trường. Đối với thị trường phái sinh, các yêu cầu này được thiết kế để phản ánh các đặc tính rủi ro đặc biệt của sản phẩm phái sinh, ví dụ như các vị thế trong thị trường phái sinh có thể sử dụng đòn bẩy tài chính lên nhiều lần. Mức độ phụ thuộc vào từng nguồn vốn, tín dụng, ký quỹ, tiền gửi bảo đảm, tách biệt và giám sát có thể khác nhau.

Yêu cầu về vốn đối với các tổ chức trung gian tài chính tồn tại ở tất cả các nước, tuy nhiên, không có nước nào đưa ra yêu cầu về vốn đối với các SGDCK. Cơ sở hạ tầng thanh toán bù trừ đầy đủ là yếu tố cơ quan quản lý quan tâm. Trong khi phần lớn các nước có một số yêu cầu về hoạt động thì trung tâm thanh toán bù trừ hoặc SGDCK có thể quyết định nhiều vấn đề liên quan đến quá trình thanh toán bù trừ.

Các yêu cầu về ký quỹ nói chung được quy định bởi các tổ chức thanh toán bù trừ. Tại nhiều nước, yêu cầu ký quỹ phải tuân thủ một số hình thức giám sát theo quy định như phải được sự đồng ý

của cơ quan quản lý đối với mức ký quỹ. Mức ký quỹ thường được xác định bằng cách dựa trên các phương pháp định lượng.

Xác định tài sản bảo đảm đủ tiêu chuẩn cũng khác nhau giữa các nước. Một tổ chức trung gian tài chính có thể chấp nhận các loại tài sản bảo đảm khác với loại tài sản bảo đảm mà Trung tâm Lưu ký chứng khoán (TTLKCK) hoặc SGDCK chấp nhận. Một số TTLKCK hoặc SGDCK tính toán mức ký quỹ dựa trên vị thế tổng và một số dựa trên vị thế ròng.

Bên cạnh đó, để đảm bảo an toàn tài chính, tất cả các cơ quan quản lý các thị trường phái sinh đều duy trì giám sát thị trường và tổ chức trung gian tài chính thường xuyên và/hoặc định kỳ.

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 cho thấy, sự an toàn của các giao dịch và thanh toán bù trừ phái sinh cần được đảm bảo trước tiên, vì chỉ cần một thành viên trên thị trường phá sản thì có thể khuấy động toàn bộ hệ thống tài chính.

Cách thức bảo vệ tài sản của khách hàng khác nhau giữa các nước. Hầu hết các nước đều có các yêu cầu liên quan đến bảo hiểm hoặc bảo đảm tài sản và tách biệt tài sản của khách hàng với tài sản của công ty nhưng cách thức tính toán khác nhau. Do đó, mặc dù một số nước chủ yếu dựa vào việc tách biệt tài khoản để bảo vệ tài sản của khách hàng nhưng phần lớn đòi hỏi kết hợp tách biệt tài khoản và các yêu cầu thận trọng khác. Các biện pháp bảo vệ này nhằm phòng chống thiệt hại cho khách hàng, tạo điều kiện thuận lợi cho việc chuyển giao các vị thế khi thị trường gặp trục trặc và đặc biệt xử lý các khoản tiền của khách hàng khi tổ chức trung gian tài chính mất khả năng thanh toán.

Công bằng: Lợi ích của khách hàng thường bảo vệ thông qua các quy định, chuẩn mực áp đặt đối với các tổ chức trung gian tài chính, bao gồm: tính toàn vẹn, kỹ năng và trình độ của nhân viên môi giới; xung đột lợi ích; sự tuân thủ của nhân viên môi giới với các chuẩn mực đạo đức kinh doanh (như thực hiện lệnh, hạn chế sử dụng sai thông tin, công bố thông tin, hạn chế sử dụng sai tài khoản); và các thủ tục và diễn đàn giải quyết những khiếu nại của khách hàng.

Trong thực hiện lệnh, các quy tắc giao dịch liên quan đến việc thực hiện lệnh khác nhau giữa các nước nhưng đều chỉ ra rằng các quy định đều nhằm mục đích cung cấp việc thực hiện lệnh hợp lý cho khách hàng và tránh gian lận.

Yêu cầu về nghiệp vụ môi giới, các chuẩn mực về môi giới liên quan đến yêu cầu công bố thông tin, cấm giao dịch sai tài khoản và các giao dịch không phù hợp



như giao dịch trái phép hoặc giao dịch trước khách hàng đều được quy định tại hầu hết các nước. Các nước có thị trường phái sinh đều đòi hỏi phải cung cấp báo cáo rủi ro cho khách hàng, tuy nhiên, hình thức và đối tượng công bố khác nhau giữa các nước.

Tại hầu hết các nước, giám sát tuân thủ đối với các môi giới chứng khoán tập trung vào việc kiểm soát nội bộ và điều tra các khiếu nại của khách hàng.

Hiệu quả thị trường: Các vấn đề về tính toàn vẹn của thị trường là trọng tâm của các quy định quản lý liên quan đến thị trường phái sinh và các sản phẩm phái sinh. Các cơ quan quản lý sử dụng nhiều phương pháp khác nhau để giải quyết những lo ngại này.

Nhiều thị trường đưa ra các yêu cầu đối với thiết kế sản phẩm và hạn chế các loại tài sản cơ sở, và hầu hết đều có các quy trình hoặc thủ tục chuyển giao vật chất. Hầu hết các thị trường đều cấm thao túng thị trường. Định nghĩa chính xác về thuật ngữ “thao túng” có thể khác nhau giữa các nước. Các biện pháp ngăn ngừa thao túng dù là giám sát trực tiếp, yêu cầu thiết kế sản phẩm, giới hạn vị thế hay các biện pháp khác, cũng như mức độ giám sát khác nhau giữa các thị trường. Một số thị trường thiết lập các quy định đặc biệt như giới hạn vị thế, giới hạn giá hoặc tạm dừng thị trường, các quy định về giá thanh toán... Quy tắc giao dịch liên quan đến các loại lệnh được phép thực hiện, hạn chế giao dịch ngoài sàn và các loại hoạt động tạo lập thị trường có sự khác nhau khá lớn giữa các nước.

Quản lý rủi ro trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam

Trên cơ sở Quyết định số 366/QĐ-TTg ngày 11/03/2014 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Đề án “Xây dựng và phát triển thị trường CKPS tại Việt Nam”, cho đến nay khung khổ pháp lý cho TTCKPS về cơ bản đã được ban hành đầy đủ, bảo đảm các yêu cầu, mục tiêu xây dựng TTCKPS tại Việt Nam. Các quy định tại Nghị định 42/2015/NĐ-CP về CKPS và TTCKPS, các thông tư hướng dẫn (Thông tư số 11/2016/TT-BTC ngày 19/1/2016 và Thông tư 23/2017/TT-BTC sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 11/2016/TT-BTC) và các quy định pháp lý khác về TTCK cùng với các quy chế giao dịch, quy chế thành viên, quy chế thanh toán bù trừ... của SGDCK Hà Nội, TTLKCK đã bao hàm khá đầy đủ các nội dung bảo đảm các yêu cầu, mục tiêu cũng như biện pháp quản lý rủi ro trên TTCKPS.

Theo đó, các quy định về điều kiện kinh doanh CKPS đối với công ty chứng khoán (CTCK) (môi giới, tự doanh, tư vấn đầu tư) đã được ban hành; trong đó điều kiện môi giới CKPS như được cấp phép đầy đủ nghiệp vụ kinh doanh chứng khoán; được chấp thuận

hoạt động tự doanh CKPS; vốn điều lệ, vốn chủ sở hữu: từ 800 tỷ đồng trở lên; Không lỗ trong 2 năm gần nhất; tỷ lệ vốn khả dụng tối thiểu 220% trong 12 tháng gần nhất; BCTC được kiểm toán, chấp nhận toàn bộ; nhân sự, công nghệ; quy trình kiểm soát nội bộ, quản trị rủi ro; không đang trong quá trình hợp nhất, sáp nhập, giải thể, phá sản, kiểm soát, kiểm soát đặc biệt...

Ngoài ra, Nghị định 42/2015/NĐ-CP cũng quy định rõ về đình chỉ, chấm dứt hoạt động kinh doanh CKPS, quy định về hoạt động kinh doanh CKPS của các tổ chức kinh doanh chứng khoán, tổ chức tín dụng, doanh nghiệp bảo hiểm... Việc giao dịch CKPS do SGDCK tổ chức, niêm yết và ngoài SGDCK không tổ chức, cá nhân nào được phép tổ chức thị trường giao dịch các CKPS này nhằm giảm thiểu các rủi ro phát sinh như kinh nghiệm các nước đã cho thấy. SGDCK có thể áp dụng các biện pháp ổn định thị trường và bảo vệ nhà đầu tư như thay đổi số phiên giao dịch, thời gian giao dịch, áp dụng giới hạn lệnh, giới hạn lệnh tích lũy, hạn chế mở vị thế mở mới, dừng hoặc hủy bỏ các lệnh mở, các biện pháp cần thiết khác.

Các quy định về điều kiện đối với thành viên bù trừ, điều kiện thành viên tạo lập thị trường; áp dụng cơ chế thanh toán theo mô hình đối tác bù trừ trung tâm CCP, các biện pháp bảo đảm thanh toán, cơ chế phòng ngừa rủi ro tại VSD (áp dụng các biện pháp như điều chỉnh các mức ký quỹ, yêu cầu thành viên bù trừ đóng góp bổ sung vào Quỹ bù trừ, điều chỉnh giới hạn vị thế, đóng vị thế của thành viên bù trừ, nhà đầu tư mất khả năng thanh toán, sử dụng Quỹ bù trừ) cũng đã được quy định rõ nhằm bảo đảm phòng ngừa rủi ro thanh toán trên thị trường. Ngoài ra, cơ quan quản lý thực hiện chức năng quản lý, giám sát thông qua các biện pháp như giám sát tuân thủ, kiểm tra, thanh tra, xử lý vi phạm, chấp thuận các quy chế; giám sát thực hiện quy chế, yêu cầu báo cáo, CBTT; yêu cầu về giám sát của SGDCK, TTLKCK và giám sát của thành viên giao dịch, thành viên bù trừ.

Như vậy, có thể thấy, so với thực tiễn và thông lệ quốc tế, nhìn chung khuôn khổ quản lý, giám sát TTCKPS nói chung và các cơ chế, biện pháp quản lý rủi ro trong quá trình triển khai TTCKPS nói riêng đã được xây dựng và ban hành đầy đủ nhằm bảo đảm các mục tiêu, yêu cầu trong quá trình xây dựng và đưa TTCKPS đi vào vận hành trong thời gian sắp tới tại Việt Nam.

Tài liệu tham khảo:

1. Quyết định số 366/QĐ-TTg ngày 11/03/2014 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Đề án “Xây dựng và phát triển thị trường CKPS tại Việt Nam”;
2. Nghị định 42/2015/NĐ-CP về CKPS và TTCKPS;
3. website: ssc.gov.vn; hsx.vn; hnx.vn.