**XÂY DỰNG MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN KHẢ NĂNG SINH LỜI CỦA CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

***Lê Thị Bích Vân***

*Khoa Kế toán - Tài chính*

*Email:* [*vanltb@dhhp.edu.vn*](mailto:vanltb@dhhp.edu.vn)

Ngày nhận bài: 20/4/2020

Ngày PB đánh giá: 05/5/2020

Ngày duyệt đăng: 15/5/2020

**TÓM TẮT**

Bài báo sử dụng phương pháp nghiên cứu tại bàn (desk research) nhằm tìm ra các kết quả nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của các tổ chức tài chính tại Việt Nam và thế giới, trên cơ sở đó xây dựng mô hình thực nghiệm cho công ty chứng khoán tại Việt Nam. Kết quả tổng quan cho thấy, phạm vi nghiên cứu chủ yếu tập trung vào các ngân hàng thương mại và công ty bảo hiểm, không tìm thấy các nghiên cứu về khả năng sinh lời của công ty chứng khoán. Chính vì vậy, tác giả tiến hành xây dựng mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của công ty chứng khoán trên cơ sở kế thừa các nhân tố phù hợp trong mô hình nghiên cứu tại các ngân hàng thương mại, đồng thời bổ sung thêm một số nhân tố đại diện cho các đặc điểm hoạt động của công ty chứng khoán gồm: biến giả ngân hàng, thị phần môi giới, quy mô danh mục đầu tư, quy mô tài sản quản lý.

**Từ khóa:** khả năng sinh lời, công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại, tổ chức tài chính.

**BUILDING UP A RESEARCH MODEL FOR DETERMINANTS OF THE PROFITABILITY OF VIETNAMESE SECURITY COMPANIES.**

**Abstract:** The paper exploited the desk research method to figure out factors that have effects on the profitability of financial institutions in Vietnam as well as in all over the world. Based on these empirical findings, a model was built up for Vietnamese security companies. A thorough literature review shows that most of previous research focused on commercial banks and insurance companies, instead of security companies. At present, there is no research on earnings power ở security companies.This paper was scaffolded on the inheritance of the model used in researching on commercial banks and some other typical factors specified for security companies. At present, there is no research on earnings power ở security companies.The dominant factors include: dummy variables like bank, brokerage market share, portfolio scale, and scale of assets under management.

**Key words:** profitability, security company, commercial bank, financial institution.

**1. ĐẶT VẤN ĐỀ:**

Tối đa hóa giá trị tài sản cho các chủ sở hữu thông qua nâng cao khả năng sinh lời của mỗi tổ chức là mục tiêu xuyên suốt các hoạt động. Trên thế giới và tại Việt Nam đã có nhiều nghiên cứu sử dụng các mô hình thống kê để đo lường ảnh hưởng của các nhân tố tác động đến khả năng sinh lời của ngành tài chính và phi tài chính. Các nghiên cứu đã góp phần phát triển lý thuyết và thực nghiệm tại nhiều quốc gia trong mỗi giai đoạn khác nhau trong tiến trình phát triển. Phần lớn các nghiên cứu khả năng sinh lời tập trung vào lĩnh vực bảo hiểm và ngân hàng, tuy nhiên lại bỏ qua các công ty chứng khoán – tổ chức tài chính đa dạng, có vai trò đặc biệt quan trọng trong thị trường chứng khoán nói riêng và thị trường tài chính nói chung. Điều này tạo ra một khoảng trống trong các nghiên cứu về khả năng sinh lời của nhóm ngành tài chính. Với mục tiêu góp phần làm phong phú những bằng chứng thực nghiệm trong các nghiên cứu về khả năng sinh lời của nhóm ngành tài chính, tác giả đã thực hiện bài báo này và bước đầu xây dựng mô hình nghiên cứu cho các công ty chứng khoán tại Việt Nam.

Trước hết, việc xây dựng mô hình cần dựa trên những lập luận của các lý thuyết nền giải thích mối quan hệ giữa các nhân tố với khả năng sinh lời của tổ chức. Vì vậy trong phần 2, bài báo sẽ giới thiệu 4 lý thuyết gồm lý thuyết sức mạnh thị trường, cấu trúc hiệu quả, lý thuyết tín hiệu và lý thuyết chi phí đại diện làm căn cứ cho việc xây dựng mô hình. Trong phần tiếp theo, bài báo sử dụng phương pháp nghiên cứu tại bàn – là phương pháp được sử dụng phổ biến trong giai đoạn đầu khi xây dựng mô hình nghiên cứu. Thông qua những nguồn dữ liệu thứ cấp đáng tin cậy, tác giả tổng hợp, phân tích những nghiên cứu trước đây về khả năng sinh lời tại các tổ chức tài chính nhằm xác định các biến có thể kế thừa để đưa vào mô hình thực nghiệm. Phần 4 sẽ bàn luận và xây dựng mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời tại công ty chứng khoán, một số kết luận và hướng nghiên cứu được trình bày tại phần 5.

**2. CÁC LÝ THUYẾT LIÊN QUAN ĐẾN KHẢ NĂNG SINH LỜI VÀ CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG**

**2.1. Lý thuyết sức mạnh thị trường**

Đóng góp ban đầu cho tài liệu thực nghiệm về phân tích khả năng sinh lời bắt đầu chủ yếu với Bain (1951), người đã nghiên cứu mối quan hệ giữa khả năng sinh lời và các biến cấu trúc như sự tập trung, tăng trưởng, tính kinh tế của quy mô và quảng cáo. Bain thấy rằng sự tập trung có tác động tích cực đến lợi nhuận. Nghiên cứu của Bain (1951) xây dựng lý thuyết sức mạnh thị trường khẳng định rằng sự gia tăng sức mạnh thị trường dẫn đến độc quyền và làm tăng khả năng sinh lời. Lý thuyết cho rằng tập trung thị trường là cách thức tối ưu cho sức mạnh thị trường dẫn đến sự không hoàn hảo của thị trường, làm cho tổ chức có sức mạnh thị trường có thể chào mức giá cao hơn cho khách hàng. Lý thuyết cũng khẳng định rằng các hãng chiếm thị phần lớn với các sản phẩm và dịch vụ khác biệt có thể dễ dàng kiếm lợi nhuận độc quyền, giành chiến thắng trước đối thủ cạnh tranh của họ. Lý thuyết được áp dụng trong ngành ngân hàng để giải thích ảnh hưởng của thị phần đến khả năng sinh lời. Đồng thời lý thuyết này giúp giải thích quan hệ tích cực giữa quy mô và hiệu quả tài chính của ngân hàng.

**2.3. Lý thuyết cấu trúc hiệu quả**

Lý thuyết cấu trúc hiệu quả được khởi xướng bởi Demsetz (1973) và Peltzman (1977) bắt nguồn từ những lời chỉ trích về lý thuyết sức mạnh thị trường, vì vậy lý thuyết này được xem như một thay thế cho lý thuyết sức mạnh thị trường. Lý thuyết này mô tả sự tác động qua lại giữa cơ cấu thị trường và hiệu quả của ngân hàng. Lý thuyết này cũng cho rằng hiệu quả quản lý không chỉ làm tăng lợi nhuận mà còn dẫn đến thị phần lớn hơn và sự tập trung thị trường được cải thiện (Athanasoglou và cộng sự, 2008). Luận điểm của lý thuyết giúp lý giải mối liên hệ giữa hiệu quả quản lý chi phí, công nghệ, quy mô, thị phần (tập trung thị trường) với khả năng sinh lời của ngân hàng/tổ chức.

**2.4. Lý thuyết tín hiệu**

Năm 1973, Spence đã khởi xướng lý thuyết tín hiệu để giải thích tính bất cân xứng về thông tin. Lý thuyết tín hiệu giả định rằng các công ty hoạt động tốt nhất cung cấp cho thị trường một cách tích cực và thông tin tốt hơn. Lý thuyết này cũng là một trong những lý thuyết làm rõ khả năng sinh lời và cơ cấu vốn có mối quan hệ như thế nào. Lý thuyết này giả định rằng cấu trúc vốn ưu việt là tín hiệu lạc quan cho giá trị thị trường của tổ chức. Đa số các công ty có lợi nhuận báo hiệu sức mạnh cạnh tranh của họ thông qua việc đưa những thông tin quan trọng cho thị trường. Lý thuyết này dùng để giải thích mối quan hệ giữa khả năng sinh lời với việc công bố thông tin về doanh nghiệp như tăng vốn chủ, trả cổ tức.

**2.5. Lý thuyết chi phí đại diện**

Lý thuyết đại diện phát sinh từ những đóng góp tinh túy của Jensen & Meckling (1976). Lý thuyết chi phí đại diện giả định rằng cấu trúc tài chính của công ty có thể được sử dụng như một cơ chế hoặc phương tiện của các nhà quản trị và người đầu tư giải quyết vấn đề dòng tiền miễn phí. Chi phí đại diện phát sinh bởi sự tác biệt quyền sở hữu và quyền kiểm soát, theo đó các nhà quản trị tối đa hóa ích lợi riêng hoặc dùng các nguồn lực của doanh nghiệp cho ích lợi cá nhân thay vì tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp hoặc sự giàu có của cổ đông. Các học giả dùng lý thuyết này để giải thích sự tác động của các yếu tố thuộc lĩnh vực quản trị công ty đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Lý thuyết này cũng cho rằng đòn bẩy cao hay nói cách khác tỷ lệ vốn chủ thấp làm giảm chi phí đại diện của vốn chủ sở hữu bên ngoài và tăng giá trị vững chắc bằng cách hạn chế hoặc khuyến khích các nhà quản lý hành động nhiều hơn vì lợi ích của các cổ đông, và cuối cùng dẫn tới hiệu quả tốt hơn.

**3. CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM VỀ KHẢ NĂNG SINH LỜI VÀ CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG**

**3.1. Nghiên cứu tại các nền kinh tế mới nổi**

Caporal và các cộng sự (2017) đã xem xét tác động của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đối với ngành ngân hàng ở khu vực Trung Đông và Bắc Phi (MENA), cũng như các yếu tố chính quyết định đến khả năng sinh lời của các ngân hàng trong và ngoài nước. Các tác giả đã sử dụng tập dữ liệu bao gồm 46 ngân hàng trong nước và 76 ngân hàng nước ngoài từ 17 quốc gia trong khu vực MENA giai đoạn 2000–2012. Đối với các yếu tố quyết định khả năng sinh lời, quy mô không có vai trò quyết định, trong khi tỷ lệ thanh khoản và doanh thu lãi ròng lần lượt tác động ngược chiều và cùng chiều; GDP có tác động cùng chiều trong trường hợp đối với các ngân hàng trong nước lên khả năng sinh lời. Kết quả này phù hợp với các phát hiện của tài liệu hiện có về cuộc khủng hoảng châu Á. Hơn nữa, quy mô ngân hàng không phải là một trong những yếu tố chính giúp giải thích khả năng sinh lời của các ngân hàng nước ngoài, như đã đuợc phát hiện bởi Athanasoglou và cộng sự(2008) cho các ngân hàng Hy Lạp. GDP ảnh hưởng cùng chiều với khả năng sinh lời. Tuy nhiên, sự so sánh giữa vai trò của các ngân hàng trong và ngoài nước vẫn còn là khoảng trống chưa được thực hiện trong nghiên cứu này.

Tan (2016)đã sử dụng một mẫu bao gồm 41 ngân hàng thương mại Trung Quốc (5 ngân hàng thương mại nhà nước, 11 ngân hàng thương mại cổ phần và 25 ngân hàng thương mại thành phố) giai đoạn 2003-2011 để kiểm tra xem liệu ngành công nghiệp ngân hàng Trung Quốc có phù hợp với giả thuyết SCP (structure-conduct-performance) hay không và việc cải thiện quản trị rủi ro có làm tăng khả năng sinh lời cho các ngân hàng Trung Quốc hay không. Kết quả không cho thấy bất kỳ phát hiện mạnh mẽ nào liên quan đến tác động của cạnh tranh và rủi ro đến khả năng sinh lời của ngân hàng, nhưng nghiên cứu phát hiện khả năng sinh lời của ngân hàng Trung Quốc bị ảnh hưởng bởi thuế, chi phí chìm (overhead cost), năng suất lao động và lạm phát. Tác động không rõ ràng của rủi ro đến khả năng sinh lời có thể được giải thích bằng thực tế rằng chính phủ Trung Quốc vẫn có ảnh hưởng mạnh mẽ hoặc hỗ trợ mạnh mẽ cho các ngân hàng Trung Quốc (đặc biệt là các ngân hàng thương mại Nhà nước) thông qua bốn công ty quản lý tài sản và việc bơm vốn. Đồng thời, nghiên cứu cũng cho thấy thuế có tác động đáng kể và ngược chiều đối với khả năng sinh lời của các ngân hàng Trung Quốc (ROA, NIM và PBT). Ngoài ra, năng suất lao động, chi phí có tác động cùng chiều với khả năng sinh lời. Xét về môi trường kinh tế vĩ mô, những phát hiện cho thấy rằng các ngân hàng Trung Quốc có khả năng sinh lời cao hơn (ROA, NIM và PBT) trong một môi trường lạm phát cao hơn.

Djalilov và cộng sự (2016) đã thực hiện nghiên cứu trên mẫu bao gồm 275 ngân hàng thương mại từ 16 nền kinh tế chuyển đổi chia thành 2 nhóm là nhóm chuyển đổi muộn và nhóm chuyển đổi sớm gồm. Sử dụng hai thước đo ROA, ROE trong nghiên cứu, các tác giả đã có nhiều phát hiện giá trị trong nghiên cứu của mình. Tác động của hệ số rủi ro tín dụng là đáng kể nhưng với các dấu hiệu khác nhau. Ảnh hưởng của rủi ro tín dụng đối với khả năng sinh lời của ngân hàng ở các nước chuyển đổi muộn là tiêu cực, trong khi đánh giá rủi ro ở các nước cải cách sớm cho thấy rằng họ đã có còn nhiều thời gian để trở nên có thẩm quyền trong việc phân bổ rủi ro và quản lý sự không chắc chắn ở các thị trường cạnh tranh. Điều này phù hợp với các nghiên cứu trước đây cho thấy rằng các nhà quản lý của các ngân hàng ở các nước chuyển đổi muộn dường như đã chấp nhận rủi ro chiến lược, và điều này cho thấy rằng các nước chuyển đổi muộn nên tập trung hơn vào việc cải thiện tính minh bạch của hoạt động ngân hàng. Các hệ số chi tiêu của Chính phủ có ý nghĩa thống kê với các dấu hiệu tiêu cực cho các nước chuyển đổi muộn, cho thấy rằng chi tiêu của chính phủ có mối quan hệ tiêu cực với khả năng sinh lời của ngân hàng, không tìm thấy mối quan hệ nào cho các nước chuyển tiếp sớm. Các hệ số ước tính về tự do tài chính không có ý nghĩa thống kê ở các nước chuyển đổi sớm và có ý nghĩa quan trọng đối với các nước chuyển đổi muộn, nhưng chỉ khi phương pháp tiếp cận bảng điều khiển động được sử dụng. Tuy nhiên, kết quả cho tự do tiền tệ là đáng kể với các dấu hiệu tiêu cực chỉ cho các nước chuyển tiếp muộn.

García-Herrero và cộng sự (2009) đã có nghiên cứu để kiểm tra các yếu tố quyết định khả năng sinh lời của 87 ngân hàng Trung Quốc qua giai đoạn 1997–2004. Các thước đo khả năng sinh lời được sử dụng là ROA và ROE và lợi nhuận trước trích lập dự phòng. Các ngân hàng có tỷ lệ vốn chủ sở hữu cao hơn và tỷ lệ tiền gửi lớn hơn có xu hướng ROA cao hơn. Đổi lại, sự thiếu hiệu quả của ngân hàng và thị phần cao hơn có xu hướng làm giảm ROA. Các ngân hàng được vốn hóa tốt hơn có khả năng sinh lời hơn. Lạm phát và lãi suất quá cao và biến động cũng làm giảm ROA. Điều này cũng đúng đối với các ngân hàng có thị phần tiền gửi lớn hơn và cho nhiều ngân hàng hiệu quả hơn. Một hệ thống ngân hàng ít tập trung làm tăng lợi nhuận của ngân hàng, điều này phản ánh cơ bản rằng các ngân hàng thương mại Nhà nước là lực cản chính cho khả năng sinh lời của hệ thống. Hệ số tiêu cực và đáng kể của biến giả cho các ngân hàng chính sách tương tự như các ngân hàng thương mại Nhà nước, cho thấy rằng sự can thiệp của chính phủ không tốt cho lợi nhuận. Lãi suất thực tế cao hơn đối với các khoản vay và lạm phát thúc đẩy khả năng sinh lời trong khi sự biến động của lãi suất làm khả năng sinh lời giảm.

Saona (2016) sử dụng dữ liệu về 156 ngân hàng thương mại ở bảy nước Mỹ Latinh từ 1995-2012 và đã phát hiện một số kết quả của nghiên cứu: 1) mối quan hệ hình chữ U nghịch đảo giữa tỷ lệ vốn của ngân hàng và khả năng sinh lời, 2) mối quan hệ tích cực giữa đa dạng hóa tài sản (ví dụ: giao dịch bảo đảm, các quỹ phòng hộ, ngoại hối, bảo đảm, vv) và khả năng sinh lời, 3) một mối quan hệ tiêu cực giữa đa dạng hóa doanh thu (ví dụ: quyền lợi, phí, hoa hồng, v.v.) và khả năng sinh lời, 4) mối quan hệ tích cực giữa nồng độ thị trường và khả năng sinh lời, và 5) cải tiến trong hệ thống pháp lý tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời của các ngân hàng.

Phạm Quốc Việt và cộng sự (2018) đã nghiên cứu tác động của các biến về quản trị công ty đến hiệu quả hoạt động của các công ty chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng ROA, ROE và TobinsQ là các thước đo cho hiệu quả hoạt động của các công ty chứng khoán giai đoạn 2012-2016, nghiên cứu đã tìm thấy tương quan âm giữa sở hữu cổ đông lớn với hiệu quả hoạt động, tương quan phi tuyến dạng chữ U giữa sở hữu của ban giám đốc với hiệu quả hoạt động, tác động của các yếu tố thuộc đặc điểm của hội đồng quản trị đến hiệu quả hoạt động của các công ty chứng khoán tại Việt Nam. Nghiên cứu của Trần Việt Dũng (2014) đã sử dụng phương pháp nghiên cứu dữ liệu bảng với phương pháp ước lượng moment tổng quát để chứng minh mối quan hệ giữa khả năng sinh lời của các ngân hàng thương mại với các nhân tố vi mô và vĩ mô. Kết quả nghiên cứu cho thấy các nhân tố tác động tích cực đến khả năng sinh lời của ngân hàng là cổ phần hoá, quy mô vốn chủ sở hữu. Nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ giữa quy mô tài sản, tỷ lệ dư nợ và huy động lên khả năng sinh lời của ngân hàng. Bên cạnh đó, các biến số vĩ mô, đặc biệt là chu kỳ kinh tế có tác động rõ nét tới hoạt động của các ngân hàng thương mại. Nguyễn Phạm Nhã Trúc và cộng sự (2016) đã nghiên cứu các nhân tố tác động đến khả năng sinh lời của hệ thống NHTM tại Việt Nam trên bộ dữ liệu gồm 28 NHTM tại Việt Nam giai đoạn 2002-2013 với biến phụ thuộc là khả năng sinh lời của ngân hàng đo lường bằng ROA và ROE. Các phát hiện chính của nghiên cứu về ảnh hưởng của các nhân tố đến khả năng sinh lời cảu ngân hàng là: quy mô ngân hàng và chi phí hoạt động có tác động tích cực đến cả ROA và ROE; vốn ngân hàng có tác động tích cực đến ROA, nhưng tiêu cực đến ROE; không có mối tương quan giữa quy mô cho vay và khả năng sinh lời của ngân hàng. Ngoài ra, bằng thống kê mô tả, nghiên cứu cũng cho thấy ngân hàng thương mại cổ phần có khả năng sinh lời tốt hơn ngân hàng thương mại quốc doanh; các nhân tố vĩ mô (lạm phát, tăng trưởng GDP, doanh số giao dịch trên thị trường chứng khoán) đều có tác động tích cực đến ROA và ROE.

3**.2. Nghiên cứu tại các nền kinh tế khác**

Maudos (2017) ứng dụng mô hình tác động cố định trong phân tích dữ liệu cho nghiên cứu nhằm trả lời câu hỏi liệu có sự tác động của cơ cấu thu nhập đối với rủi ro và khả năng sinh lời của các ngân hàng châu Âu trong khủng hoảng hay không. Kết quả nghiên cứu cho thấy sự gia tăng tỷ trọng thu nhập ngoài lãi có tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời mặc dù hiệu quả chỉ đáng kể trong khủng hoảng. Tuy nhiên, phân tích tác động đến từng loại hình kinh doanh ngân hàng một cách riêng biệt, ảnh hưởng đến ngân hàng bán lẻ là âm và có ý nghĩa, nhưng không đáng kể trong trường hợp ngân hàng doanh nghiệp của họ đa dạng hơn. Sự gia tăng tỷ lệ thu nhập ngoài lãi có thể làm tăng rủi ro, mặc dù hiệu ứng giảm đi trong cuộc khủng hoảng. Nói chung, kết quả cho thấy sức mạnh thị trường có tác động có lợi đến sự ổn định tài chính, các ngân hàng có cơ cấu thu nhập đa dạng hơn sẽ ít sinh lãi hơn, mặc dù hiệu quả chỉ là đáng kể trong những năm khủng hoảng. Ngoài ra, các ngân hàng lớn hơn, tốt hơn được tận dụng nguồn vốn thị trường thì khả năng sinh lời có xu hướng cao hơn, mặc dù quy mô của hiệu ứng cũng đã bị ảnh hưởng bởi cuộc khủng hoảng. Tác động tiêu cực của cấu trúc thu nhập duy trì trong trường hợp cả hai ngân hàng có cơ cấu thu nhập truyền thống hơn (với một phần lớn thu nhập lãi) và các ngân hàng có tỷ lệ thu nhập ngoài lãi lớn hơn. Về mặt lợi nhuận, cơ cấu thu nhập không liên quan trong các giai đoạn mở rộng, nhưng trở nên quan trọng trong giai đoạn suy thoái kinh tế, khi kinh doanh tài chính trung gian truyền thống có thể làm tác động của cuộc khủng hoảng đến khả năng sinh lời ít đi. Kết quả này có thể là do tác động tiêu cực của khủng hoảng đối với hoạt động của thị trường tài chính, và do đó tác động đến thu nhập ngân hàng liên quan đến các hoạt động này (phí và hoa hồng, cổ tức, thu nhập giao dịch, vốn lợi nhuận, v.v.)

Iannotta và cộng sự (2007) đã so sánh hiệu quả và rủi ro của một mẫu của 181 ngân hàng lớn từ 15 quốc gia châu Âu trong giai đoạn 1999-2004 và đánh giá tác động của các mô hình sở hữu thay thế, cùng với mức độ tập trung quyền sở hữu lên khả năng sinh lời, hiệu quả chi phí và rủi ro bằng hồi quy OLS. Nghiên cứu đã có ba phát hiện chính: (1) sau khi kiểm soát các đặc điểm của ngân hàng, các hiệu ứng quốc gia và thời gian, ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước có khả năng sinh lời thấp hơn các ngân hàng tư nhân, mặc dù chi phí hoạt động của họ thấp hơn; (2) các ngân hàng khu vực công có chất lượng cho vay kém hơn và khả năng thanh toán cao hơn, rủi ro hơn các loại ngân hàng khác trong khi các ngân hàng chung có chất lượng cho vay tốt hơn và rủi ro tài sản thấp hơn cả ngân hàng tư nhân và khu vực công; (3) tập trung sở hữu ảnh hưởng không đáng kể đến khả năng sinh lời của ngân hàng, tập trung quyền sở hữu cao hơn được kết hợp với chất lượng cho vay tốt hơn, rủi ro tài sản thấp hơn và rủi ro phá sản thấp hơn.

Bucevska và cộng sự (2017) đã phân tích 127 ngân hàng thương mại từ sáu nước Balkan giai đoạn 2005–2009. Không có bằng chứng về bất kỳ mối quan hệ nào giữa quy mô ngân hàng và khả năng sinh lời. Mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ vốn chủ sở hữu và khả năng sinh lời của ngân hàng cho thấy rằng các ngân hàng có vốn hợp lý, vững mạnh sẽ có thể theo đuổi các cơ hội kinh doanh và chống lại những cú sốc tiêu cực tốt hơn, từ đó, sẽ làm cho họ có nhiều lợi nhuận hơn. Tỷ lệ trích lập dự phòng rủi ro cho vay đối với tổng dư nợ có tác động tiêu cực và có liên quan đáng kể đến khả năng sinh lời của ngân hàng. Điều này cho thấy rằng các ngân hàng nên tập trung hơn vào quản lý rủi ro tín dụng trong trong tương lai, vì các vấn đề nghiêm trọng có thể phát sinh từ sự thất bại của các ngân hàng để nhận ra các khoản vay bị suy giảm (Athanasoglou, Delis và Staikouras 2006). Cải cách ngành ngân hàng tác động tiêu cực và có ý nghĩa đối với khả năng sinh lời của ngân hàng. Không tìm thấy bằng chứng về sự tác động của tăng trưởng kinh tế cũng như lạm phát đến khả năng sinh lời của ngân hàng.

[Bouzgarroua](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531917300636#!) và các cộng sự (2018) sử dụng mẫu nghiên cứu bao gồm 170 ngân hàng thương mại hoạt động tại thị trường Pháp giai đoạn 2000-2012. Nghiên cứu chia ngân hàng nước ngoài thành ngân hàng từ "nền kinh tế tiên tiến" và ngân hàng từ "nền kinh tế mới nổi" và các kết quả nghiên cứu có sự khác biệt mạnh mẽ đặc biệt là đối với các ngân hàng nước ngoài từ "nền kinh tế tiên tiến". Các thước đo khả năng sinh lời được sử dụng trong nghiên cứu là lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và biên lãi ròng (NIM). Nghiên cứu đã điều tra hai mẫu phụ (ngân hàng trong nước và nước ngoài), và so sánh khả năng sinh lời của hai nhóm ngân hàng đồng thời nghiên cứu cũng xem xét riêng giai đoạn tiền khủng hoảng (2000-2006) và khủng hoảng (2007-2012). Kết quả cho thấy các ngân hàng nước ngoài có lợi nhuận cao hơn các ngân hàng trong nước, đặc biệt đối với các ngân hàng nước ngoài từ "nền kinh tế tiên tiến" so với các ngân hàng từ "nền kinh tế mới nổi", đặc biệt là trong cuộc khủng hoảng tài chính. Nghiên cứu đã chỉ ra rằng trong cuộc khủng hoảng tài chính, lợi nhuận trước đây có tác động tiêu cực đối với các ngân hàng trong nước và tác động tích cực đối với các ngân hàng nước ngoài. Kết quả nghiên cứu cho thấy các ngân hàng nước ngoài có khả năng sinh lời cao hơn các ngân hàng trong nước.

Dietricha và Wanzenriedb (2014) đã nghiên cứu các nhân tố ảnh ưởng đến khả năng sinh lời của 10.000 ngân hàng thương mại tại 118 quốc gia có thu nhập thấp, trung bình và cao giai đoạn 1998-2012. Nghiên cứu sử dụng các biến phụ thuộc: ROAA, ROAE, NIM. Tại các nước có thu nhập thấp, tỷ lệ vốn chủ sở hữu cao hơn nhiều so với các nước có thu nhập cao, tuy nhiên mức vốn của ngân hàng không ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của ngân hàng tại các nước có thu nhập thấp và trung bình. Vì vậy cần khuyến khích quá trình tư nhân hóa ngân hàng tại các nước thu nhập thấp và trung bình. Ngân hàng sở hữu nước ngoài có lợi nhuận cao hơn ngân hàng nội địa tại nước thu nhập thấp nhưng ko nhiều hơn tại các nước phát triển vì ngân hàng nước ngoài có thể cung cấp nhiều công nghệ cần thiết và chuyển giao bí mật tại các nước có thu nhập thấp, điều này có thể được giải thích bởi chính sách công khi khuyến khích sự hiện diện của các ngân hàng nước ngoài. Tăng trưởng GDP, lạm phát không giải thích một phần đáng kể cho sự thay đổi của khả năng sinh lời tại các quốc gia có thu nhập cao, tuy nhiên các yếu tố này tác động mạnh đến khả năng sinh lời của ngân hàng tại các nước thu nhập thấp và trung bình vì vậy các chính sách kinh tế vĩ mô tại các nước có thu nhập thấp và trung bình rất quan trọng. Đa dạng hóa thu nhập (đo bằng phần chia lãi thu nhập) có tác động tích cực đến khả năng sinh lời của ngân hàng tại các nước có thu nhập cao và trung bình nhưng không phải ở các nước có thu nhập thấp. Điều này được giải thích rằng biên lợi nhuận tại các ngân hàng bán lẻ truyền thống cao hơn nhiều tại các nước có thu nhập thấp. Vì vậy đa dạng hóa thu nhập không phải là một cách hứa hẹn để tăng khả năng sinh lời tại các quốc gia phát triển vì biên lợi nhuận từ lãi suất thường cao hơn lợi nhuận từ phí, hoa hồng và hoạt động kinh doanh. các ngân hàng tại các nước có thu nhập thấp có khả năng chống đỡ tốt hơn với khủng hoảng tài chính, thách thức do suy thoái kinh tế. các quốc gia có thu nhập trung bình dễ bị tổn thương hơn. Tuy nhiên khả năng sinh lời của ngân hàng không bị ảnh hưởng đáng kể bởi khủng hoảng tài chính.

**4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN**

Trên cơ sở kết quả nghiên cứu tổng quan về cơ sở lý thuyết và thực nghiệm, tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của các công ty chứng khoán tại Việt Nam như hình 1. Ngoài việc kế thừa các biến phụ thuộc và độc lập từ các nghiên cứu trước đây, tác giả đưa vào mô hình một số biến gắn với đặc thù hoạt động của công ty chứng khoán và có luận giải trong phần tiếp theo như: biến giả ngân hàng mẹ, quy mô danh mục đầu tư, thị phần môi giới, quy mô tài sản đang quản lý. Các nhân tố ảnh hưởng được chia thành 3 nhóm chính gồm nhóm các biến đặc trưng của công ty chứng khoán, nhóm các biến đặc điểm ngành và nhóm các biến vĩ mô.

**Các biến đặc trưng của công ty chứng khoán gồm:**

***- Quy mô công ty:*** được đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản, quy mô công ty có tác động cả 2 chiều theo các lý giải khác nhau trong các nghiên cứu trước đây. Tác động dương của quy mô lên khả năng sinh lời hoặc hiệu quả hoạt động của các ngân hàng được giải thích rằng các ngân hàng lớn thường đa dạng hóa trong sản phẩm dịch vụ điều này giúp giảm rủi ro trong kinh doanh, vì vậy hiệu quả hoạt động hoặc khả năng sinh lời sẽ cao hơn (García-Herrero và cộng sự, 2009). Ở chiều tác động ngược lại, Athanasoglou và cộng sự (2008) cho rằng các tổ chức lớn thường bị ảnh hưởng bởi sự cứng nhắc, quán tính, quan liêu, quy trình và bộ máy cồng kềnh, khó quản lý hơn... có thể làm giảm hiệu quả hoạt động.

***- An toàn tài chính***: được đo bằng tỷ số giữa vốn chủ sở hữu và tổng tài sản. Các nghiên cứu theo quan điểm truyền thống cho thấy rằng tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tài sản cao hơn sẽ làm tăng chi phí tài trợ và do đó làm giảm lợi nhuận (García-Herrero và cộng sự, 2009). Tuy nhiên, khi tỷ lệ vốn tăng đáng kể, các ngân hàng không chấp nhận lợi thế của nợ để tài trợ cho các lựa chọn tăng trưởng trong tương lai và giá trị công ty lúc này sẽ bị giảm dần.

***- Hiệu quả hoạt động:*** được đo bằng tỷ số giữa chi phí hoạt động và tổng thu nhập. Mối quan hệ giữa khả năng sinh lời và hiệu quả quản lý chi phí hầu hết là ngược chiều (Olson, 2011). Tuy nhiên nghiên cứu của Tan (2016) cho thấy một mối quan hệ thuận chiều giữa tỷ lệ này với hiệu quả ngân hàng. Tác động thuận chiều được giải thích phù hợp với lý thuyết tiền lương hiệu quả, nghĩa là phần lớn chi phí hoạt động được chi trả cho lương nhân viên, mức lương cao hơn sẽ cải thiện đáng kể năng suất của nhân viên, điều này dẫn đến khả năng sinh lời của ngân hàng tăng nhanh hơn so với tốc độ tăng của chi phí

***- Cấu trúc sở hữu:*** đo bằng tỷ lệ % sở hữu vốn cổ phần của tổ chức và cá nhân nước ngoài trong công ty chứng khoán. Bằng chứng thực nghiệm trong nghiên cứu của Mirzaei và cộng sự (2013) cho thấy, tổ chức tài chính có tỷ lệ sở hữu nước ngoài càng cao thì khả năng sinh lời càng lớn tại các thị trường mới nổi. Kết quả nghiên cứu này cũng tương tự với nghiên cứu của Bouzgarrou và cộng sự (2018) tại thị trường Pháp.

**Hình 1: Mô hình thực nghiệm các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của**

**công ty chứng khoán tại Việt Nam**

Quy mô tài sản quản lý

Quy mô công ty

An toàn tài chính

**Biến đặc trưng của công ty chứng khoán**

**ROA**

Hiệu quả hoạt động

Cấu trúc sở hữu

**Khả năng sinh lời của công ty chứng khoán**

Biến giả ngân hàng (DumBank)

Quy mô danh mục đầu tư

Thị phần môi giới chứng khoán

Cạnh tranh ngành

**Biến đặc điểm ngành**

Phát triển thị trường chứng khoán

Tăng trưởng kinh tế

**Biến kinh tế vĩ mô**

**ROE**

Tỷ lệ lạm phát

*Nguồn: Đề xuất của tác giả*

Ghi chú:

Đại diện

Tác động

***- Biến giả ngân hàng (Dumbank):*** nhận giá trị 1 nếu công ty chứng khoán có ngân hàng mẹ và nhận giá trị 0 trong các trường hợp khác. Hiện nay trong 23 công ty chứng khoán niêm yết trên các Sở giao dịch tập trung tại Việt Nam, có 4 công ty có ngân hàng mẹ. Biến này được kỳ vọng có thể có tác động cùng chiều hoặc ngược chiều với khả năng sinh lời. Tác động thuận chiều được giải thích bởi việc các ngân hàng mẹ có thể bổ sung vốn chủ cho các công ty chứng khoán, giúp công ty chứng khoán có nguồn lực mạnh mẽ trong việc gia tăng danh mục đầu tư tốt. Ở chiều ngược lại các công ty chứng khoán có thể chịu ảnh hưởng bởi quản trị cứng nhắc của ngân hàng đặc biệt là đối với ngân hàng có sở hữu Nhà nước, dó đó có thể kìm hãm sự tăng trưởng của khả năng sinh lời. Tác giả đưa biến này vào mô hình với mục đích bổ sung thêm bằng chứng thực nghiệm về khả năng sinh lời của công ty chứng khoán trong trường hợp có sở hữu của ngân hàng.

***- Quy mô danh mục đầu tư:*** được tính bằng tỷ số giữa tổng giá trị danh mục đầu tư với tổng tài sản của công ty. Hoạt động tự doanh và môi giới chứng khoán là các hoạt động luôn đạt tỷ trọng doanh thu cao trong tổng doanh thu của các công ty. Biến này được đưa vào mô hình với kỳ vọng tác động dương đến khả năng sinh lời của các công ty chứng khoán.

***- Thị phần môi giới chứng khoán:*** được tính bằng giá trị giao dịch của người đầu tư mở tài khoản tại công ty chứng khoán, thu thập từ dữ liệu có sẵn của Ủy ban chứng khoán nhà nước. Kỳ vọng công ty chứng khoán có thị phần môi giới cao thì khả năng sinh lời sẽ cao.

***- Quy mô tài sản quản lý*** (Assets Under Management-AUM):Tài sản quản lý là tổng giá trị thị trường của tài sản mà công ty chứng khoán đang quản lý thay cho các nhà đầu tư bao gồm số dư tiền mặt và giá trị thị trường chứng khoán của khách hàng. AUM tăng có thể do hiệu suất đầu tư tăng, tăng giá trị dòng tiền của khách hàng tại công ty chứng khoán, ngược lại người đầu tư rút bớt tiền hoặc thua lỗ có thể làm giảm AUM của công ty chứng khoán. Vì vậy tác giả đưa biến này vào mô hình với kỳ vọng có sự tác động thuận chiều với khả năng sinh lời.

**Các biến đặc điểm ngành gồm:**

***- Phát triển thị trường chứng khoán:*** đo bằng tỷ lệ phần trăm vốn hóa thị trường so với tổng sản phẩm quốc nội (GDP). Các nghiên cứu trước đây hầu hết cho thấy mối quan hệ thuận chiều giữa tỷ lệ này với khả năng sinh lời của các ngân hàng thương mại (Albertazzi và Gambacorta, 2009; Tan, 2016). Kết quả này được cho là hợp lý do thực tế các giai đoạn rủi ro cao thường trùng với thời gian khối lượng giao dịch lớn trong thị trường tài chính vì vậy khi vốn hóa thị trường cao thì lợi nhuận kỳ vọng của các công ty chứng khoán cũng cao.

***- Cạnh tranh ngành:*** sử dụng thước đo HHI (Herfindhal-Hirschman Index), được tính bằng tổng bình phương thị phần của các công ty chứng khoán. Thị trường càng cạnh tranh thì HHI càng thấp và chỉ số này bằng 0 khi thị trường cạnh tranh hoàn hảo (mặc dù thực tế gần như không xảy ra). Petriaa và cộng sự (2015) tìm thấy mối quan hệ không chắc chắn giữa HHI với khả năng sinh lời của các ngân hàng nhưng Saona (2016) lại tìm thấy mối quan hệ thuận chiều khi nghiên cứu tại thị trường Mỹ Latinh.

**Các biến kinh tế vĩ mô gồm:**

***- Tăng trưởng GDP:*** được đo bằng tỷ lệ phần trăm thay đổi hàng năm của GDP. Tan (2016) phát hiện GDP có tác động đáng kể và tích cực lên khả năng sinh lời của các ngân hàng thương mại Trung Quốc, kết quả này có thể được giải thích bởi thực tế là nhu cầu cho vay tăng lên trong giai đoạn bùng nổ kinh tế, dẫn đến sự cải thiện về khả năng sinh lời của ngân hàng. Tuy nhiên, Bouzgarrou và cộng sự (2018) tìm thấy mối quan hệ tiêu cực và đáng kể giữa tỷ lệ GDP và ROE khi nghiên cứu 170 ngân hàng thương mại hoạt động tại thị trường Pháp trong giai đoạn 2000-2012. Mặt khác, kết quả nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới cho thấy mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán là mối quan hệ mơ hồ, nhưng tại Việt Nam mối quan hệ này được phát hiện chỉ có chiều tác động dương của thị trường chứng khoán đến tăng trưởng mà không tìm thấy chiều tác động ngược lại (Nguyễn Thị Phương Nhung, 2013).

***- Tỷ lệ lạm phát:*** được đo bằng chỉ số giá tiêu dùng trung bình trong năm, tác động của lạm phát đến khả năng sinh lời của các ngân hàng thương mại trong các nghiên cứu trước đây hầu hết là thuận chiều điển hình như các nghiên cứu của Olson và Zoubi (2011), Tan (2016). Mối quan hệ tích cực giữa khả năng sinh lời của ngân hàng và lạm phát được giải thích căn cứ vào thực tế là lãi suất tiền gửi ngân hàng giảm với tốc độ nhanh hơn lãi suất cho vay. Mối quan hệ trên được tác giả kỳ vọng tượng tự cho mô hình của công ty chứng khoán.

**5. KẾT LUẬN VÀ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO**

Bài báo đã xác định được các lý thuyết nền tảng giải thích các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời đồng thời tổng quan được các mô hình nghiên cứu tác động của các nhân tố bên trong và bên ngoài doanh nghiệp đến khả năng sinh lời, với biến phụ thuộc phổ biến nhất là chỉ tiêu tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE). Các nghiên cứu thực nghiệm tập trung vào các ngân hàng thương mại và công ty bảo hiểm tại các quốc gia hoặc nhóm các quốc gia. Tại Việt Nam, nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của công ty chứng khoán chưa được tìm thấy, vì vậy tác giả đã bước đầu xây dựng mô hình nghiên cứu cho các công ty chứng khoán Việt Nam nhằm làm phong phú thêm bằng chứng thực nghiệm trong các tổ chức tài chính. Bài báo ngoài việc kế thừa từ các nghiên cứu trước, đã bổ sung các nhân tố đặc trưng của công ty chứng khoán vào mô hình gồm: biến giả ngân hàng, thị phần môi giới, quy mô danh mục đầu tư, quy mô tài sản quản lý. Tuy nhiên như đã thảo luận ở trên, kết quả nghiên cứu của bài báo chỉ dừng lại ở việc xây dựng mô hình cho công ty chứng khoán, các bước kiểm định sẽ được tác giả thực hiện ở nghiên cứu tiếp theo.

**TÀI LIỆU THAM KHẢO**

1. Albertazzi, U. & Gambacorta, L. (2009), ‘Bank profitability and the business cycle’, *Journal of Financial Stability*, số 5, tr. 393–409.

2. Athanasoglou, P.P., Brissimis, S.N. & Delis, M.D. (2008), ‘Bank-specific, industry-specific and macroeconomic determinants of bank profitability’, [*Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*](https://www.sciencedirect.com/science/journal/10424431), [số 18, tập 2](https://www.sciencedirect.com/science/journal/10424431/18/2), tr. 121-136.

3. Bain, J. S. (1951) ‘Relation of Profit Rate to Industry Concentration: American Manufacturing 1936-40’, *Quarterly Journal of Economics*, số 65, tập 3, tr. 293-324.

4. [Bouzgarroua](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531917300636#!), H., [Jouidaa](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531917300636#!), S. & [Louhichib](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531917300636#!), W. (2018), ‘Bank profitability during and before the financial crisis: Domestic versus foreign banks’, [Research in International Business and Finance](https://www.sciencedirect.com/science/journal/02755319), [số 44](https://www.sciencedirect.com/science/journal/02755319/44/supp/C), tr. 26-39.

5. Bucevska, V. & Misheva, B.H. (2017), ‘The Determinants of Profitability in the Banking Industry: Empirical Research on Selected Balkan Countries’, Eastern European Economics, số 55, tr. 146–167.

6. Caporale, G.M., Lodh, S. & Nandy, M. (2017), ‘The performance of banks in the MENA region during the global financial crisis’, Research in international Business and Finance, số 42, tr. 583–590.

7. Demsetz, H. (1973), ‘Industry Structure, Market Rivalry, and Public Policy’, *Journal of Law and Economics*, số 16, tập 1, tr. 1-9.

8. Dietrich, A. & Wanzenried, G. (2014), ‘The determinants of commercial banking profitability in low-, middle-, and high-income countries’, *The quarterly review of economics and finance*, số 54, kỳ 3, tr. 337-354.

9. Djalilov, K. & Piesse, J. (2016), ‘Determinants of bank profitability in transition countries: What matters most?’, *Research in International Business and Finance,* số 38, tr. 69–82.

10. García-Herrero, A., Gavilá, S. & Santabárbara, D. (2009), ‘What explains the low profitability of Chinese banks?’, *Journal of Banking & Finance,* số 33, tr. 2080–2092.

11. Iannotta, G., Nocera, G. & Sironi, A. (2007), ‘Ownership structure, risk and performance in the European banking industry’, *Journal of Banking & Finance, số 31,* tr. 2127–2149.

12. Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), ‘Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure’, *Journal of Financial Economics,* số 3, tr. 305-360.

13. Maudos, J. (2017), ‘Income structure, profitability and risk in the European banking sector: The impact of the crisis’, Research in International Business and Finance, số 39, tr. 85–101.

14. Mirzaei, A., Moore, T. & Liu, G. (2013), ‘Does market structure matter on banks’ profitability and stability? Emerging vs. advanced economies’, *Journal of Banking & Finance*, số 37, tr. 2920-2937.

15. Nguyễn Phạm Nhã Trúc, Nguyễn Phạm Thiên Thanh, 2016, ‘Các nhân tố tác động đến khả năng sinh lời của hệ thống ngân hàng thương mại tại Việt Nam’, Tạp chí Kinh tế & Phát triển, số 228, tr. 52-59.

16. Nguyễn Thị Phương Nhung, 2013,‘Mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và sự phát triển của thị trường chứng khoán’, *Tạp chí Phát Triển-Hội Nhập Đại Học Kinh Tế- Tài Chính TPHCM,* Số 11 (21), tr. 21.

17. Olson, D. & Zoubi, T.A. (2011), “Efficiency and bank profitability in MENA countries”, *Emerging Markets Review*, số 12, tr. 94-110.

18. Petriaa, N., Caprarub, B. & Ihnatovc, I. (2015), “Determinants of banks’ profitability: evidence from EU 27 banking systems”, *7th International Conference on Globalization and Higher Education in Economics and Business Administration*, GEBA 2013, Procedia Economics and Finance, số 20, tr. 518 – 524.

19. Phạm Quốc Việt và các cộng sự, 2018, ‘Nghiên cứu mối quan hệ giữa quản trị công ty và hiệu quả hoạt động của công ty chứng khoán tại Việt Nam’, *Tạp chí Kinh tế & Phát triển,* số 248, tr. 72-80.

## 20. Saona, P. (2016), ‘Intra- and extra-bank determinants of Latin American Banks' profitability’, *I*[*nternational Review of Economics & Finance*](https://www.sciencedirect.com/science/journal/10590560), số 5, tr. 197-214.

21. Spence, M. (1973), ‘Job market signaling’, The Quarterly Journal of Economics, số 87, tập 3, tr. 355-374.

22. Tan, Y. (2016), ‘The impacts of risk and competition on bank profitability in China’, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, số 40, tr. 85–110.

23. Trần Việt Dũng (2014), ‘Xác định các nhân tố tác động tới khả năng sinh lời của các ngân hàng thương mại Việt Nam’, *Tạp chí ngân hàng,* số 16, tr. 2-11.