

RỦI RO LAN TỎA VÀ TÁC ĐỘNG CỦA RỦI RO LAN TỎA ĐẾN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

● NGUYỄN THỊ NGÀ

TÓM TẮT:

Trong bài báo này, tác giả tập trung làm rõ về khái niệm và tác động của rủi ro lan tỏa đến thị trường tài chính, từ đó đề xuất các giải pháp nhằm giảm thiểu tác động tiêu cực của rủi ro lan tỏa đến thị trường tài chính. Kết quả nghiên cứu cho thấy tác động giữa các tổ chức trong thị trường, tác động giữa các thị trường với nhau, tác động của một tổ chức hay một sự kiện đến toàn bộ nền kinh tế. Hậu quả có thể dẫn đến là sự bất ổn định và nguy cơ sụp đổ của thị trường tài chính. Bài viết cũng đề xuất các giải pháp hạn chế tác động tiêu cực của yếu tố này bao gồm: tăng cường vai trò quản lý và giám sát của Nhà nước bằng pháp luật và thông qua hệ thống chính sách cùng với các công cụ quản lý rủi ro trên thị trường chứng khoán.

Từ khóa: rủi ro tài chính, rủi ro lan tỏa, thị trường tài chính.

1. Đặt vấn đề

Rủi ro lan tỏa là một khái niệm khá mới ở Việt Nam. Tuy nhiên, đây là chủ đề đã được nghiên cứu nhiều ở các nước trên thế giới, đặc biệt ở tại những nước có thị trường chứng khoán phát triển. Rủi ro lan tỏa bắt đầu được đề cập nhiều từ những năm 2008 khi diễn ra cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới. Cho đến nay, đã có rất nhiều nghiên cứu về chủ đề này, đặc biệt là những nghiên cứu về tác động của rủi ro lan tỏa đến thị trường tài chính. Từ kết quả nghiên cứu đã cho thấy tác động của rủi ro lan tỏa đến thị trường tài chính rất lớn. Chính vì vậy, cần có những giải pháp nhằm hạn chế các tác động tiêu cực này.

2. Khái niệm về rủi ro lan tỏa

Trước khi tìm hiểu về rủi ro lan tỏa, cần đề cập đến khái niệm về rủi ro. Rủi ro được hiểu là

khả năng xảy ra sự khác biệt giữa kết quả thực tế với kỳ vọng ban đầu (Hà và cộng sự, 2019). Rủi ro cũng có thể được hiểu là nguy cơ xảy ra những sự kiện không mong muốn và gây ra những tác động tiêu cực đến các cá nhân hay tổ chức (Ngọc và Phương, 2015). Có nhiều cách phân loại rủi ro, trong đó rủi ro có thể được phân chia thành rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống. Rủi ro phi hệ thống là những rủi ro mang tính cá thể của khoản đầu tư và có thể triệt tiêu được bằng cách đa dạng hóa danh mục đầu tư (Huệ và cộng sự, 2015). Rủi ro hệ thống là rủi ro tác động đến toàn bộ các tài sản, các ngành, lĩnh vực và không thể loại trừ được bằng cách đa dạng hóa danh mục đầu tư (Khâm và cộng sự, 2020). Có thể kể đến một số ví dụ của rủi ro hệ thống như rủi ro lãi suất, rủi ro lạm phát, rủi ro tỷ giá hối đoái và rủi ro chính trị...

Khi xảy ra một rủi ro hệ thống, tầm ảnh hưởng của nó không chỉ đến một ngành hay một tài sản mà là toàn bộ các tài sản, các ngành và lĩnh vực. Vậy có mối liên hệ nào giữa rủi ro hệ thống và rủi ro lan tỏa không? Để xác định được mối liên hệ này trước hết cần hiểu được rủi ro lan tỏa là gì?

Có nhiều quan điểm khác nhau về rủi ro lan tỏa. Rủi ro lan tỏa bao gồm một tập hợp các tổ chức liên kết có mối quan hệ kinh doanh cùng có lợi qua đó sự phá sản của một tổ chức có thể lan tỏa nhanh chóng đến các tổ chức khác (Billio và cộng sự, 2012). Từ khái niệm này có thể thấy nguyên nhân dẫn đến sự lan truyền rủi ro là do giữa các tổ chức có mối liên kết với nhau. Karolyi và Stulz (1996) gọi đó là “hiệu ứng domino”. Tóm lại có thể hiểu rủi ro lan tỏa là rủi ro có tính chất lây lan từ tổ chức này sang tổ chức khác, từ thị trường này sang thị trường khác hay cũng có khi từ một tổ chức sang cả thị trường tài chính. Hasman (2013) cho rằng, khái niệm rủi ro lan tỏa chỉ là một bộ phận trong khái niệm về rủi ro hệ thống. Tuy nhiên, khi nghiên cứu khái niệm về rủi ro lan tỏa thấy vấn đề này có thể xuất phát từ một rủi ro hệ thống nhưng cũng có khi bắt nguồn từ một rủi ro phi hệ thống, chẳng hạn như sự sụp đổ của một tổ chức.

3. Nguồn gốc của rủi ro lan tỏa

3.1. Tính liên kết giữa các tổ chức hay các thị trường tài chính

Theo khái niệm về rủi ro lan tỏa của Billio và cộng sự (2012), nguồn gốc của rủi ro lan tỏa xuất phát từ mối liên kết giữa các tổ chức hay giữa các thị trường tài chính với nhau. Sự liên kết giữa các tổ chức có thể trực tiếp hoặc gián tiếp thông qua các khoản vay vốn, các hợp đồng tín dụng thương mại, bảo hiểm tín dụng hay bảo lãnh phát hành. Khi tổ chức A cho tổ chức B vay vốn hoặc mua chịu với một khoản vay có giá trị lớn, nếu tổ chức B thất bại sẽ dẫn đến nguy cơ phá sản của tổ chức A. Hoặc trường hợp tổ chức A bảo lãnh phát hành trái phiếu với giá trị lớn cho tổ chức B, nếu tổ chức B có nguy cơ phá sản cũng dẫn đến rủi ro phá sản cho tổ chức A.

Đó là mối liên kết giữa các tổ chức, còn mối liên kết giữa các thị trường tài chính có thể được thể hiện qua các phạm vi cơ bản sau: (1) Liên kết giữa thị trường chứng khoán với nền kinh tế vĩ mô; (2) Liên kết giữa thị trường chứng khoán với các thị trường khác (thị trường ngoại hối, thị trường hàng hóa cơ bản...); (3) Liên kết giữa các chủ thể tham gia thị trường chứng khoán (các công ty niêm yết, ủy ban chứng khoán, sở giao dịch chứng khoán...). Thị trường tài chính là nơi diễn ra các hoạt động mua bán, chuyển nhượng quyền sử dụng các khoản vốn ngắn hạn hoặc dài hạn thông qua các công cụ tài chính như cổ phiếu, trái phiếu, công cụ phái sinh, các giấy tờ có giá, các khoản vay, ngoại hối, hàng hóa cơ bản... Sở dĩ có sự liên kết giữa các thị trường tài chính là do tính tương quan giữa các bộ phận, các tài sản và các thị trường. Khi một thị trường gặp rủi ro có thể dẫn đến rủi ro ở các thị trường khác. Chẳng hạn, rủi ro ở thị trường ngoại hối có thể dẫn đến rủi ro ở thị trường chứng khoán. Ngoài ra, rủi ro kinh tế vĩ mô như sự thay đổi của lãi suất và nguy cơ suy thoái kinh tế cũng tác động dẫn đến rủi ro trên thị trường chứng khoán.

3.2. Hành vi của các chủ thể tham gia thị trường

Thị trường tài chính chịu ảnh hưởng rất lớn bởi hành vi của các chủ thể tham gia thị trường. Một trong những hành vi được nghiên cứu nhiều và ảnh hưởng rất lớn đến thị trường đó là hành vi hay tâm lý bầy đàn. Hành vi hay tâm lý bầy đàn được hiểu là khi các cá nhân hoặc tổ chức đồng thời hoạt động theo cùng một cách. Một số ví dụ của hành vi hay tâm lý bầy đàn như việc cùng mua hay cùng bán một loại cổ phiếu, đồng loạt rút tiền tiết kiệm ở một tổ chức tín dụng... Hành vi này sẽ dẫn đến việc định giá sai tài sản và sự tích tụ rủi ro, dẫn đến bong bóng tài sản, từ đó có thể dẫn đến sự sụp đổ của hệ thống tài chính. Nguyên nhân chủ yếu dẫn đến hành vi này do sự thiếu minh bạch của các thông tin. Chính vì vậy, để giảm nguy cơ của các hành vi này cần đảm bảo một môi trường thông tin minh bạch, thông qua

việc xây dựng hệ thống thông tin và truyền thông cập nhật, đầy đủ và tiên tiến.

4. Tác động của rủi ro lan tỏa đến các thị trường tài chính

Đã có nhiều nghiên cứu đánh giá tác động của rủi ro lan tỏa đến các thị trường tài chính, đặc biệt trong các giai đoạn khủng hoảng. Các nghiên cứu về rủi ro lan tỏa chủ yếu tập trung vào việc trả lời các câu hỏi sau: (1) có xảy ra rủi ro lan tỏa hay không? (2) nguồn gốc của rủi ro xuất phát từ đâu? (3) cơ chế lan truyền rủi ro như thế nào?

Có thể kể đến một số nghiên cứu tiêu biểu sau, như nghiên cứu của Wang và cộng sự (2023). Dựa trên dữ liệu giá đóng cửa hàng ngày của cổ phiếu 14 ngân hàng niêm yết hạng A ở Trung Quốc từ tháng 1/2009 đến tháng 6/2021, nghiên cứu đã phân tích so sánh về tác động lan truyền của rủi ro trong ngành ngân hàng trước và sau khi bùng phát dịch Covid-19. Dựa trên phương pháp transfer entropy, nhóm tác giả đã tính toán ma trận mạng tương quan về hiệu ứng lan truyền rủi ro liên ngân hàng và nghiên cứu thực nghiệm tác động lan truyền rủi ro trong ngành ngân hàng trước và sau dịch bệnh bằng phương pháp phân tích mạng xã hội, mô tả cấu trúc mạng của lan truyền rủi ro hệ thống trong ngành ngân hàng Trung Quốc. Nghiên cứu này cho thấy rủi ro của hệ thống liên ngân hàng tăng lên đáng kể sau khi dịch bệnh bùng phát và các điểm chính lây lan rủi ro ngân hàng cũng đã thay đổi trước và sau khi dịch bệnh bùng phát. Ngân hàng quốc doanh ít rủi ro hơn ngân hàng cổ phần và các tổ chức tài chính trong nước. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy hiệu ứng lan truyền rủi ro giữa các ngân hàng là không đối xứng.

Một nghiên cứu tiêu biểu nữa là nghiên cứu của Florian và cộng sự (2020) đã xem xét tác động lan tỏa rủi ro sau khi Volkswagen thừa nhận gian lận khí thải. Trước tiên, nghiên cứu đã ước tính khoản lỗ hoạt động ban đầu là 8,45% vốn hóa thị trường vốn của Volkswagen vào ngày trước thông báo, tổn thất về mặt danh tiếng lên tới gấp 5 lần khoản lỗ này và những cú sốc tiêu

cực đáng kể đối với cổ phiếu và trái phiếu của hãng. Phân tích tác động lan tỏa từ cú sốc này, ngoài những tổn thất thường chỉ được đo lường trong giá trị vốn cổ phần, nhóm tác giả nhận thấy tác động lan tỏa tiêu cực đáng kể đến các đối thủ cạnh tranh và nhà cung cấp châu Âu trên cả thị trường chứng khoán và trái phiếu. Khi nghiên cứu các tác động kinh tế chi tiết hơn cho thấy tổng thiệt hại 27,4 tỷ euro của Volkswagen do thay đổi giá trị thị trường chứng khoán trong 5 ngày diễn ra sự kiện đầu tiên gần như hoàn toàn bao gồm các khoản lỗ bất thường. Hơn nữa, các đối thủ cạnh tranh (nhà cung cấp) nhìn chung đã phải chịu khoản lỗ bất thường 18,3 (12,6) tỷ euro trong thời gian này, với 60% (69%) công ty có những thay đổi tiêu cực, đặc biệt là các đối thủ cạnh tranh và nhà cung cấp châu Âu có liên hệ với Volkswagen. Những con số này còn tăng thêm do giá trị thị trường trái phiếu thay đổi âm.

Một sự kiện tiêu biểu cũng dẫn đến tác động lan tỏa rủi ro rất lớn và được nghiên cứu nhiều đó là sự kiện Brexit. Brexit là sự kiện Vương Quốc Anh tách khỏi Liên minh châu Âu năm 2016. Matheus và Maria (2023) đã nghiên cứu rủi ro lan tỏa giữa chỉ số chứng khoán S&P500 và FTSE100, hai thị trường chứng khoán lớn trên thế giới, do Brexit. Brexit đã gây ra làn sóng biến động trên thị trường tài chính quốc tế và phản ứng ngay lập tức tại thị trường Mỹ đã mang lại sự bất ổn cho các nhà đầu tư - những người vẫn thận trọng trước những diễn biến bất ngờ của nền kinh tế toàn cầu. Trong nghiên cứu này, mô hình tương quan có điều kiện động (DCC GARCH) được áp dụng để phân tích hiện tượng lây lan dịch chuyển trong dữ liệu chuỗi thời gian. Kết quả cho thấy không có bằng chứng về sự lây lan dịch chuyển giữa hai thị trường trong thời kỳ Brexit. Có thể quan sát thấy sự gia tăng vừa phải trong mối tương quan có điều kiện trong tháng diễn ra cuộc trưng cầu dân ý về Brexit, điều này có thể do sự phụ thuộc lẫn nhau cao giữa hai thị trường tài sản.

Như vậy, từ các kết quả nghiên cứu có thể thấy tác động của rủi ro lan tỏa đến thị trường tài chính

rất lớn. Rủi ro lan tỏa có thể gây ra những hậu quả nghiêm trọng đối với sự ổn định của hệ thống tài chính, sự tăng trưởng của nền kinh tế và phúc lợi của người dân. Rủi ro lan tỏa là một trong những vấn đề quan trọng nhất của bất kỳ cuộc khủng hoảng tài chính nào vì 3 nguyên nhân sau đây: (1) Nó đòi hỏi cần có sự can thiệp; (2) Nó có thể dẫn đến một cuộc khủng hoảng của hệ thống tài chính; và (3) Nó tiêu tốn một lượng chi phí đáng kể của toàn bộ nền kinh tế. Rủi ro lan tỏa thường phản ánh sự thất bại trực tiếp của hoạt động giám sát an toàn vĩ mô, đồng thời cũng đặt ra yêu cầu nâng cao vai trò của giám sát an toàn vĩ mô.

5. Các giải pháp nhằm giảm thiểu tác động của rủi ro lan tỏa đối với thị trường tài chính

Như vậy, từ việc đánh giá tác động của rủi ro lan tỏa đến thị trường tài chính đã đặt ra yêu cầu về các giải pháp nhằm giảm thiểu các tác động tiêu cực của rủi ro lan tỏa đến thị trường tài chính. Giải pháp quan trọng nhất đó là cần tăng cường vai trò quản lý và giám sát của Nhà nước bằng pháp luật và thông qua hệ thống chính sách cùng với các công cụ quản lý rủi ro trên thị trường chứng khoán. Công cụ này sẽ giúp nhận diện các nguy cơ tiềm ẩn của rủi ro lan tỏa. Từ đó đưa ra các giải pháp ứng phó và phòng ngừa nhằm mang lại sự ổn định và tính hiệu quả của thị trường tài chính. Cụ thể vai trò của từng chính sách vĩ mô trong việc giảm thiểu tác động tiêu cực của rủi ro lan tỏa như sau:

Chính sách tài khóa

Chính sách tài khóa đề cập đến các quyết định của chính phủ về chi tiêu và thuế. Chính sách tài khóa có thể giảm rủi ro lan tỏa bằng cách kích thích nền kinh tế, hỗ trợ các khu vực và hộ gia đình dễ bị tổn thương và duy trì tính bền vững tài chính. Các biện pháp kích thích từ chính sách tài khóa có thể giúp thúc đẩy nhu cầu, sản lượng và việc làm, đồng thời giảm nguy cơ giảm phát và vỡ nợ. Việc hỗ trợ các khu vực và hộ gia đình dễ bị tổn thương có thể giúp ngăn chặn tình trạng phá sản, thất nghiệp và nghèo đói trên diện rộng, đồng thời duy trì sự gắn kết và niềm tin xã hội.

Duy trì tính bền vững tài chính có thể giúp tránh khủng hoảng nợ công, duy trì khả năng tiếp cận thị trường và nâng cao uy tín.

Chính sách tiền tệ

Chính sách tiền tệ đề cập đến các biện pháp của ngân hàng trung ương nhằm tác động đến cung tiền, lãi suất và tỷ giá hối đoái. Chính sách tiền tệ có thể giúp giảm rủi ro lan tỏa bằng cách cung cấp thanh khoản cho hệ thống tài chính, nới lỏng các điều kiện tài chính và quản lý dòng vốn. Thanh khoản có thể giúp ngăn ngừa tình trạng rút tiền hàng loạt, bán tháo và khủng hoảng tín dụng, đồng thời đảm bảo hệ thống thanh toán hoạt động trơn tru. Việc nới lỏng các điều kiện tài chính có thể giúp giảm chi phí đi vay, kích thích đầu tư và tiêu dùng, cũng như hỗ trợ giá tài sản. Quản lý dòng vốn có thể giúp tránh được tình trạng dừng, đảo chiều và khủng hoảng tiền tệ đột ngột, đồng thời duy trì cân bằng bên ngoài.

Chính sách an toàn vĩ mô

Chính sách an toàn vĩ mô đề cập đến việc điều tiết và giám sát hệ thống tài chính nhằm ngăn ngừa rủi ro hệ thống. Chính sách an toàn vĩ mô có thể giảm rủi ro lan tỏa bằng cách tăng cường khả năng phục hồi của các tổ chức tài chính, hạn chế việc gia tăng đòn bẩy và mất cân đối, đồng thời giải quyết các tác động lan tỏa xuyên biên giới. Khả năng phục hồi có thể giúp hấp thụ tổn thất, duy trì khả năng thanh toán và giảm nhu cầu cứu trợ. Hạn chế đòn bẩy và sự mất cân bằng có thể giúp tránh bong bóng tài sản, bùng nổ tín dụng và sự dễ bị tổn thương của hệ thống tài chính. Giải quyết các tác động lan tỏa xuyên biên giới có thể giúp điều phối các chính sách, hài hòa hóa các tiêu chuẩn và chia sẻ thông tin.

Chính sách tỷ giá hối đoái

Chính sách tỷ giá hối đoái đề cập đến việc lựa chọn chế độ tỷ giá hối đoái và mức độ can thiệp vào thị trường ngoại hối. Chính sách tỷ giá hối đoái có thể giảm rủi ro lan tỏa bằng cách mang lại sự linh hoạt, ổn định hoặc kết hợp cả hai. Tính linh hoạt có thể giúp điều chỉnh các cú sốc bên ngoài, duy trì khả năng cạnh tranh và tránh tình trạng

mất cân đối tiền tệ. Sự ổn định có thể giúp neo giữ kỳ vọng lạm phát, giảm bớt sự biến động và thu hút đầu tư nước ngoài. Sự kết hợp của cả hai có thể giúp cân bằng giữa tính linh hoạt và tính ổn định, tùy thuộc vào hoàn cảnh và mục tiêu.

Hợp tác quốc tế

Hợp tác quốc tế đề cập đến sự phối hợp và hợp tác của các chính sách và thể chế ở cấp độ toàn cầu hoặc khu vực. Hợp tác quốc tế có thể giảm nguy cơ lan truyền rủi ro bằng cách cung cấp hỗ trợ tài chính, tư vấn chính sách và giám sát. Hỗ trợ tài chính có thể giúp khắc phục tình trạng thiếu thanh khoản, khôi phục niềm tin và tạo điều kiện điều chỉnh. Tư vấn chính sách có thể giúp thiết kế và thực hiện các chính sách hiệu quả và nhất

quán. Giám sát có thể giúp theo dõi và đánh giá rủi ro, các lỗ hổng và tác động lan tỏa.

Trên thực tế, để có thể giảm thiểu được tác động tiêu cực của rủi ro lan tỏa không thể chỉ sử dụng một chính sách vĩ mô mà cần có sự kết hợp và nhất quán của các chính sách kinh tế vĩ mô khác nhau. Sự kết hợp chính sách có thể làm giảm nguy cơ lây lan bằng cách nâng cao hiệu lực, hiệu suất và độ tin cậy của các chính sách. Sự kết hợp hiệu quả của các chính sách có thể giúp đạt được những kết quả mong muốn, chẳng hạn như ổn định nền kinh tế, khôi phục tăng trưởng và ngăn ngừa khủng hoảng. Hiệu quả cũng có thể giúp giảm thiểu chi phí và sự đánh đổi của các chính sách, chẳng hạn như thâm hụt tài chính hoặc lạm phát ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Nguyễn Thị Minh Huệ, Trần Đăng Khâm, Trần Thị Lan Hương (2015). Ứng dụng phương pháp giá trị chịu rủi ro (VaR) trong đo lường rủi ro hệ thống trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tạp chí Kinh tế phát triển, Số 218(II), tháng 8/2015, trang 19-26.
2. Phan Thị Thu Hà, Lê Thanh Tâm, Hoàng Đức Mạnh (2019). Bài giảng Quản trị rủi ro. Nhà xuất bản Đại học Kinh tế quốc dân, Hà Nội.
3. Tô Kim Ngọc, Nguyễn Thanh Phương (2015). Giáo trình Thị trường chứng khoán. Nhà xuất bản Bách khoa Hà Nội.
4. Trần Đăng Khâm, Vũ Thị Thúy Vân, Phan Trọng Nghĩa (2020). Rủi ro lan truyền và đồng biến động giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán. Nhà xuất bản Đại học Kinh tế quốc dân, Hà Nội.
5. Billio M., Getmansky M., Lo A.W., Pelizzon L. (2012). Econometric measures of connectedness and systemic risk in the finance and insurance sectors. *Journal of Financial Economics*, 104(3), 535-559.
6. Hasman, Augusto (2013). A critical review of contagion risk in banking. *Journal of Economic Surveys*, 27(5), 978-995.
7. Hui E.C.M., Chan K.K.K. (2021). New test of contagion with application on the Brexit referendum. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 564, 2/2021.
8. Florian B., Christian E., Nadine G., Hendrick S. (2021). Spillover effects from the Volkswagen Emissions Scandal: An analysis of stock and corporate bond market. *Journal of Business research*, 74(2), 2/2021.
9. Karolyi G.A., Stulz R.M. (1996). Why do markets move together? An investigation of US - Japan stock return comovements. *Journal of Finance*, 51(3), 951-986.
10. Matheus V.G., Maria P.V.C. (2023). S&P500 volatility and Brexit contagion. Available at: nFf3CmkdzzDNjGtyyhgBMzF.pdf.\

Ngày nhận bài: 28/3/2024

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 10/4/2024

Ngày chấp nhận đăng bài: 05/5/2024

Thông tin tác giả:

ThS. NGUYỄN THỊ NGÀ

Khoa Tài chính, Học viện Ngân hàng

FINANCIAL RISKS AND SPILLOVER RISKS ON THE FINANCIAL MARKET

● Master. **NGUYEN THI NGÀ**

Faculty of Finance,
Banking Academy of Vietnam

ABSTRACT:

This study clarified the concept and impact of spillover risks on the financial market, thereby proposing solutions to minimize the negative impact of spillover risks on the market. This study's results showed that there are impacts between organizations in the market and impacts between markets, and an organization or an event can impact the entire economy. The possible consequence is instability and the risk of financial market collapse. This study also proposed solutions to limit the negative impacts of financial risks and spillover risks on the financial market. These solutions include strengthening the management and supervision of the state through laws and policies and applying management tools to control risks in the stock market.

Keywords: financial risks, spillover risks, financial markets.