

CÁC YẾU TỐ VỀ CƠ CẤU VỐN CHỦ SỞ HỮU CÓ ẢNH HƯỞNG ĐẾN HIỆU SUẤT CỦA CỔ PHIẾU NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Hoàng Văn Luân*

Nghiên cứu này cung cấp một cái nhìn tổng thể các yếu tố về cơ cấu vốn chủ sở hữu doanh nghiệp có ảnh hưởng đến hiệu quả tăng trưởng của cổ phiếu niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng doanh nghiệp niêm yết có phần vốn góp bởi nhà nước và nhà đầu tư nước ngoài có ảnh hưởng tích cực đến hiệu suất của cổ phiếu, trong khi phần vốn tư nhân có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu suất của cổ phiếu. Bằng chứng cho thấy rằng doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài cao, hay nói cách khác yếu tố nước ngoài có ảnh hưởng lớn đến quản trị doanh nghiệp sẽ mang lại hiệu suất lớn hơn. Đặc biệt, sự ảnh hưởng này được tìm ra tập trung chủ yếu ở các nhóm doanh nghiệp có yếu tố nước ngoài với vốn góp từ 19,87%~38,70%. Bên cạnh đó, kết quả cũng cho thấy quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực đến hiệu suất của cổ phiếu thể hiện ở tất cả các mô hình hồi quy. Sự gia tăng của tỷ lệ lạm phát có ảnh hưởng tích cực đến lợi nhuận của cổ phiếu, trong khi chỉ số lãi suất cao dẫn đến suy giảm lợi nhuận của cổ phiếu.

• Từ khóa: cấu trúc chủ sở hữu, hiệu suất cổ phiếu, cấu trúc break, Việt Nam.

This study provides an overview of the factors that the equity structure the business affecting the growth efficiency of stocks listed on Vietnam's stock market. The study shows that listed firms are contributed by the state and foreign investors have a positive effect on the performance of stocks, while private equity has a negative effect to the performance of stocks. Evidence shows that firms with high foreign investment, In other words, the foreign element that greatly affects corporate governance will yield bigger performance . In particular, this influence is found mainly concentrated in the enterprise groups with factors foreign capital with capital contribution of 19.87% ~ 38.70%. Besides, the results also show the size of the business have a positive effect on the performance of stocks shown in all regression models. The rise of The inflation rate has a positive effect on the stock's profit, while the high interest rate index leads to earnings decline of the stock.

• Keywords: owner structure, stock performance.

Ngày nhận bài: 5/8/2019

Ngày chuyển phân biện: 7/8/2019

Ngày nhận phân biện: 15/8/2019

Ngày chấp nhận đăng: 22/8/2019

I. Giới thiệu

Đánh giá hiệu suất của cổ phiếu là một vấn đề phức tạp hơn nhiều so với việc chỉ đơn giản theo dõi liệu giá cổ phiếu có tăng hay giảm theo thời gian hay không. Cần phải đặt giá trị hiệu suất cổ phiếu vào các bối cảnh, chẳng hạn như tính đến thời điểm báo cáo tài chính, tình hình chung của thị trường và nhóm ngành hoạt động cũng như các yếu tố quyết định về hiệu suất của cổ phiếu. Mặc dù có những tác động nhất định do ảnh hưởng của sự phát triển kinh tế nhưng số tài khoản của nhà đầu tư đăng ký tại thời điểm cuối năm 2018 đạt 2.233.938 tài khoản, tăng 9% so với năm 2017, bao gồm 2.204.866 tài khoản nhà đầu tư trong nước và 29.072 tài khoản nhà đầu tư nước ngoài¹. Sự phát triển của thị trường phụ thuộc vào nhiều yếu tố, trong đó hoạt động chứng khoán của các công ty đại chúng đóng một vai trò quan trọng để thu hút các nhà đầu tư tham gia vào thị trường. Do vậy, việc cung cấp cho nhà đầu tư một cơ sở để kiểm tra các yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam ngày nay quan trọng hơn bao giờ hết.

¹ Báo cáo thường niên năm 2018 của Trung tâm lưu ký chứng khoán Việt Nam.

* Công ty cổ phần Quốc tế Bảo Nhân

Tài liệu để phục vụ nghiên cứu này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và rất quan trọng, những bằng chứng để củng cố các lập luận đều được thu thập từ những nghiên cứu có giá trị thực tiễn và được đăng trên các tạp chí khoa học hàng đầu thế giới. Để đảm bảo tin tưởng, đây có thể là nghiên cứu đầu tiên cho thấy các yếu tố về vốn chủ sở hữu ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các công ty niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam. Về mặt phương pháp luận, đây là một trong số ít các nghiên cứu đưa vấn đề thay đổi cấu trúc (structure break) vào kết quả nghiên cứu để đánh giá phù hợp hơn so với tình hình thực tế của các công ty. Cấu trúc của đề tài nghiên cứu được chia thành 4 phần cụ thể như sau: Phần I giới thiệu về động lực nghiên cứu, mục đích và đóng góp của đề tài. Phần II giới thiệu phương pháp nghiên cứu, mô tả về nguồn dữ liệu. Phần III kết quả nghiên cứu và phân tích. Phần IV kết luận.

II. Nguồn dữ liệu và mô hình nghiên cứu

1. Dữ liệu: Nguồn dữ liệu để thực hiện nghiên cứu này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau. Nguồn chính chủ yếu là thu thập các báo cáo tài chính đã được kiểm toán và thông tin đã được công ty công bố, chẳng hạn như số lượng thành viên trong Ban giám đốc, thành viên Hội đồng quản trị và cơ cấu sở hữu doanh nghiệp, các thông tin dữ liệu khác được tổng hợp từ trung tâm lưu ký chứng khoán, UBCK Nhà nước và các công ty môi giới lớn. Biến động giá cổ phiếu thu thập từ Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Sàn HOSE được lựa chọn vì hầu hết các doanh nghiệp có vốn hóa lớn đều niêm yết tại đây và có dữ liệu giao dịch đáp ứng tối thiểu với khoảng thời gian là 10 năm. Mặc dù thị trường chứng khoán Việt Nam được thành lập từ tháng 7 năm 2000, tuy nhiên dữ liệu dùng để phân tích chỉ khả dụng từ tháng 1 năm 2008 đến tháng 12 năm 2017, bao gồm 275 công ty. Các dữ liệu khác như chỉ số lãi suất tổng hợp từ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Tỷ lệ lạm phát và tốc độ tăng trưởng GDP được thu thập từ cơ sở dữ liệu đánh giá của Ngân hàng Thế giới (World Bank).

2. Định tính các biến số: Các biến số có khả năng ảnh hưởng đến lợi nhuận của cổ phiếu đều được xem xét và lựa chọn một cách nghiêm túc. Tuy nhiên, để nghiên cứu từ góc nhìn mô hình sở hữu doanh nghiệp có ảnh hưởng đến lợi nhuận của

cổ phiếu thì các biến độc lập quan trọng được lựa chọn trong nghiên cứu này là: Sở hữu nhà nước (STA); Sở hữu nước ngoài (FOR) và Sở hữu tư nhân (PRI) tương ứng được thể hiện bằng cách giữ vốn, nói cách khác là quyền kiểm soát việc quản lý, quyền phủ quyết trong các doanh nghiệp.

Yếu tố cơ cấu hội đồng quản trị cũng được đưa vào để khảo sát, phù hợp với Liu và cộng sự, (2012), đã dùng logarit tự nhiên của số lượng giám đốc dùng để đo lường quy mô Ban quản trị (Board Size), một hội đồng công ty điển hình bao gồm một chủ tịch, phó chủ tịch, giám đốc điều hành cấp cao, giám đốc điều hành và các giám đốc không điều hành khác. Biến số (CEO) đã thu được bằng logarit tự nhiên của số lượng giám đốc điều hành và giám đốc điều hành cấp cao.

Trong lĩnh vực tài chính, độ lệch chuẩn (standard deviation st.dv) thường được sử dụng để làm tiêu chuẩn như một thước đo rủi ro liên quan đến biến động giá của một tài sản nhất định hoặc rủi ro của danh mục tài sản. Rủi ro là một yếu tố quan trọng trong việc xác định cách quản lý hiệu quả danh mục đầu tư (Pristine, 2011).

Fama-French (1992) đã tìm ra và chứng minh mối quan hệ tiêu cực mạnh mẽ giữa lợi nhuận trung bình và các chỉ số liên quan đến đặc tính của doanh nghiệp cụ thể như: giá trị sổ sách (Book Value), quy mô doanh nghiệp (Firm size), tỷ lệ nợ và bán hàng (Debt ration and sale). Trước đó, đã có những nghiên cứu thực nghiệm về các yếu tố quyết định đến lợi nhuận cổ phiếu có liên quan đến các đặc điểm của công ty và hầu hết đều sử dụng yếu tố tổng tài sản (Total asset) làm đại diện cho quy mô doanh nghiệp. Do đó, logarit tự nhiên của tổng tài sản doanh nghiệp tính đến thời điểm mỗi cuối năm tài chính được sử dụng để làm biến số quy mô doanh nghiệp (TA), doanh thu của công ty trong thời gian điều tra được ký hiệu là REV (Revenue) và tỷ lệ nợ DEBT (debt ratio) là được tính bằng tổng nợ phải trả theo tỷ lệ phần trăm của tổng tài sản.

Nhiều nghiên cứu đã cố gắng thể hiện sự tương tác đáng tin cậy giữa các biến số kinh tế vĩ mô ảnh hưởng đến hiệu suất cổ phiếu. Cụ thể như Fama và French (1980); Engle và Rangel (2005) nhận thấy rằng sự biến động trong các yếu tố kinh tế vĩ mô như lạm phát, tăng trưởng GDP và lãi

suất ngắn hạn là các biến số quan trọng có ảnh hưởng đến sự biến động cổ phiếu. Do đó, ba biến số như Tốc độ tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội (GDP), tỷ lệ lạm phát (INF) và lãi suất (INT) đã được sử dụng để phân tích mối quan hệ này.

3. Mô hình phân tích thực nghiệm

Phương trình hồi quy sau đây được xây dựng để kiểm tra thực nghiệm:

$$SPFM_{i,t} = \begin{cases} \alpha + \beta_1 OWNERSHIP_{i,t} + \varphi_1 BS_{i,t} + \varphi_2 CEO_{i,t} + \gamma_1 TA_{i,t} + \gamma_2 REV_{i,t} \\ + \gamma_3 RISK_{i,t} + \gamma_4 DEBT_{i,t} + \delta_1 GDP_{i,t} + \delta_2 INF_{i,t} + \delta_3 INT_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{cases} \quad (1)$$

Giải thích các biến số như sau: Chỉ số i biểu thị cho các doanh nghiệp niêm yết gồm 275 công ty ($i = 1, 2, \dots, 275$), khoảng thời gian t ($t = 2008, 2009, \dots, 2018$). β , γ , ε và δ và là các tham số để ước tính. ε là thuật ngữ được dùng để giải thích lỗi từ dữ liệu bảng gồm thời gian và lỗi cá nhân. Định nghĩa của các biến trong phương trình hồi quy (1) như được đề cập trong phần II (2).

Kỹ thuật kiểm định “Chow breakpoint test” được áp dụng để kiểm tra xem có sự thay đổi cấu trúc trong tất cả các tham số của phương trình cũng như thay đổi cấu trúc trong một tập hợp con của các tham số hay không, mô hình được tính theo công thức sau:

$$F = \frac{(\tilde{u}'\tilde{u} - (u'_1u_1 + u'_2u_2))/k}{(u'_1u_1 + u'_2u_2)/(T - 2k)}$$

Trong đó, $\tilde{u}'u$ là tổng giới hạn các độ lệch bình phương phân dư, u'_1u_1 là tổng giới hạn các độ lệch bình phương phân dư từ các mẫu phụ i , T là tổng số quan sát và k là số lượng tham số trong phương trình. Công thức này có thể khái quát một cách tự nhiên cho nhiều điểm break. Tỷ lệ F có giới hạn

chính xác từ mẫu phân phối F , nếu các lỗi là các biến ngẫu nhiên bình thường độc lập và được xác nhận bởi các biến ngẫu nhiên.

Có thể thấy điểm breakpoints từ 19.87% và 38.70% xuất hiện ở yếu tố vốn chủ sở hữu nước ngoài có ý nghĩa đáng kể ảnh hưởng đến hiệu suất cổ phiếu, như kết quả báo cáo tại bảng 1. Tất cả các mẫu đều được thử nghiệm ở các mức cấu trúc vốn từ 0~19.87%, 19.87%~38.70% và 38.70%~49.11% phần vốn chủ sở hữu tối đa cho phép trong một doanh nghiệp liên doanh (cổ phần), mục đích để tạo sự so sánh giữa kết quả thực nghiệm với cấu trúc sở hữu vốn của doanh nghiệp.

Bảng 1: Break point test cho yếu tố vốn chủ sở hữu nước ngoài

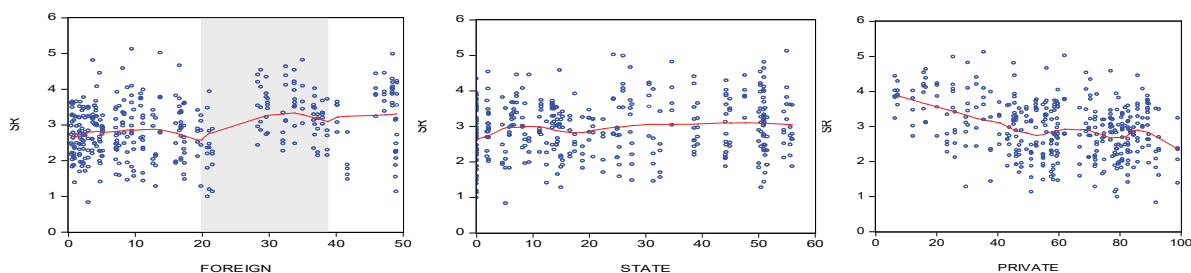
Breakpoint	Vốn chủ sở hữu nước ngoài	
	19.87%	38.70%
F-statistic	180.42***	52.48***
Wald F-statistic	180.42***	52.48***

Ghi chú: ***, ** và * mức độ tin cậy có ý nghĩa thống kê lần lượt 1%, 5%, and 10%.

III. Kết quả thực nghiệm và phân tích

Kết quả từ Bảng 2 báo cáo kết quả hồi quy đa biến, sự ảnh hưởng của từng biến được tách biệt để kiểm tra riêng theo các mô hình (1) (2) và (3). Nhìn chung, cấu trúc sở hữu được tìm thấy ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận cổ phiếu ở mức 1%. Hơn nữa, bằng chứng từ các mô hình (1) và (2) cho thấy vốn chủ sở hữu nhà nước (STA) và nước ngoài (FOR) là tích cực và có ý nghĩa thống kê tin cậy ở mức 1%. Những kết quả này cho thấy quyền sở hữu của nhà nước và nước ngoài có tác động thuận lợi đến lợi nhuận cổ phiếu, phù hợp với kết quả nghiên cứu của McConnell và Servaes (1990) Aman và Nguyen, (2008) trong cuộc khảo sát mối quan hệ giữa hiệu suất cổ phiếu và cấu

Hình 1: Mối tương quan giữa biến số vốn chủ sở hữu nước ngoài, nhà nước và tư nhân với hiệu suất chứng khoán theo phương pháp “nearest neighbor regression”



Bảng 2: Sự ảnh hưởng của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu suất cổ phiếu (Mô hình phân tích từng yếu tố vốn chủ sở hữu)

$$SPFM_{i,t} = \begin{cases} \alpha + \beta_1 OWNERSHIP_{i,t} + \varphi_1 BS_{i,t} + \varphi_2 CEO_{i,t} + \gamma_1 TA_{i,t} + \gamma_2 REV_{i,t} \\ + \gamma_3 RISK_{i,t} + \gamma_4 DEBT_{i,t} + \delta_1 GDP_{i,t} + \delta_2 INF_{i,t} + \delta_3 INT_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{cases}$$

Biến độc lập	Hệ số ước tính		
	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình(3)
α	2.059***	3.112***	3.529***
β_1 STA	0.004***	-	-
β_2 FOR	-	0.009***	-
β_3 PRI	-	-	-0.007***
φ_1 BS	0.059	0.116*	0.030
φ_2 CEO	-0.001	0.066	0.035
γ_1 TA	0.245***	0.169***	0.191***
γ_2 REV	0.068***	0.088***	0.073***
γ_3 RISK	7.703**	7.260*	7.569**
γ_4 DEBT	-1.074***	-1.014***	-0.932***
δ_1 GDP	0.050	0.043	0.046
δ_2 INF	0.209***	0.202***	0.204***
δ_3 INT	-0.836***	-0.804***	-0.816***
Adj. R-Squared	0.462***	0.479***	0.486***
F-Statistic	33.12***	35.43***	36.40***
Observations	375	375	375

Ghi chú: ***, ** và * mức độ tin cậy có ý nghĩa thống kê lần lượt 1%, 5%, and 10%.

trúc vốn chủ sở hữu trong doanh nghiệp niêm yết. Tuy nhiên, ở mô hình (3) chỉ ra kết quả có ý nghĩa tiêu cực đối với chủ sở hữu khối tư nhân (PRI).

Cả mô hình (1) và mô hình (2) chỉ ra rằng quy mô hội đồng quản trị (BS) không có sức mạnh ảnh hưởng lớn về lợi nhuận cổ phiếu. Quy mô doanh nghiệp (TA) được phát hiện có mối quan hệ mật thiết với lợi nhuận cổ phiếu, tất cả các mô hình trong Bảng 3 cho thấy quy mô doanh nghiệp có tác động tích cực và đáng kể đến lợi nhuận. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của nhóm Perez và Timmermann năm 2000, họ đã tìm thấy mối quan hệ chặt chẽ giữa quy mô doanh nghiệp và lợi nhuận chứng khoán để quản trị chuỗi thời gian rủi ro và lợi nhuận của danh mục đầu tư. Tác động của lạm phát là tích cực và lãi suất tiêu cực liên quan ở mức 1%, tuy nhiên ảnh hưởng của tốc độ tăng trưởng GDP là không đáng kể.

Các phân tích khác về doanh nghiệp được thực hiện bằng mô hình kết hợp giữa các yếu tố chủ sở hữu khác nhau được mô tả trong Bảng 3.

Trong đó, mô hình (4) bao gồm chủ sở hữu nhà nước và tư nhân; mô hình (5) bao gồm chủ sở hữu nhà nước và nước ngoài; mô hình (6) bao gồm chủ sở hữu nước ngoài và tư nhân. Cũng như kết quả đã chỉ ra trong Bảng 2, tác động của các biến cơ cấu vốn chủ sở hữu đều có ý nghĩa trong cả ba mô hình. Kết quả một lần nữa khẳng định mạnh mẽ bằng chứng cho thấy cơ cấu vốn chủ sở hữu có ảnh hưởng đến hiệu suất cổ phiếu tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Mô hình (4) cho thấy mối quan hệ tiêu cực đối với cả yếu tố vốn nhà nước và tư nhân ở mức đáng kể 5% và 1%, ngụ ý rằng vốn càng cao thuộc sở hữu của nhà nước và khu vực tư nhân, lợi nhuận chứng khoán thu được càng thấp.

Sự ảnh hưởng của cơ cấu vốn chủ sở hữu nhà nước đã chuyển thành tiêu cực với lợi nhuận cổ phiếu khi kết hợp với chủ sở hữu tư nhân trong các công ty, điều này cho thấy hiệu quả của hình thức này trong việc tạo ra lợi nhuận cổ phiếu là không nhiều. Tuy nhiên, kết quả của mô hình (5) cho thấy rằng công ty

Bảng 3: Sự ảnh hưởng của cấu trúc vốn chủ sở hữu đến hiệu suất cổ phiếu (Mô hình kết hợp các yếu tố vốn chủ sở hữu)

$$SPFM_{i,t} = \begin{cases} \alpha + \beta_1 OWNERSHIP_{i,t} + \varphi_1 BS_{i,t} + \varphi_2 CEO_{i,t} + \gamma_1 TA_{i,t} + \gamma_2 REV_{i,t} \\ + \gamma_3 RISK_{i,t} + \gamma_4 DEBT_{i,t} + \delta_1 GDP_{i,t} + \delta_2 INF_{i,t} + \delta_3 INT_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{cases}$$

Biến độc lập	Hệ số ước tính		
	Mô hình (4)	Mô hình (5)	Mô hình (6)
α	4.283***	3.204***	3.727***
β_1 STA	-0.005**	0.005***	-
β_2 FOR	-	0.010***	0.005**
β_3 PRI	-0.010***	-	-0.005***
φ_1 BS	0.054	0.056	0.055
φ_2 CEO	0.059	0.062	0.060
γ_1 TA	0.044	0.043	0.044
γ_2 REV	0.202***	0.202***	0.202***
γ_3 RISK	-0.804***	-0.805***	-0.804***
γ_4 DEBT	0.163***	0.164***	0.163***
δ_1 GDP	0.080***	0.082***	0.081***
δ_2 INF	7.439**	7.330**	7.382**
δ_3 INT	-0.918***	-0.910***	-0.914***
Adj. R-Squared	0.490	0.490	0.490
F-Statistic	33.74	33.74	33.75
Observations	375	375	375

Ghi chú: ***, ** và * mức độ tin cậy có ý nghĩa thống kê lần lượt 1%, 5%, and 10%.

có vốn do chủ sở hữu nhà nước và nước ngoài nắm giữ, được gọi là các công ty liên doanh, ảnh hưởng tích cực đến lợi nhuận cổ phiếu. Mô hình (6) chứng minh rằng hiệu quả của yếu tố vốn chủ sở hữu nước ngoài là tích cực và ổn định khi kết hợp với cả khu vực tư nhân và nhà nước.

Mặc dù kết quả chỉ ra nhóm vốn chủ sở hữu tư nhân tạo ra lợi nhuận cổ phiếu không mấy hiệu quả như trong mô hình (3), (4) và (6), nhóm vốn chủ sở hữu nước ngoài đã đóng một vai trò quan trọng trong sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam. Sức mạnh trong việc giá cổ phiếu tăng được mô tả trong mô hình (2), (5) và (6) là rất ổn định và đáng chú ý hơn nữa khi các nhà đầu tư nước ngoài chỉ được phép sở hữu ít hơn 50% tổng vốn của công ty. Vai trò của các doanh nghiệp nước ngoài, hay còn gọi là phân khúc đầu tư trực tiếp từ nước ngoài (FDI) trong sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam cần được đẩy mạnh. Để xem xét thêm về tác động phi tuyến tính (non-linear) của yếu tố cơ cấu vốn chủ sở hữu nước ngoài đối với lợi nhuận cổ phiếu, kết quả của các điểm breakpoints được kiểm tra bằng thử nghiệm Chow được tính đến.

Kết quả của nghiên cứu thực nghiệm này cho thấy một điều rõ ràng là cơ cấu vốn chủ sở hữu của nước ngoài cao hơn, hay nói cách khác việc kiểm soát quyền lực cao hơn ở khối vốn nước ngoài trong các công ty đại chúng sẽ tạo ra lợi nhuận cổ phiếu cao hơn, và kết quả này là ổn định ở các mô hình nghiên cứu cả đơn lẻ và kết hợp các yếu tố với nhau. Đặc biệt, hiệu ứng này được tìm thấy chủ yếu tập trung vào nhóm các công ty có vốn nước ngoài trong phạm vi từ 19,87% ~ 38,70% vốn chủ sở hữu. Hơn nữa, kết quả cũng tìm ra quy mô doanh nghiệp cũng có ảnh hưởng tích cực đến lợi nhuận của cổ phiếu ở mức 1% trong tất cả các mô hình hồi quy. Cuối cùng, sự gia tăng của tỷ lệ lạm phát được tìm thấy có ảnh hưởng tích cực đến lợi nhuận cổ phiếu, trong khi đó, lãi suất cao hơn dẫn đến lợi nhuận cổ phiếu thấp hơn.

IV. Kết luận

Nghiên cứu này cung cấp một cái nhìn sâu sắc và chi tiết về yếu tố cơ cấu vốn chủ sở hữu ảnh hưởng đến lợi nhuận cổ phiếu của các công ty đại chúng tại Thị trường chứng khoán Việt Nam.

Nghiên cứu Vốn thuộc sở hữu của nhà nước và nước ngoài trong các công ty có tác động tích cực đáng kể đến hiệu suất cổ phiếu, trong khi vốn do phía tư nhân có tác động ngược lại. Tuy nhiên, hiệu ứng tích cực của nhóm vốn chủ sở hữu nhà nước biến thành tiêu cực khi nó được kết hợp với vốn chủ sở hữu tư nhân. Các kết quả được báo cáo trong nghiên cứu này cung cấp không chỉ cho các nhà quản lý mà cả các nhà hoạch định chính sách về các yếu tố quyết định lợi nhuận của chứng khoán tại thị trường chứng khoán Việt Nam. Có ý kiến cho rằng các nhà hoạch định chính sách nên cải thiện khung pháp lý để thu hút các nhà đầu tư nước ngoài. Như đã thảo luận ở trên, sân chơi không đồng đều cho các công ty tư nhân vẫn còn tồn tại, hầu hết các công ty tư nhân Việt Nam đều là những doanh nghiệp nhỏ và vừa. Để đáp ứng sự phát triển nhanh chóng của nền kinh tế toàn cầu, chính phủ cần chú ý nhiều đến khu vực tư nhân đang đóng vai trò quan trọng trong sự phát triển của thị trường chứng khoán cũng như nền kinh tế quốc gia.

Tài liệu tham khảo:

- Aman, H., and Nguyen, P. (2008). Do stock prices reflect the corporate governance quality of Japanese firms? *Journal of the Japanese and International Economies*, 22(4), 647-662.
- Engle, R. F., and Rangel, J. G. (2005). The spline GARCH model for unconditional volatility and its global macroeconomic causes. *manuscript NYU and UCSD*, 1-21.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F. and French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 47, 427-465.
- Liu, C., Uchida, K., and Yang, Y. (2012). Corporate governance and firm value during the global financial crisis: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 21, 70-80.
- Loc, T. D., Lanjouw, G., and Lensink, R. (2006). The impact of privatization on firm performance in a transition economy: The case of Vietnam. *Economics of Transition*, 14(2), 349-389.
- Mak, Y. T., and Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(3), 301-318.
- McConnell, J. J., and Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.
- Perez-quiros, G., and Timmermann, A. (2000). Firm Size and Cyclical Variations in Stock Returns. *The Journal of Finance*, LV(3), 1229-1262.
- Thu Thuy, N., and Dijk, M. A. van. (2012). Corruption, growth, and governance: Private vs. state-owned firms in Vietnam. *Journal of Banking & Finance*, 36, 2935-2948.

ĐIỀU KIỆN ĐỂ NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI QUẢN TRỊ RỦI RO LÃI SUẤT

Ths. Nguyễn Thị Nhung*

Quản trị rủi ro lãi suất chính là việc các ngân hàng thiết lập hệ thống quy trình nhằm nhận biết, định lượng, giám sát, kiểm soát những tổn thất đang và sẽ gây ra đối với thu nhập của ngân hàng do biến động của lãi suất để từ đó có thể đề ra những chiến lược, chính sách hoặc sử dụng những công cụ nhằm phòng ngừa, hạn chế tới mức tối đa những ảnh hưởng xấu của biến động lãi suất tới thu nhập của ngân hàng một cách đầy đủ, toàn diện và liên tục. Một mục tiêu quan trọng trong quản trị rủi ro lãi suất là hạn chế tới mức tối đa các ảnh hưởng xấu của biến động lãi suất tới thu nhập của ngân hàng. Dù lãi suất thay đổi như thế nào, ngân hàng luôn mong muốn đạt được mức thu nhập dự kiến ở mức tương đối ổn định. Để đạt được mục tiêu này, các ngân hàng cần phải tập trung vào những bộ phận nhạy cảm nhất với lãi suất trong danh mục Tài sản Có và Tài sản Nợ. Thông thường, đó là các tài sản sinh lời như các khoản cho vay và đầu tư (Tài sản Có) hay các khoản tiền huy động, khoản vay trên thị trường tiền tệ (Tài sản Nợ).

• Từ khóa: rủi ro lãi suất, quản trị rủi ro lãi suất.

Interest rate risk management is the fact that banks set up a process system to identify, quantify, monitor and control losses that are and will cause to the bank's income due to fluctuations of interest so that we can devise strategies, policies or use tools to prevent and minimize the negative effects of interest rate fluctuations on the bank's income in full, comprehensive and continuous. An important goal in interest rate risk management is to minimize the negative effects of interest rate fluctuations on bank incomes. No matter how the interest rate changes, the bank always wants to achieve the expected level of income at a relatively stable level. To achieve this goal, banks need to focus on the most sensitive parts of interest rates in the Assets and Liabilities portfolio. Usually, they are profitable assets such as loans and investments (Credit Assets) or deposits, loans in the money market (Debt Assets).

• Keywords: interest rate risk, interest rate risk management.

Ngày nhận bài: 5/8/2019

Ngày chuyển phần biên: 7/8/2019

Ngày nhận phần biên: 15/8/2019

Ngày chấp nhận đăng: 22/8/2019

Có rất nhiều cách hiểu rủi ro khác nhau, có nhiều định nghĩa về rủi ro, có nhiều cách tiếp cận khác nhau về rủi ro, nhưng cách tiếp cận phổ biến

nhất khi xem rủi ro như là khả năng xuất hiện các khoản thiệt hại tài chính. Thuật ngữ rủi ro được sử dụng với ý nghĩa như là “sự không chắc chắn” để mô tả sự biến động tỷ suất sinh lời của một tài sản nào đó.

Rủi ro lãi suất là nguy cơ biến động thu nhập và giá trị ròng của ngân hàng khi lãi suất thị trường biến động. Đây là rủi ro mang tính đặc trưng của bất kỳ một ngân hàng thương mại nào. Quá trình chuyển hoá tài sản được coi như một chức năng đặc biệt cơ bản của hệ thống ngân hàng. Quá trình chuyển hoá tài sản bao gồm việc mua các chứng khoán sơ cấp, tức là sử dụng vốn và phát hành các chứng khoán sơ cấp, tức là huy động vốn. Kỳ hạn và mức độ thanh khoản của các chứng khoán sơ cấp trong danh mục đầu tư thuộc Tài sản Có thường không cân xứng với các chứng khoán thứ cấp thuộc Tài sản Nợ. Chính sự không cân xứng về kỳ hạn giữa Tài sản Có và Tài sản Nợ làm cho ngân hàng phải chịu rủi ro lãi suất khi lãi suất trên thị trường biến động.

Rủi ro lãi suất là khả năng ngân hàng phải đối mặt với sự suy giảm lợi nhuận hoặc những tổn thất về tài sản do sự biến động của lãi suất.

Quản trị là sự tác động liên tục có tổ chức, có định hướng của chủ thể quản trị đến đối tượng chịu sự quản trị nhằm sử dụng tốt nhất mọi tiềm năng và cơ hội để đạt được các mục tiêu kinh

* Trường Đại học Lao động - Xã hội

doanh đã đề ra trong mỗi thời kỳ với phương châm tối ưu hóa chi phí được sử dụng vào quá trình đó, đồng thời đảm bảo tăng lợi nhuận. Trong hoạt động kinh tế, quản trị là rất cần thiết vì nó sẽ giúp gia tăng hiệu quả. Trong cùng một điều kiện như nhau, những người nào biết quản trị tốt hơn, khoa học hơn thì hiệu quả sẽ cao hơn.

Quản trị rủi ro là xác định mức độ rủi ro mà một ngân hàng mong muốn, nhận diện được mức độ rủi ro hiện nay của ngân hàng đang gánh chịu và sử dụng các công cụ phái sinh hoặc các công cụ tài chính khác để điều chỉnh mức độ rủi ro thực sự theo mức rủi ro mong muốn.

Phòng ngừa rủi ro là một thành phần trong tiến trình tổng thể của quản trị rủi ro, đó là sự liên kết giữa mức độ rủi ro thực sự với mức độ rủi ro mong đợi. Đồng thời, đó cũng là một trường hợp cụ thể của quản trị rủi ro với mục đích làm giảm thiểu rủi ro.

Quản trị rủi ro lãi suất là việc ngân hàng tổ chức một bộ phận nhằm nhận biết, định lượng những tổn thất đang và sẽ gây ra từ rủi ro lãi suất để từ đó có thể giám sát và kiểm soát rủi ro lãi suất thông qua việc lập nên những chính sách, chiến lược sử dụng các công cụ phòng ngừa và hạn chế rủi ro lãi suất các hoạt động kinh doanh của ngân hàng một cách đầy đủ, toàn diện và liên tục.

Ý nghĩa của quản trị rủi ro lãi suất

Thứ nhất, rủi ro lãi suất là một trong những rủi ro cơ bản nhất của Ngân hàng thương mại.

Trong nền kinh tế thị trường, các quy luật kinh tế đặc thù như quy luật giá trị, quy luật cung cầu, quy luật cạnh tranh... ngày càng phát huy tác dụng. Những rủi ro trong sản xuất kinh doanh của nền kinh tế trực tiếp hoặc gián tiếp tác động đến hiệu quả kinh doanh của Ngân hàng thương mại. Các ngân hàng và các định chế tài chính phi ngân hàng trước hết là các trung gian tài chính đứng giữa và đứng trong vòng vây của 4 nhóm người có vốn và cần vốn trong nền kinh tế gồm: Hộ gia đình, Doanh nghiệp, Chính phủ và các nhà đầu tư nước ngoài. Sản phẩm mà các Ngân hàng thương mại mua, bán, kinh doanh trên thị trường là các dịch vụ lưu chuyển vốn và các tiện ích ngân hàng khác. Hoạt động kinh doanh ngân hàng là dùng uy tín để thu hút nguồn và dùng năng lực quản

trị rủi ro để sử dụng nguồn và phát triển dịch vụ khác với tư cách là người đứng giữa các lực lượng cung và các lực lượng cầu về các dịch vụ ngân hàng. Lãi suất chính là giá cả đầu vào cũng như đầu ra trong hoạt động của ngân hàng. Rủi ro xảy ra do những biến động về lãi suất luôn luôn thường trực trong hầu hết những hoạt động kinh doanh của ngân hàng.

Như vậy, kinh doanh trong lĩnh vực ngân hàng là loại hình kinh doanh tiềm ẩn nhiều rủi ro và rủi ro lãi suất là một trong những rủi ro cần quản trị của Ngân hàng thương mại. Ngân hàng sẽ hoạt động tốt nếu mức rủi ro mà ngân hàng gánh chịu là hợp lý và kiểm soát được chứ không thể chối bỏ rủi ro.

Thứ hai, hiệu quả kinh doanh của Ngân hàng thương mại phụ thuộc vào năng lực quản trị rủi ro lãi suất.

Trong hoạt động kinh doanh của ngân hàng có nhiều yếu tố khách quan và chủ quan mang lại rủi ro lãi suất trong đó có nhiều yếu tố bất khả kháng nên không tránh khỏi rủi ro. Trong điều kiện thị trường đầy biến động, khi lãi suất thị trường thay đổi có thể dẫn đến những thiệt hại về tài sản cũng như ảnh hưởng đến thu nhập của ngân hàng. Những ảnh hưởng của rủi ro lãi suất có thể dẫn đến rủi ro thiếu vốn khả dụng và từ đó có thể ảnh hưởng đến toàn bộ hoạt động kinh doanh của ngân hàng. Chính vì vậy, hàng năm Ngân hàng thương mại trích lập quỹ bù đắp rủi ro và được hạch toán vào chi phí. Quy mô quỹ bù đắp rủi ro căn cứ vào mức độ và xác suất rủi ro. Nếu rủi ro thấp thì hiệu quả kinh tế sẽ tăng và ngược lại.

Rủi ro lãi suất tồn tại trong những nghiệp vụ cơ bản của Ngân hàng thương mại. Hoạt động huy động vốn, hoạt động tín dụng, hoạt động kinh doanh ngoại tệ... đều tiềm ẩn rủi ro lãi suất. Như vậy, để hoạt động kinh doanh của Ngân hàng thương mại đạt hiệu quả thì công tác quản trị rủi ro lãi suất cần phải được quan tâm thích đáng.

Xu hướng tự do hóa và toàn cầu hóa kinh tế khiến hoạt động kinh doanh của ngành ngân hàng ngày càng trở nên phức tạp, rủi ro hoạt động ngày càng gia tăng. Đối với một nước đang phát triển như Việt Nam, làm thế nào để quản trị rủi ro một cách có hiệu quả trong một môi trường kinh doanh mới và thị trường có nhiều biến động như

hiện nay? Vấn đề này chỉ có thể được giải quyết thông qua việc nâng cao năng lực quản trị rủi ro.

Thứ ba, quản trị rủi ro lãi suất tốt là điều kiện quan trọng để nâng cao chất lượng hoạt động kinh doanh của Ngân hàng thương mại.

Trong xu thế hội nhập, cạnh tranh ngày càng gay gắt, chất lượng hoạt động quyết định sự tồn tại của Ngân hàng thương mại. Khi công tác quản trị rủi ro lãi suất được quan tâm và thực hiện có hiệu quả sẽ kéo theo chất lượng hoạt động kinh doanh khác của Ngân hàng thương mại vì những biến động về lãi suất luôn có một ảnh hưởng đến những hoạt động chủ yếu của ngân hàng như hoạt động liên quan đến nghiệp vụ tạo vốn và nghiệp vụ huy động vốn. Quan tâm đến công tác quản trị rủi ro lãi suất sẽ tạo điều kiện nâng cao chất lượng hoạt động huy động vốn và hoạt động tín dụng nói riêng và toàn bộ hoạt động của Ngân hàng thương mại nói chung. Theo đó, có thể khẳng định “quản trị rủi ro lãi suất là thước đo của một ngân hàng thương mại”.

Các nhân tố ảnh hưởng đến quản trị rủi ro lãi suất:

(1) Cơ chế điều hành lãi suất của NHNN

Cơ chế điều hành lãi suất của NHNN không được xây dựng một cách phù hợp, lãi suất của các Ngân hàng thương mại được ấn định không dựa vào những yếu tố của thị trường. Vì vậy, việc quản trị Tài sản Có - Tài sản Nợ trở nên khó khăn, không hiệu quả, các công cụ để phòng ngừa rủi ro lãi suất cũng trở nên kém hiệu quả.

(2) Quy trình quản trị rủi ro và việc kiểm tra, giám sát thực hiện quy trình

Quản trị rủi ro lãi suất thực hiện một cách có hiệu quả khi được xây dựng thành một quy trình phù hợp với đặc thù hoạt động kinh doanh của từng ngân hàng: cơ chế điều hành kinh doanh của ngân hàng; quy mô hoạt động; đối tượng khách hàng; mạng lưới hoạt động của ngân hàng. Đồng thời, phải xây dựng được một cơ chế kiểm tra, giám sát việc thực hiện quy trình một cách thường xuyên và toàn diện.

(3) Hệ thống công nghệ thông tin của ngân hàng

Một hệ thống công nghệ thông tin được xây dựng một cách đồng bộ, hiện đại sẽ giúp ích cho

các Ngân hàng thương mại trong việc nhận biết, đo lường, giám sát, kiểm soát rủi ro lãi suất một cách nhanh chóng, chính xác, thường xuyên, toàn diện và hiệu quả.

(4) Mức độ phát triển và sự ổn định của nền kinh tế vĩ mô

Nền kinh tế phát triển sẽ làm cho các luồng vốn luân chuyển, phân bổ một cách có hiệu quả, làm cho công tác quản trị rủi ro lãi suất của ngân hàng cũng được thực hiện một cách có hiệu quả.

(5) Đặc thù hoạt động kinh doanh của các Ngân hàng thương mại

Đặc thù trong hoạt động kinh doanh của mỗi ngân hàng sẽ ảnh hưởng tới tính chất của Tài sản Có - Tài sản Nợ của ngân hàng do đó rủi ro lãi suất sẽ tác động tới hai vế trong bảng cân đối tài sản của ngân hàng theo những cách thức khác nhau.

Quy mô hoạt động của các Ngân hàng thương mại khác nhau, có những Ngân hàng thương mại có quy mô hoạt động chiều rộng lớn: số lượng chi nhánh nhiều, cơ cấu tổ chức phức tạp; cơ chế điều hành cũng trở nên phức tạp hơn, kém linh hoạt hơn so với những Ngân hàng thương mại có quy mô hoạt động theo chiều rộng nhỏ bé hơn. Do vậy, quản trị rủi ro lãi suất tại mỗi Ngân hàng thương mại cũng sẽ được thực hiện theo những cách thức khác nhau.

Điều kiện thực hiện quản trị rủi ro lãi suất

(1) Điều kiện về pháp lý

Khi NHNN quan tâm nhiều hơn đến các loại rủi ro trong hệ thống ngân hàng, việc quản lý giám sát rủi ro cũng như môi trường pháp lý cũng tác động rất nhiều đến quản trị rủi ro lãi suất tại các Ngân hàng thương mại.

Một hành lang pháp lý rõ ràng, quy định cụ thể về kiểm soát rủi ro sẽ xây dựng được hệ thống ngân hàng lành mạnh, minh bạch, các nhà quản trị ngân hàng sẽ phải tuân thủ các quy định nhằm hạn chế rủi ro và nâng cao năng lực quản trị rủi ro trong ngân hàng.

Một cơ chế kiểm soát rủi ro hiệu quả sẽ buộc những người quản lý, điều hành của các Ngân hàng thương mại tuân thủ những chuẩn mực quản trị rủi ro tối thiểu nhằm đảm bảo an toàn hoạt động cho hệ thống ngân hàng. Một cơ chế