

TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC SỞ HỮU ĐẾN RỦI RO HỆ THỐNG CỦA CÁC NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

INFLUENCE OF OWNERSHIP STRUCTURE ON SYSTEMIC RISK OF VIETNAM LISTED COMMERCIAL BANKS

Ngày nhận bài: 05/02/2018

Ngày chấp nhận đăng: 13/03/2018

Vũ Thị Thúy Vân, Phan Trọng Nghĩa

TÓM TẮT

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu của các ngân hàng thương mại được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian từ năm 2010 đến năm 2015 và phương pháp hồi qui gộp (Pooled OLS) để đánh giá mức độ ảnh hưởng của sở hữu Nhà nước, sở hữu cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài và sở hữu của các cổ đông là nhà đầu tư nước ngoài khác đến rủi ro hệ thống của các ngân hàng thương mại được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy sở hữu Nhà nước và sở hữu cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài có mối quan hệ thuận chiều với rủi ro hệ thống của các ngân hàng thương mại tại Việt Nam. Ngoài ra, với vai trò là biến kiểm soát thì tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu có ảnh hưởng đến rủi ro hệ thống của các ngân hàng trong mẫu nghiên cứu.

Từ khóa: Cấu trúc sở hữu, rủi ro hệ thống, ngân hàng thương mại niêm yết.

ABSTRACT

This research use database of listed commercial bank on Vietnam securities market from 2010 to 2015 and Pooled OLS regression method to assess the impact of state ownership, ownership of major foreign shareholders, and other ownership of foreign shareholders on systemic risk of listed commercial banks on Vietnam stock market. Results of this paper illustrate that state ownership and ownership of majority foreign shareholders have a positive relationship with systemic risk of commercial banks in Vietnam. Besides, with the function of a controlling variable, return on equity (ROE) also affects systemic risk of banks in researching sample.

Keywords: Ownership structure, systemic risk, listed commercial banks

1. Đặt vấn đề

Các ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong việc dẫn vốn trong nền kinh tế, thúc đẩy nền kinh tế tăng trưởng và thực hiện các mục tiêu vĩ mô của Chính phủ. Bên cạnh sự gia tăng về qui mô, số lượng ngân hàng và chất lượng hoạt động thì sự đa dạng trong cấu trúc sở hữu của các ngân hàng đã tạo nên sự thay đổi tích cực trong hoạt động của hệ thống ngân hàng tại Việt Nam trong thời gian qua. Một thực tế hiện nay là các ngân hàng sở hữu chéo lẫn nhau hay các doanh nghiệp, tập đoàn lớn là các cổ đông lớn tại các ngân hàng. Việc sở hữu chéo của các ngân hàng vừa mang lại những lợi ích nhất định cho các ngân hàng như: khai thác các lợi thế về chi nhánh, hỗ trợ về mặt công nghệ, chuyển giao

công nghệ, cho vay hợp vốn, hỗ trợ nhau về mặt thanh khoản. Tuy nhiên việc sở hữu chéo giữa các ngân hàng với nhau hay hình thức liên kết sở hữu giữa doanh nghiệp - ngân hàng tạo ra những rủi ro mang tính hệ thống liên quan đến khả năng thanh khoản, khả năng vỡ nợ. Rủi ro xảy ra ở một ngân hàng sẽ ảnh hưởng đến các ngân hàng khác và đến hoạt động của toàn hệ thống ngân hàng. Trong bối cảnh của cuộc cách mạng công nghiệp 4.0 thì rủi ro hệ thống không chỉ những ảnh hưởng đến hoạt động của các ngân hàng nói riêng mà ảnh hưởng của nó

Vũ Thị Thúy Vân, Viện Ngân hàng Tài chính,
Trường Đại học Kinh tế quốc dân
Phan Trọng Nghĩa, Khoa Tài chính Ngân hàng &
Quản trị kinh doanh, Trường Đại học Quy Nhơn

còn nhanh chóng lan tỏa đến các ngành nghề khác trong nền kinh tế. Vì vậy, đảm bảo tính ổn định và hạn chế các rủi ro trong hoạt động của các ngân hàng trong điều kiện hội nhập quốc tế đóng vai trò quan trọng hàng đầu trong chính sách của mỗi quốc gia.

Hoạt động của các ngân hàng thương mại luôn tiềm ẩn trong nó những rủi ro, những rủi ro này có thể do các yếu tố vĩ mô bên ngoài ngân hàng gây ra như: tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế, lãi suất, lạm phát, điều hành chính sách vĩ mô của chính phủ,... và cả những rủi ro do các yếu tố đặc thù gây ra như: cấu trúc sở hữu của ngân hàng, quản trị ngân hàng, công nghệ,... Rủi ro của ngân hàng chịu tác động của nhiều yếu tố, trong đó cấu trúc sở hữu là một nhân tố quan trọng. Thông qua cấu trúc sở hữu có thể làm gia tăng hay hạn chế rủi ro trong hoạt động của ngân hàng. Vì vậy nghiên cứu tác động của cấu trúc sở hữu đến rủi ro hệ thống của các ngân hàng thương mại niêm yết tại Việt Nam là một nghiên cứu bổ sung cần thiết.

Trên thế giới đã có một số nghiên cứu liên quan đến ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến rủi ro của các ngân hàng như: Nocera và Sironi (2007); Shehzad, Haan và Scholtens (2010); Sarairi (2013); Nicolo và Loukoianova (2007) xem xét ảnh hưởng của tập trung quyền sở hữu đến rủi ro của ngân hàng. Các nghiên cứu trên mặc dù còn có những kết luận không đồng nhất với nhau về mối quan hệ tương quan giữa sở hữu của cổ đông lớn và rủi ro của ngân hàng, nhưng đều khẳng định rằng cấu trúc sở hữu là nguyên nhân chính dẫn đến những khác biệt trong rủi ro giữa các ngân hàng. Về mối quan hệ giữa sở hữu nhà nước và rủi ro của ngân hàng, một số nghiên cứu của Paola Sapienza (2002); Beger và cộng sự (2005) chỉ ra rằng các ngân hàng có sở hữu của nhà nước thường có lợi thế hơn về mặt qui mô và do đó lãi suất cho vay thường thấp hơn so với các ngân hàng tư nhân. Tuy nhiên, hiệu quả

kinh doanh của nó thấp và tạo nên gánh nặng khi cổ phần hóa các ngân hàng này. Nhìn chung, các nghiên cứu cho thấy rằng cấu trúc sở hữu có những ảnh hưởng nhất định đến rủi ro trong hoạt động của ngân hàng.

Mục tiêu nghiên cứu của bài viết là làm rõ hơn các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro hệ thống của các NHTM niêm yết tại Việt Nam, trong đó tập trung làm rõ mối quan hệ và lượng hóa mức độ ảnh hưởng của nhân tố cấu trúc sở hữu đến rủi ro hệ thống của ngân hàng. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu rút ra từ các ngân hàng thương mại niêm yết tại Việt Nam sẽ bổ sung thêm minh chứng về mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và rủi ro hệ thống của các ngân hàng thương mại tại một quốc gia đang phát triển. Kết quả nghiên cứu cũng đưa ra một số hàm ý trong vấn đề quản trị đối với các ngân hàng thương mại cổ phần (đặc biệt là các ngân hàng có sở hữu Nhà nước); hàm ý đối với các nhà đầu tư trong việc phân tích và đưa ra quyết định đầu tư; và hàm ý đối với Ngân hàng Nhà nước nhằm hạn chế hạn chế ảnh hưởng của rủi ro hệ thống trong hoạt động của các ngân hàng thương mại tại Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Cấu trúc sở hữu

Cấu trúc sở hữu là một yếu tố quyết định quan trọng của quản trị doanh nghiệp và nó có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty. Cấu trúc sở hữu giúp cải thiện tính thông tin trong giá cổ phiếu; nâng cao hiệu quả quản trị doanh nghiệp và tăng chất lượng các thông tin của doanh nghiệp công bố (He và cộng sự, 2013); giúp giải quyết vấn đề người đại diện trong hoạt động của các công ty niêm yết và hạn chế vấn đề bất cân xứng thông tin trên thị trường chứng khoán; giúp giảm thiểu chi phí trong việc thu thập thông tin và qua đó giảm chi phí giao dịch cho các nhà đầu tư.

Cấu trúc sở hữu nói chung và cấu trúc sở hữu tại các ngân hàng thương mại nói riêng được tiếp cận theo hai khía cạnh: **Tập trung quyền sở hữu - sở hữu của cổ đông lớn** (ownership concentration) và hình thức **sở hữu hỗn hợp** (ownership mix) (Nguyen Hong Son và cộng sự, 2015). **Sở hữu của cổ đông lớn**, là những cổ đông nắm giữ cổ phần chi phối, nắm giữ số lượng cổ phiếu nhiều nhất tại ngân hàng và đồng thời chịu ảnh hưởng nhiều nhất đến rủi ro và chi phí giám sát của ngân hàng. Theo nghiên cứu của Rokwaro (2013), khái niệm tập trung quyền sở hữu được sử dụng là tỷ lệ sở hữu của 5 cổ đông lớn nhất trong các ngân hàng của Kenya. Wen (2013) cũng sử dụng mức độ tập trung quyền sở hữu trong các NHTM nhà nước và các NHTM tư nhân của Trung Quốc là tỷ lệ sở hữu của các cổ đông lớn nhất. Nghiên cứu của Brockman và Yan (2009); Đặng Tùng Lâm (2016) sở hữu cổ đông lớn được định nghĩa là cổ đông nắm giữ từ 5% trở lên trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành của công ty.

Theo các nghiên cứu của Rokwaro (2013), Wen (2013), Anstoniadis và cộng sự (2010), Peong và cộng sự (2012). **Khái niệm sở hữu hỗn hợp** bao gồm tỷ lệ sở hữu của các cổ đông như: tỷ lệ sở hữu nhà nước, tỷ lệ sở hữu nước ngoài và tỷ lệ sở hữu tư nhân. Trong bài nghiên cứu này, nhóm tác giả tiếp cận khái niệm cấu trúc sở hữu thông qua các hình thức sở hữu sau: sở hữu của Nhà nước, sở hữu của cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài và sở hữu của các cổ đông là nhà đầu tư nước ngoài khác. Tác động của cấu trúc sở hữu đến rủi ro hệ thống của các ngân hàng thương mại thông qua **cơ chế cải thiện quản trị công ty**. Thông qua cấu trúc sở hữu có thể giúp cho các ngân hàng quản trị tốt hơn (nâng cao quản trị rủi ro, tăng hiệu quả hoạt động, minh bạch trong việc công bố thông tin) làm tăng chất lượng và số lượng thông tin công ty cụ thể công bố cho các nhà đầu tư

bên ngoài. Kết quả, các nhà đầu tư có thể xây dựng các quyết định định giá và đầu tư dựa trên các thông tin công ty cụ thể thay vì thông tin chung của toàn thị trường. Nghiên cứu của Nguyen Hong Son và cộng sự (2015) chỉ ra rằng quản trị công ty yếu là yếu tố góp phần dẫn đến khủng hoảng trong hệ thống ngân hàng. Như vậy, quản trị ngân hàng tốt hơn giúp làm giảm rủi ro hệ thống đối với hoạt động của ngân hàng.

2.1.2. Rủi ro hệ thống của ngân hàng thương mại

Khái niệm về rủi ro xuất hiện rất sớm trên thế giới với nghiên cứu nổi tiếng của A.Willet và F.Knight. Năm 1901, A. Willet cho rằng rủi ro là các nguy cơ có tương quan không chắc chắn (Willet, 1901). Trong khi đó, F.Knight giải thích mối liên hệ giữa “rủi ro” và “không chắc chắn”. Ông cho rằng thuật ngữ “không chắc chắn” nên được giới hạn trong trường hợp các sự kiện không thể lượng hóa (Knight, 1921). Các nghiên cứu hiện đại phát triển khái niệm rủi ro đều dựa trên cách tiếp cận truyền thống này.

Rủi ro hệ thống - “systemic risk” chỉ thực sự được quan tâm và đề cập nhiều nhất từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008. Rủi ro này được hiểu là các cú sốc có tác động đến hệ thống tài chính cũng như tác động đến toàn bộ nền kinh tế.

Đặc biệt đối với các ngân hàng, chủ thể có vai trò quan trọng đối với hệ thống tài chính, việc nghiên cứu rủi ro hệ thống lại trở nên cấp thiết hơn bao giờ hết. Có thể nói, đây là vấn đề được nhiều nhà nghiên cứu trên thế giới quan tâm. Adrian và Brunnermeier (2011) đã đề xuất phương pháp sử dụng ΔCoVaR để đo lường rủi ro hệ thống, đồng thời chỉ ra rằng mức độ đòn bẩy, quy mô và sự chênh lệch kỳ hạn là các nhân tố ảnh hưởng tới sự đóng góp đến rủi ro hệ thống thị trường trong các tổ chức tín dụng. Dựa trên mô hình này, Borri và cộng sự (2014) cũng

đã ước lượng mức độ rủi ro hệ thống của các ngân hàng niêm yết tại Italia trong giai đoạn 2000 – 2011. Tuy khẳng định ưu điểm và sự phù hợp của ΔCoVaR trong đo lường rủi ro hệ thống, các tác giả cũng đề xuất nên xem xét cả hai kết quả về VaR và CoVaR để đưa ra chính sách phù hợp

Bên cạnh đó, Rungporn Roengpitya và Phurichai Rungcharoenkitkul (2011) ước lượng rủi ro hệ thống và những mối liên kết tài chính, tập trung vào ngành ngân hàng. Nghiên cứu cho rằng, nguồn gốc của rủi ro hệ thống là do: (1) ngân hàng cố gắng làm giảm các rủi ro khác gây gia tăng rủi ro hệ thống, (2) cấu trúc vốn của ngân hàng với những sự tương quan mạnh giữa tài sản của các ngân hàng làm tăng rủi ro hệ thống, (3) vấn đề đồng quản lý, hiệu ứng domino và sự thiếu thanh khoản cũng là các nhân tố có tác động tiêu cực tới rủi ro hệ thống của ngân hàng. Từ đó, sử dụng mô hình ΔCoVaR áp dụng cho 6 NHTM tại Thái Lan, các tác giả đã nghiên cứu tác động của tổng nợ, tài sản liên ngân hàng, tiền gửi liên ngân hàng, nợ liên ngân hàng, cổ phần phổ thông, lợi nhuận tái đầu tư và nợ ngắn hạn tới rủi ro hệ thống của các ngân hàng. Nghiên cứu kết luận, rủi ro hệ thống sẽ giảm đi nếu ngân hàng liên kết với các đối tác ngoài ngành nhiều hơn và quy mô không phải là yếu tố duy nhất ảnh hưởng đến mức độ liên kết tài chính giữa các NHTM.

2.1.3. Ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến rủi ro hệ thống của các ngân hàng thương mại

Nghiên cứu của Shehzad, Haan và Scholtens (2010) cho thấy cấu trúc sở hữu có ảnh hưởng đến tỷ lệ nợ xấu và an toàn vốn của các ngân hàng thương mại. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng sở hữu tập trung có mối quan hệ thuận chiều với tỷ lệ an toàn vốn của ngân hàng, và có mối quan hệ ngược chiều với tỷ lệ nợ xấu. Đặc biệt khi vốn của ngân hàng được nắm giữ bởi một vài cổ đông

lớn thì danh mục đầu tư của ngân hàng không còn hiệu quả. Ngoài ra, sự tập trung quyền sở hữu của các cổ đông lớn dẫn đến phát sinh mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông lớn và các cổ đông thiểu số. Nghiên cứu của Nocera và Sironi (2007) cho thấy rằng các ngân hàng có tập trung sở hữu cao thì chất lượng các khoản vay sẽ tốt hơn, qua đó giúp giảm thiểu rủi ro tín dụng và rủi ro phá sản. Cùng quan điểm với Nocera và Sironi (2007), nghiên cứu của Sarairi (2013) thì cho thấy rằng cấu trúc sở hữu có ảnh hưởng đến hành vi chấp nhận rủi ro của ngân hàng, những thay đổi trong cấu trúc sở hữu là nguyên nhân chính dẫn đến những khác biệt trong rủi ro giữa các ngân hàng. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, chính từ sự tập trung sở hữu giúp làm giảm rủi ro thanh khoản và rủi ro tín dụng của ngân hàng. Tuy nhiên, Nghiên cứu của Nicolo và Loukoianova (2007) cho thấy rằng tồn tại mối quan hệ cùng chiều giữa tập trung quyền sở hữu và rủi ro hệ thống của ngân hàng, mối tương quan này càng cao khi ngân hàng do nhà nước sở hữu chiếm một thị phần lớn trong hoạt động thị trường tài chính của quốc gia đó. Ngoài ra, các ngân hàng có sở hữu của nhà nước và sở hữu của nước ngoài có mức độ ảnh hưởng lớn hơn và chi phí phá sản thấp hơn so với các ngân hàng sở hữu tư nhân.

Sở hữu Nhà nước cũng có ảnh hưởng đến rủi ro trong hoạt động cho vay của các ngân hàng thương mại. Nghiên cứu của Paola Sapienza (2002) cho thấy rằng các ngân hàng có sở hữu của Nhà nước thường cho vay với lãi suất thấp hơn so với các ngân hàng do tư nhân sở hữu. Ngoài ra hoạt động tín dụng của các ngân hàng có sở hữu Nhà nước còn chịu tác động bởi các yếu tố chính trị, các ngân hàng có sở hữu của Nhà nước thường cho vay với lãi suất thấp hơn đối với các doanh nghiệp mà liên quan đến các tổ chức chính trị mà ngân hàng chịu sự chi phối, thường là các doanh nghiệp nhà nước được các ngân hàng

có sở hữu của nhà nước cho vay với lãi suất ưu đãi hơn so với các doanh nghiệp khác. Nghiên cứu của Micco và cộng sự (2004) cho thấy rằng mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của ngân hàng tại các nước đang phát triển thì lớn hơn nhiều so với các nước phát triển. Từ đó nghiên cứu đề xuất nên thúc đẩy việc cổ phần hóa các ngân hàng và tăng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài và sở hữu tư nhân trong cấu trúc sở hữu của các ngân hàng nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động, tăng tỷ suất sinh lời và giảm chi phí hoạt động của các ngân hàng. Nghiên cứu của Barry và cộng sự (2011) chỉ ra rằng cấu trúc sở hữu có ảnh hưởng mạnh hơn đến rủi ro của các ngân hàng sở hữu bởi cá nhân hơn là các ngân hàng đại chúng. Nhóm tác giả Beger và cộng sự (2005) nghiên cứu về hình thức sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài và sở hữu trong nước trong cấu trúc sở hữu. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng các ngân hàng do nhà nước sở hữu thì có hiệu quả kinh doanh thấp và tạo nên gánh nặng khi cổ phần hóa. Tuy nhiên, sau khi được cổ phần hóa hiệu quả kinh doanh tăng lên rõ rệt.

Nghiên cứu của Berger và cộng sự (2013) cho thấy rằng, cấu trúc sở hữu cũng là một yếu tố quan trọng trong dự báo chỉ số mất khả năng thanh toán của ngân hàng. Đặc biệt, nghiên cứu còn chỉ ra một yếu tố dự báo quan trọng khác là tỷ lệ sở hữu cổ phần của người không trực thuộc ngân hàng có ảnh hưởng đến khả năng bị phá sản. Một người có thứ bậc quản lý thấp nếu sở hữu một tỷ trọng lớn cổ phiếu hơn sẽ làm tăng đáng kể khả năng phá sản của ngân hàng. Ngoài ra, cổ phần của ủy viên của hội đồng quản trị là người bên ngoài (ủy viên không có chức năng điều hành quản lý trong doanh nghiệp) hay cổ phần của những trưởng phòng lại không ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng vỡ nợ của ngân hàng.

Nghiên cứu cấu trúc sở hữu và tác động đến rủi ro của các ngân hàng thương mại trong bối cảnh hệ thống ngân hàng thương mại của Việt Nam thì chưa có nhiều. Diễn hình như nghiên cứu của Cornett và cộng sự (2009) đã sử dụng dữ liệu của 16 quốc gia Đông Nam Á, trong đó có Việt Nam và đưa ra kết luận là các ngân hàng do Nhà nước nắm giữ cổ phần chi phối hoạt động kém hiệu quả và tiềm ẩn nhiều rủi ro tín dụng hơn so với các NHTM cổ phần.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Dữ liệu phân tích

Dữ liệu được sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm các báo cáo tài chính của 6 ngân hàng niêm yết và dữ liệu về giá cổ phiếu của 6 ngân hàng niêm yết trên hai Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2015. Dữ liệu được cung cấp bởi Công ty StoxPlus – công ty chuyên thu thập và phân tích dữ liệu tài chính tại Việt Nam. Danh sách các ngân hàng được lựa chọn nghiên cứu thể hiện trong Bảng 2.1.

Bảng 2.1 Danh sách các ngân hàng thương mại niêm yết trong nghiên cứu

Mã niêm yết	Tên Ngân hàng	Sàn niêm yết
ACB	Ngân hàng Thương mại Cổ phần Á Châu	HNX
CTG	Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam	HOSE
EIB	Ngân hàng Thương mại Cổ phần Xuất nhập khẩu Việt Nam	HOSE
STB	Ngân hàng Thương mại Cổ phần Sài Gòn Thương Tín	HOSE
SHB	Ngân hàng Thương mại Cổ phần Sài Gòn – Hà Nội	HNX
VCB	Ngân hàng Thương mại Cổ phần Ngoại thương Việt Nam	HOSE

2.2.2. Các biến nghiên cứu trong mô hình

Trước hết, từ bộ dữ liệu thu thập được, nhóm nghiên cứu thực hiện tính toán các chỉ tiêu cần thiết cho bài nghiên cứu bằng phần mềm Microsoft Excel. Sau đó, dữ liệu được xử lý bằng phần mềm thống kê Stata theo mô hình dữ liệu mảng. Các phân tích về tương quan, đa cộng tuyến và thống kê mô tả các biến trong mô hình được thực hiện. Tiếp đến, nhóm tác giả sử dụng phương pháp ước lượng trong xây dựng mô hình hồi quy để lựa chọn giữa 3 mô hình: mô hình tác động ngẫu nhiên (Random Effect Model), mô hình tác động cố định (Fixed Effect Model) hoặc phương pháp hồi quy gộp (Pooled OLS) để hồi quy bằng phần mềm thống kê Stata.

Biến phụ thuộc: Rủi ro hệ thống (ΔCoVaR)

ΔCoVaR đo lường rủi ro hệ thống cận biên mà các ngân hàng đóng góp vào rủi ro hệ thống chung của toàn thị trường. ΔCoVaR được đo lường như sau:

Bước 1: Đo lường VaR

Để đo lường VaR, nghiên cứu sử dụng cách tiếp cận có tính đến rủi ro hệ thống. Theo đó, phương pháp sử dụng mô hình hồi quy phân vị trong đó các biến độc lập là các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô chính ảnh hưởng đến lợi suất của thị trường chứng khoán (Adrian, T. & Brunnermeier, M., 2008).

Trong mô hình này, lợi suất của các ngành và lợi suất của thị trường sẽ được ước lượng một cách độc lập theo trẻ bậc nhất của các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô. Mô hình ước lượng có dạng:

$$Q_d(r_t^i | M_{t-1}) = \alpha^i + \beta^i M_{t-1} + u_t^i$$

$$Q_d(r_t^{\text{system}} | M_{t-1}) = \alpha^{\text{system}} + \beta^{\text{system}} M_{t-1} + u_t^{\text{system}}$$

Trong đó, r là lợi suất của ngành, sử dụng mô hình hồi quy phân vị ước lượng lợi suất với mức phân vị $d = 5\%$, ước lượng giá trị

phân vị 5% của lợi suất thu được giá trị VaR (5%) theo công thức.

$$\text{VaR}_t^i = \alpha^i + \beta^i M_{t-1} + u_t^i$$

$$\text{VaR}_t^{\text{system}} = \alpha^{\text{system}} + \beta^{\text{system}} M_{t-1} + u_t^{\text{system}}$$

Bước 2: Đo lường CoVaR sử dụng dữ liệu lịch sử

$$\text{ETL}_{h,\alpha} = -E(r_h | r_h < -\text{VaR}_{h,\alpha}) \times P$$

Trong đó, ETL (*expected tail losses*) là giá trị trung bình của các khoản lỗ nếu tổn thất thực sự xảy ra. (lỗ vượt quá giá trị VaR tính toán được); α : độ tin cậy; h : số ngày tính toán VaR, ví dụ VaR 5 ngày, VaR 10 ngày hoặc VaR 1 năm, r : tỷ suất lợi nhuận, VaR: giá trị rủi ro, P : xác suất xảy ra.

Cuối cùng, ΔCoVaR được tính toán bằng hiệu của CoVaR và VaR thị trường bằng công thức:

$$\Delta\text{CoVaR}_t^i = \text{CoVaR}_t^i - \text{VaR}_t^{\text{system}}$$

- Biến độc lập: Cấu trúc sở hữu, bao gồm:

(1) Sở hữu Nhà nước (State): Tương tự nghiên cứu của Hamdi & Cosset (2014), sở hữu nhà nước được định nghĩa là tỷ lệ % số cổ phiếu do nhà nước nắm giữ dưới mọi hình thức trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành của ngân hàng. Như vậy, sở hữu nhà nước bao gồm tỷ lệ cổ phiếu được nắm giữ bởi Tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước (SCIC), Ngân hàng nhà nước, Bộ Tài chính, các bộ, cơ quan khác có liên quan và quyền sở hữu nhà nước thông qua các doanh nghiệp nhà nước.

(2) Sở hữu của các cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài (Mforeign): Tương tự nghiên cứu của Brockman và Yan (2009); Đặng Tùng Lâm (2016), sở hữu của cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài là tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ từ 5% trở lên trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành của ngân hàng, bao gồm cả các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức.

(3) Sở hữu của các cổ đông là nhà đầu tư nước ngoài khác (Oforeign): là tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài khác mà không phải là cổ đông lớn của ngân hàng, bao gồm cả các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức.

- **Biến kiểm soát:** nghiên cứu sử dụng hai biến kiểm soát trong mô hình, bao gồm:

(1) ROE: tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu được xác định bằng Lợi nhuận sau thuế chia cho Vốn chủ sở hữu của ngân hàng vào thời điểm cuối năm của năm được tính.

(2) Leverage: Đòn bẩy được xác định bằng Tổng nợ chia cho Tổng tài sản của ngân hàng vào thời điểm cuối năm của năm được tính. (Hassan và Bashir (2003))

Dựa trên tổng quan nghiên cứu, nhóm nghiên cứu thực hiện phân tích để xem xét ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến rủi ro hệ thống của các ngân hàng thương mại niêm yết tại Việt Nam dựa trên mô hình hồi qui với dữ liệu bảng như sau:

$$D\text{CoVaR} = \beta_0 + \beta_1 \text{State} + \beta_2 \text{Mforeign} + \beta_3 \text{Oforeign} + \beta_4 \text{ROE} + \beta_5 \text{Leverage} + e_t$$

3. Kết quả và thảo luận

3.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Bảng 3.1 Thống kê mô tả các biến trong nghiên cứu

Tên biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
DCoVaR	144	-0.183	0.0126	-0.0667	-0.004
State	144	0.269	0.387	0	0.907
Mforeign	144	0.144	0.121	0	0.3
Oforeign	144	0.379	0.041	0	0.161
ROE	144	0.293	0.031	-0.205	0.09
Leverage	144	0.916	0.0223	0.786	0.954

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Bảng thống kê mô tả cho thấy biến DCoVaR có giá trị bình quân âm (-0.183),

thấp nhất trong các biến nghiên cứu. Biến Leverage có giá trị nhỏ nhất là 78,6% và lớn nhất là 95,4% và giá trị trung bình của tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của các ngân hàng thương mại niêm yết tại Việt Nam rất cao (91,6%). Tuy nhiên, mức độ phân tán của biến này lại tương đối nhỏ so với biến State và Mforeign (lần lượt đạt giá trị 0.387 và 0.121). Tỷ lệ sở hữu nhà nước tại ngân hàng có giá trị cao nhất là 90,7% và thấp nhất là 0%. Sở hữu của cổ đông là nhà đầu tư nước ngoài (bao gồm cổ đông lớn và các nhà đầu tư nước ngoài khác) không được vượt quá 30% vốn điều lệ của một ngân hàng thương mại Việt Nam.

Bảng 3.2 Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

Biến	DcoVaR	ROE	State	Leverage	Mforeign	Oforeign	VIF
DcoVaR	1						
ROE	0.1105	1					1.07
State	0.1387	0.2089	1				1.23
Leverage	-0.1573	0.1530	0.1384	1			1.14
Mforeign	0.4947	-0.0352	-0.3284	-0.0587	1		1.25
Oforeign	0.0895	-0.1535	-0.1528	-0.3093	-0.2335	1	1.26

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Nhóm tác giả tiến hành kiểm định đa cộng tuyến bằng hệ số VIF. Khi VIF lớn hơn 10 thì nói biến đó có đa cộng tuyến với các biến độc lập trong mô hình. Bảng 3.2 thể hiện hệ số phóng đại phương sai VIF dao động trong khoảng 1.07 đến 1.26, $VIF_{\text{trung bình}} = 1.19 \ll 10$, cho thấy không xuất hiện hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình. Bên cạnh đó, ma trận hệ số tương quan cũng cho thấy các biến không có hiện tượng tương quan.

3.2. Lựa chọn mô hình phù hợp

Nghiên cứu sử dụng kiểm định Breusch and Lagrangian để kiểm định mô hình có tồn tại tác động ngẫu nhiên không với cặp giả thuyết như sau:

H_0 : Mô hình không tồn tại tác động ngẫu nhiên ($\text{Var}(u) = 0$)

H_1 : Mô hình tồn tại tác động ngẫu nhiên ($\text{Var}(u) \neq 0$)

Kết quả kiểm định được thực hiện sau ước lượng mô hình ngẫu nhiên (RE):

Bảng 3.3 Kết quả kiểm định Breusch and Lagrangian

DCoVar[idd, t] = $X_b + u[idd] + e[idd, t]$		
	Var	Sd= sqrt (Var)
DcoVar	0.0001582	0.012577
E	0.0000524	0.0072392
U	0	0
Chibar2(01) = 0.00		
Prob > chibar2 = 1.000		

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Như vậy Prob lớn hơn 0.05 nên không có đủ bằng chứng để bác bỏ H_0 . Do đó, mô hình không tồn tại tác động ngẫu nhiên, nên mô hình ước lượng được đề xuất là phương pháp hồi qui gộp (Pooled OLS). Kết quả ước lượng của phương pháp hồi qui gộp (Pooled OLS) với tùy chọn Robust giúp đảm bảo phương sai sai số không thay đổi, được thể hiện trong bảng sau:

Bảng 3.4 Kết quả kiểm định theo phương pháp hồi qui gộp (Pooled OLS) - Robust

DcoVaR	Hệ số ước lượng	Std. Err	Thống kê t	$p > t $
State	0.0131	0.0022	5.77	0.000***
Mforeign	0.0723	0.0073	9.89	0.000***
Oforeign	0.0925	0.0217	4.26	0.000***
ROE	0.0453	0.0264	1.72	0.088*
Leverage	-0.054	0.0379	-1.43	0.154
F (5,144) =13.9				
Prob >F =0.000				
$R^2 = 0.4544$				

(*, **, *** thể hiện mức ý nghĩa tương ứng với 10%, 5% và 1%)

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Với độ tin cậy 95%, kết quả hồi quy đã chỉ ra tác động của nhân tố State, ROE, Mforeign, Oforeign có ý nghĩa thống kê.

Trong đó, biến State, Mforeign, Oforeign đạt mức ý nghĩa khá cao ($P\text{-value} < 5\%$).

4. Kết luận và hàm ý nghiên cứu

4.1. Kết luận

Thông qua phương pháp hồi qui đối với bộ dữ liệu bảng của các ngân hàng thương mại niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian từ 2010-2014, tác giả phát hiện các ngân hàng thương mại có sở hữu nhà nước có mối quan hệ cùng chiều với rủi ro hệ thống trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả này phù hợp với các nhận định cho rằng các ngân hàng có tỷ lệ sở hữu của nhà nước cao thường có hiệu quả hoạt động kinh doanh thấp, quản trị rủi ro tại những ngân hàng này kém, các ngân hàng này chịu sự tác động của nhà nước trong hoạt động cho vay đối với các tập đoàn và các doanh nghiệp mà nhà nước sở hữu vốn, tính minh bạch và hoạt động công bố thông tin tại các ngân hàng này chưa cao, cổ đông là đại diện cho phần vốn của nhà nước tại ngân hàng chưa thật sự quan tâm đến hiệu quả hoạt động của ngân hàng, chưa thật sự vì lợi ích và giá trị của ngân hàng mà họ còn bị chi phối bởi các mục đích khác. Tại thị trường Việt Nam, các ngân hàng thương mại do nhà nước nắm giữ cổ phần chi phối vẫn đóng một vai trò quan trọng và có ảnh hưởng mạnh mẽ đến hoạt động của cả hệ thống ngân hàng. Bên cạnh đó, các NHTM mà nhà nước là cổ đông chi phối lại sở hữu cổ phần của các ngân hàng thương mại tư nhân, chính từ sự sở hữu chéo giữa các ngân hàng nó sẽ làm gia tăng rủi ro hệ thống trong hoạt động của ngân hàng. Ngoài ra, các tập đoàn nhà nước, các doanh nghiệp nhà nước cũng tham gia mua và sở hữu cổ phần của các ngân hàng thương mại tư nhân, chính hình thức liên kết sở hữu giữa doanh nghiệp - ngân hàng nó làm gia tăng rủi ro hệ thống trong hoạt động của hệ thống ngân hàng tại Việt Nam.

Sở hữu của các cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài có tương quan thuận chiều với rủi ro hệ thống trên thị trường chứng khoán. Một thực tế tại TTCK Việt Nam là Nhà nước khuyến khích nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào việc nắm giữ cổ phiếu của các công ty niêm yết thông qua gia tăng tỷ lệ sở hữu (room) của nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, đối với các ngân hàng thương mại thì Nhà nước vẫn kiểm soát tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài. Cụ thể tại Điều 7, Nghị định 01/2014 quy định tổng mức sở hữu cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài không vượt quá 30% vốn điều lệ của một ngân hàng thương mại Việt Nam. Như vậy, nhà đầu tư nước ngoài có thể tham gia sở hữu cổ phần của các ngân hàng tại Việt Nam với vai trò là cổ đông lớn, nhà đầu tư chiến lược, là thành viên của hội đồng quản trị. Tuy nhiên, họ lại không có vai trò nhiều trong việc quyết định các vấn đề quan trọng của ngân hàng (đặc biệt tại các ngân hàng mà có sở hữu của nhà nước và nhà nước là cổ đông chi phối), từ đó không thể nâng cao hiệu quả hoạt động của ngân hàng, giúp cải thiện quản trị rủi ro ngân hàng, tăng tính minh bạch trong hoạt động công bố thông tin. Chính từ những yếu kém trong quản trị rủi ro sẽ ảnh hưởng lan tỏa đến toàn hệ thống ngân hàng thương mại tại Việt Nam và qua đó làm gia tăng rủi ro hệ thống trong hoạt động của ngân hàng.

Sở hữu nhà đầu tư nước ngoài nhưng không phải là cổ đông lớn có mối quan hệ cùng chiều với rủi ro hệ thống. Tuy nhiên, vai trò của nhà đầu tư nước ngoài nhưng không phải là cổ đông lớn trong việc điều hành hoạt động của ngân hàng là không nhiều và chưa giúp giảm thiểu rủi ro hệ thống trong hoạt động của ngân hàng.

Với vai trò là biến kiểm soát thì tỷ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu (ROE) có mối quan hệ cùng chiều với rủi ro hệ thống trên thị trường chứng khoán. Điều này cho thấy rằng, các ngân hàng có qui mô vốn mà phần

lớn là vốn huy động, vốn vay và vốn chủ sở hữu thấp; sử dụng đòn bẩy tài chính (leverage) cao thì tỷ lệ sinh lời vốn chủ sở hữu sẽ trở nên nhạy cảm hơn và dễ bị tác động bởi sự thay đổi của các yếu tố có tính hệ thống từ thị trường như: lãi suất, lạm phát. Qua đó làm gia tăng rủi ro hệ thống trên thị trường. Đặc biệt, các ngân hàng có qui mô lớn đồng thời nhà nước là cổ đông chi phối với cơ chế quản trị và nhiều cấp quản lý nên thường phản ứng chậm hơn với những biến động của thị trường.

4.2. Hàm ý nghiên cứu

Kết quả phân tích định lượng cho thấy tồn tại mối quan hệ và có ý nghĩa thống kê giữa sở hữu nhà nước, sở hữu cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài với rủi ro hệ thống của các ngân hàng thương mại tại Việt Nam. Từ kết quả của nghiên cứu, nhóm tác giả diễn giải một số hàm ý như sau:

Sở hữu Nhà nước và rủi ro hệ thống: Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy tác động cùng chiều và kiểm định là có ý nghĩa giữa sở hữu nhà nước và rủi ro hệ thống của các ngân hàng thương mại. Để giảm thiểu rủi ro hệ thống trong hoạt động của ngân hàng thì Nhà nước nên thoái vốn và giảm dần tỷ lệ sở hữu tại các ngân hàng thương mại. Nhà nước nên tập trung hơn vào chức năng là cơ quan quản lý và điều tiết nhằm làm cho thị trường hoạt động một cách lành mạnh, minh bạch và hiệu quả. Hạn chế sự can thiệp và tham gia trực tiếp vào việc điều hành hoạt động của ngân hàng.

Sở hữu cổ đông lớn là nhà đầu tư nước ngoài và rủi ro hệ thống: Bên cạnh việc giảm dần tỷ lệ sở hữu của nhà nước tại các ngân hàng thì cần phải tăng tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài dưới dạng các nhà đầu tư chiến lược, cổ đông lớn và các nhà đầu tư có tổ chức. Nhà nước cần có cơ chế tạo điều kiện cho nhà đầu tư có tổ chức nước ngoài tham gia vào việc mua cổ phần và điều hành

hoạt động của ngân hàng. Trong lộ trình hội nhập quốc tế của Việt Nam thì nên sửa đổi qui định hiện hành theo hướng tăng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại các ngân hàng thương mại, đồng thời cơ cấu lại hệ thống các tổ chức tín dụng theo hướng tăng hiệu quả hoạt động, tăng cường quản trị rủi ro trong hoạt động ngân hàng và gắn với việc xử lý nợ xấu của các ngân hàng.

Ngoài ra đối với các ngân hàng thương mại cổ phần có qui mô qui mô vốn mà phần

lớn là vốn huy động và vốn chủ sở hữu thấp, đặc biệt là các ngân hàng có tỷ lệ sở hữu lớn của Nhà nước thì dễ bị ảnh hưởng bởi các rủi ro có tính hệ thống trên thị trường. Do đó, các ngân hàng này cần phải nâng cao hơn nữa quản trị rủi ro trong hoạt động của ngân hàng, gia tăng tính minh bạch trong hoạt động công bố thông tin và hạn chế hiện tượng sở hữu chéo giữa các ngân hàng với nhau trong hoạt động của hệ thống ngân hàng tại Việt Nam..

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Adrian, T., & Brunnermeier, M. (2011), CoVaR. Working Paper, Federal Reserve Bank of New York.
- Antoniadis I., Lazarides T.M, Sarrianiades N. (2010), Ownership and performance in the Greek banking sector. International Conference on Applied Economics - ICOAE 2010.
- Barry, T. A., Lepetit, L., & Tarazi, A., (2011). Ownership structure and risk in publicly held and privately owned banks. *Journal of Banking and Finance* 5, 1327-1340.
- Beger, A. N., Klapper, L. F., & Zaidi, R., (2005). Bank Ownership type and banking relationship. *Journal of Financial Intermediation* 17, 37-62.
- Berger Allen N, Imbierowicz Björn, & Rauch Christian, (2013). The roles of corporate governance in bank failures during the recent financial crisis. Working paper.
- Borri, N., Caccavaio, M., Giorgio, D., Sorrentino, A., M., (2014), Systemic Risk in the Italian Banking Industry. *Economic Notes*, Volume 43 (1), 21–38.
- Brockman, P., Yan, X., (2009). Block ownership and firm-specific information. *Journal of Banking and Finance*, 33, 308–316.
- Đặng Tùng Lâm, (2016). Ảnh hưởng của cổ đông lớn đến sự đồng biến động giá cổ phiếu trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Phát triển kinh tế* , số 27(5), 63-77.
- Hamdi, B.N., Jean-Claude Cosset, (2014). State ownership, political institutions, and stock price informativeness: Evidence from Privatization. *Journal of Corporate Finance*, 29, 179-199.
- He, W., Li, D., Shen, J., Zhang, B.,(2013). Large foreign ownership and stock price informativeness around the world. *Journal of International Money and Finance* , 36 ,211–230.
- Knight, F. H. (1921). Risk, uncertainty and profit. New York: AM Kelley, 1964.
- Micco, A., Panizza, U., & Yanez, M., (2004). Bank ownership and performance. Econstor.
- Nguyen Hong Son, Tran Thi Thanh Tu, Dinh Xuan Cuong, Lai Anh Ngoc, Pham Bao Khanh, (2015). Impact of Ownership Structure and Bank Performance - An Empirical Test in Vietnamese Banks. *International Journal of Financial Research*. Vol. 6, No. 4, pp.123-133.

- Nocera, G., Sironi, A., Iannotta, G., (2007). Ownership structure, risk and performance in European banking industry. *Journal of Banking and Finance* 31, 2127-2149.
- Nicolo, G. D., Loukoianova, E., (2007). Bank ownership, market structure and risk. IMF working paper.
- Paola Sapienza (2002). The effects of Government Ownership on bank lending. *Journal of Financial Economics* 72, 357-384.
- Peong Kwee Kim, Devinaga Rasinah & Rahayu Binti Tasnim (2012). A Review of Corporate Governance: Ownership Structure of Domestic-Owned Banks in Term of Government Connected Ownership, and Foreign Ownership of Commercial Banks in Malaysia. *Journal of Organizational Management Studies*, Vol. 2012.
- Sarairi, S., (2013). Ownership structure and risk-taking behaviour in conventional and Islamic bank: Evidence for MENA countries. *Borsa_Istanbul Review* 13, 115-127.
- Shehzad, C. T., Haan, J., & Scholtens, B., (2010). The impact of bank Ownership concentration on impaired loans and capital adequacy. *Journal of Banking and Finance* 34,339-408.
- Rokwaro Massimiliano Kiruri (2013). The effect of ownership structure on bank profitability in Kenya. *European Journal of Management Sciences and Economics*, Vol. 1, Issue 2, March 2013.
- Roengpitya, R. & Rungcharoenkitkul, P. (2011). Measuring systemic risk and financial linkages in the Thai Banking system. Social Science Research Network, truy cập lần cuối ngày 12/10/2016 tại http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1773208.
- Wen, Yuan and Jia, Jingyi (2010). Institutional ownership, managerial ownership and dividend policy in bank holding companies. *International Review of Accounting, Banking and Finance*, Vol 2, No. 1, Spring 2010, page 8-21.
- Willet, A. H. (1901). *The Economic Theory of Risk and Insurance* (repr. 1951). Irwin, Homewood, EL.