

**INVESTMENT BEHAVIOR, FINANCIAL CONSTRAINTS AND MONETARY
POLICY – EMPIRICAL STUDY ON VIETNAM STOCK EXCHANGE**

HÀNH VI ĐẦU TƯ, HẠN CHẾ TÀI CHÍNH VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ
NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Hoang Thi Phuong Anh, Dinh Thi Thu Ha, Dinh Thi Thu Hien

University of Economics Ho Chi Minh City

anhbcdn@ueh.edu.vn

ABSTRACT

Using the data-set of 200 non-financial companies listed on HOSE and HNX for the period 2007 - 2016, this paper examines the effect of bank financing on corporate investment behavior and the extent to which bank financing affects corporate investment behavior in different monetary policy periods. By applying GMM method, the results find that company with more bank financing will reduce the proportion of investment, and in comparison with the period of loosening monetary policy, company tend to reduce its investments by bank loans in the period of tightening monetary policy.

Key words: *Investment behavior, bank financing, monetary policy, GMM model.*

TÓM TẮT

Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 200 công ty phi tài chính được niêm yết trên hai sàn chứng khoán HOSE và HNX trong giai đoạn 2007 - 2016 với mục tiêu xem xét ảnh hưởng của vay nợ ngân hàng đến hành vi đầu tư của các công ty và liệu trong mỗi thời kì chính sách tiền tệ khác nhau thì ảnh hưởng này có khác biệt gì hay không? Bằng việc sử dụng phương pháp GMM hệ thống, bài nghiên cứu tìm thấy rằng vay nợ ngân hàng càng tăng thì các công ty sẽ giảm mức độ đầu tư, và trong giai đoạn chính sách tiền tệ thắt chặt mức độ giảm đầu tư từ việc vay nợ ngân hàng nhiều hơn so với trong giai đoạn chính sách tiền tệ mở rộng. Đồng thời, bài nghiên cứu cũng tìm thấy sự khác biệt trong hành vi đầu tư của các doanh nghiệp khi phân loại theo tiêu chí quy mô, đòn bẩy và sự phụ thuộc vào ngân hàng.

Từ khóa: *Đầu tư, vay ngân hàng, chính sách tiền tệ, GMM.*

1. Introduction

Monetary policy affects the economy through various channels such as credit channels and interest rate channels (Chatelain et al., 2003). Understanding this transmission mechanism is essential for policy makers. In case of traditional interest rate channel, when the interest rate changes, cost of capital changes accordingly, thus affecting investment. Regarding to the credit channel, changes in market interest rates affect the balance sheet and net cash flow of firms in an inefficient market, this net cash flow in return will affect investment.

The corporate sector has an important influence on the real economy and financial stability through linkages with the banking sector and financial markets. The sensitivity of the corporate sector to the shocks not only affects the business cycle but also affects the capital structure. Enterprises with low debts and collaterals are more sensitive to interest rate shocks and to financial crisis. Moreover, short-term debts can amplify interest rate risks by reinvestment risks.

Understanding the effects of monetary policy on corporate investment decisions contribute to both theoretical and empirical analysis. Based on asymmetric information and agency problems, some theories such as pecking order theory show that the corporate financial model begins with retained earnings, followed by debts, and equity offerings (Myers, 1977; Myers and Majluf, 1984). Moreover, there are costs and distribution differences when a company use external finance from the bank. Contracts that do not have enough information can limit the ability of enterprises to access external financial funds, so it is difficult to have sufficient funding for profitable investment opportunities (Stiglitz and Weiss, 1981, Besanki and Thakor, 1987).

Researches on corporate funding, investment behavior and monetary policy have gained significant attentions from researchers; however most of them focus on developed countries such as Japanese studies (Fuchi et al., 2005), United States (Vijverberg, 2004), UK (Mizen and Vermeulen, 2005; Guariglia, 2008), Europe region (Bond with partners, 2003, Chatelain et al., 2003; De Haan and Sterken, 2011), Canada (Alivazian et al., 2005) and Spain (Gonzales and Lopez, 2007). Research on the linkages between corporate finance, investment and the monetary policy transmission mechanism in developing markets is more limited. However, the widespread of financial crisis in the developing markets have attracted more attentions among researchers, policy makers and economists on corporate finance, investment and monetary policy. Among the studies are Borensztein and Lee (2002) for Korea, Rungsomboon (2003) for Thailand, Perotti and Vesnaver (2004) for Hungary, and Firth et al. (2008) for China. Their results support the existence of credit channels in developing markets but shown variations across country and firm specific characteristics.

Numerous researches have been devoted to Vietnamese corporate investment decisions such as study on manager behaviors and investment activities in Vietnam (Nguyen Ngoc Dinh, 2015), effects of cash flow on investment decisions (Le Ha Diem Chi, 2016), the impact of excessive cash accumulation on financial decisions (Nguyen Thi Uyen Uyen, 2015), determinants of investment decisions of foreign enterprises in Kien Giang (Pham Le Thong, 2008). However, the number of studies examining the role of monetary policy on investment decisions is still limited; therefore, this research aims to fill the gaps in literature by examining the impact of short-term bank loans on corporate investment behavior under various monetary policies

2. Literature Review

The monetary policy transmission mechanism has attracted great attention from researchers and policy makers. First, monetary policy affects the economy through traditional interest rate channel: an expansionary monetary policy reduces interest rate; subsequently, cost of using external capital decreases will stimulate investments. Currency is a type of assets, in an open economy, foreign exchange rate is one of the traditional channels through which monetary policy affects international transactions, domestic production and prices (Deniz Igan, 2013). Numerous researches have been conducted to investigate the traditional transmission channels of monetary policy such as interest rates, asset prices and foreign exchange rates (Boivin, Kiley and Mishkin, 2010). The theory of interest rate channels assumes that financial intermediaries do not play important role in the economy. Bernanke and Gertler (1995-1983) show that the traditional interest rate channel relies on one of three following assumptions: (i) For borrowers: loans and bonds are perfect substitutions for internal financing (ii) For lenders: loans and bonds are perfect substitutions for internal financing. (iii) Credit demand is not sensitive to interest rates.

However, the effect of monetary policy on the economy is greater than what can be explained by traditional interest rate channel, researchers have identified other monetary policy transmission channels such as lending channels, balance sheet channels, and risk-taking channels. Mishkin (1996) suggests that monetary policy affect banks, thereby affecting bank loans or lending channels. This lending channel is based on the notion that banks play significant role in financial system due to the fact that the lending channel is suitable for most businesses that need financial funds. Bernanke and Gertler (1983) argue that the balance sheet channels relate to the impact of monetary policy on loan demand. Higher interest rates increase interest payments while reduce the current value of assets and collateral. This will reduce the credibility of assets leading to higher disparity when using external finance. Consequently, credit growth will be slower, aggregate demand and supply will decrease. In addition, Bruno and Shin (2015) offers a risk-taking channel related to changes in the demand of financial resources caused by policy changes, leading to the changes of risk of the banks and financial intermediaries Low interest rates encourage financial intermediaries to take more risks to seek higher profits.

Meanwhile, Bernanke and Gertler (1983) argue that according to credit channel theory, the direct effect of monetary policy on interest rates is amplified by change in the cost of using external capital showing the difference between the cost of using external funds (loans or equity offerings) and internal funds (retained earnings). Cost of external funds represents the inefficiency of credit market when there is a big difference between the expected return of lender (returns from interest expenses) and cost of borrowers (interest expenses). Therefore, a change in monetary policy may increase or decrease interest rates, thereby increasing or decreasing the cost of external capital, affecting credit supply. Credit channel is not an alternative for traditional monetary policy transmission mechanism, but through credit channel, the impact of monetary policy on the economy will be significantly increased. This theory examines the impact of disadvantageous shock that raises the interest costs borrowers have to pay resulting in the increases the external fund costs, and the mechanism of these adverse effects. Financial shocks can affect corporate sector by cutting credit for valuable trading and investment opportunities (Kashyap et al, 1991).

Monetary policy is an important macro variable affecting corporate investment decisions. Jing et al (2012) argue that expansionary monetary policy reduces financial constraints for private companies; however, this also leads to ineffective investments. In contrast, a good financial environment can help firms take advantage of investments, improve capital efficiency when they have better investment opportunities.

Monetary policy transmits to the economy through multiple channels such as currency channels (interest rates, foreign exchange, asset prices) and credit channels. According to classical economists, policy makers use leverage on short-term interest rates to influence capital costs, thus affecting commodity spending such as fixed assets, real estates, inventory. Changes in supply and demand affect the proportion of corporate investments. When the Central Bank raises interest rates, costs of debt financing as well as business financial constraints increase. Consequently, firm becomes more dependent on external funds and therefore reduces investment proportion due to the increase of capital costs.

Impact of monetary policy on corporate investment behavior through different channels gain great attention from researchers. Bernanke (1992) suggests the theory of monetary policy transmission channel considering the role of financial intermediaries in monetary policy transmission at micro level. Although theory of monetary policy transmission through credit channels is still controversial, this theory suggests that monetary policy affects the availability of financial resources by increasing or decreasing the supply of bank loans, thus affecting the supply of corporate investments. Bernanke (1995) argues that monetary policy influences long-term investments through interest rate and proportion of financial constraints. Chatelain and Tiomo (2003) argue that monetary policy affects corporate investments through interest rate channels, thus adjusting lending and borrowing costs, through credit channels this mechanism affects enterprise capital costs. Zulkhibri (2013) argues that monetary policy has a significant impact on the ability to access external funds when interest rates rise. Firms become more vulnerable, especially those with high leverage, internal capital becomes more important in the period of low liquidity.

Changes in monetary policy (for example, from loosening to tightening) will affect corporate investment opportunities and external financial constraints through credit and currency channels. Rational managers may consider adjusting their investment plans in response to these changes. From the view point of financial constraint of credit channel, in the period of tightening monetary policy, credit restriction and investment costs increase when credit supply decreases; according to NPV method and profit maximization theory, firms will reduce investment proportions in response to those changes. On the contrary, in the period of expansionary monetary policy, financial constraints and capital costs decrease due to the increase of credit supply, projects with negative NPV will become positive, firms will expand investments to maximize profits.

From the view point of monetary policy transmission, in the period of expansionary monetary policy, aggregate demand will increase when money base supply increases. Big companies expand productions and investment proportion due to increase of investment opportunities. In the period of tight

monetary policy, total demand decline and capital costs increase due to money supply decrease. Firms reduce investment proportions leading to a decline in investment opportunities. Monetary policy affects the economy directly and indirectly. An increase in interest rates will weaken the balance sheet by reducing net cash flow of interest rates and real asset value. This amplifies the impact of monetary policy on borrowers' spending. This impact process can also take place indirectly. Suppose that tight monetary policy reduces spending, decrease in cash flow and asset value will correlate with spending decrease, thus the balance sheet is affected, then the value is reduced afterwards. This indirect channel has significant impact since it considers that the influence of financial factors may occur later when a change in monetary policy occurs.

Monetary policy affects financial factors. First, financial theories of business cycle emphasize the role of borrowers' balance sheet (Bernanke and Gertler (1989), Calomiris and Hubbard (1990), Gertler (1992), Greenwald and Stiglitz (1993), Kiyotaki and Moore (1993)). These theories begin with the idea that inefficient markets make borrowers' spending depend on their balance sheet status because of the link between net asset value and credit terms. This leads to a direct financial transmission mechanism: changes in balance sheet change amplify changes in spending.

3. Methodology

3.1. Data description

The paper consists of 500 companies listed on two Vietnam stock exchanges: Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE) and Hanoi Stock Exchange (HNX) in the period 2007 - 2016. The companies are selected as follows:

- Excluding companies operating in banking sector, insurance sector, real estate sector, investment funds, securities companies. The sample only includes non-financial companies.

- Excluding companies that do not have enough financial statements in 10 years from 2007 – 2016, assuming that firms that do not have enough financial statements are newly established, newly equitized or unsatisfactory to operate continuously, the financial statements of these companies are different and difficult to assess.

Finally, a data set of 200 non-financial from 2007-2016, represent observation of 2000 company-year is collected. Data are extracted from audited financial statements and audited consolidated financial statements of companies collected from www.stox.vn and www.vietstock.vn.

3.2. Models

First, to examine the impact of short-term bank loans on corporate investment behavior under various monetary policies in Vietnam, we apply the empirical model of Bond et al. (2003) and Zulkhibri (2015) to estimate the technical method of error - correction, as follows:

$$I_{i,t}/K_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 * I_{i,t-1}/K_{i,t-2} + \alpha_2 * \Delta S_{it} + \alpha_3 * \Delta S_{i,t-1} + \alpha_4 * (k_{i,t-2} - S_{i,t-2}) + \alpha_5 * DEBT_{it} + DEBT_{it} * T + DEBT_{it} * (1 - T) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Where:

- I_{it} is company investment at time t, including capital expenditures on property, plant and equipment. It is measured by the proportion of firm capital expenditure on tangible fixed assets. This measurement is similar to the measurement in the researches of Kaplan and Zingales (1997), Chirinko, Fazzari and Meyer (1999), Bhagat, Moyen and Suh (2005), Love and Zicchino (2006), Moyen (2004), Odit et al. (2008), Nguyen Thi Ngoc Trang et al. (2013), Nguyen Ngoc Dinh (2015) and Zulkhibri (2015)

- $K_{i,t-1}$ is capital stock value. It is measured by book value of tangible fixed assets, this measurement is similar to the measurement of Odit et al. (2008), Nguyen Thi Ngoc Trang et al. (2013), Nguyen Ngoc Dinh (2015) and Zulkhibri (2015).

- S_{it} is calculated by natural logarithm of company revenue in which company revenue is measured by revenue/(1+ inflation)

- ΔS_{it} is the first difference of S_{it} , measuring the revenue growth rate. This measurement is similar to research of Zulkhibri (2015). $\Delta S_{i,t-1}$ is the first lag of ΔS_{it} .

- k_{it} is natural logarithm of K_{it} .

- $DEBT_{it}$ is ratio of short-term debt/total debt.

- The existence of adjustment costs is presented by error-correction behavior ($k_{i,t-2} - s_{i,t-2}$) in the research model, where $k_{i,t-2}$ and $s_{i,t-2}$ are the second lag of k_{it} and s_{it} respectively. The adjustment costs reflect capital stock adjustment toward the target level. The error-correction behavior requires that the coefficient α_4 should be negative to be consistent with the presence of adjustment cost, if the current capital is lower (higher) than its target level, investment may be higher (lower) in the future (Guariglia, 2008; Zulkhibri, 2015).

- T is a dummy variable indicating tight monetary policy in the period of 2010 - 2011 due to economy stabilizing, inflation controlling (Nguyen Thi Hai Ha, 2012), and in the period of 2007 - 2008 due to the global financial crisis, so T = 1 if the time under consideration is 2007, 2008, 2010, 2011 and otherwise T = 0. In those years, the interest rates are higher; therefore, the selection of these years as proxies for period of tight monetary policy is reasonable.

- (1 - T) is proxy for period of loosening monetary policy in 2009, 2012 - 2014, 2015. We consider these two periods when interest rates change to examine the effect of monetary policy on corporate investments.

Because the lagged value of dependent variables become explanatory variable, it is not possible to use OLS estimation to solve endogeneity in the regression model; instead, other methods such as: two-step regression, instrument variable regression, three-step regression, GMM can be used. However, due to the characteristics of our research data (high number of company (200 companies) but in short period (from 2007 to 2016, 10 years of observation), the GMM estimation method is appropriate (Mileva, 2007).

4. Results

4.1. Descriptive results

Table 1: Variables descriptive statistics

VARIABLE	MEAN	STD.DEV	MIN	MAX	OBSERVATION
INV	0.0298	0.1849	-0.7698	4.9482	1800
SIZE	26.6010	1.4429	20.9841	31.3219	1800
DENTASIZE	0.0999	0.3327	-2.8825	2.0376	1800
ERRORCORR	-0.0609	0.7483	-2.4543	3.3319	1600
DEBT	0.6233	0.3901	0.0000	1.0000	1800

Source: Author's calculation

Table 1 shows the descriptive statistics for the main variables. All variables are lagged 1, therefore the observation is reduced from 2000 at first to 1800, except the observation of ERRORCORR is 1600 since this variable is lagged 2. The mean and standard deviation of INV is 0.029 and 0.1849, respectively. It shows that the fluctuation of company investment is not too wide with the minimum value is -0.7698 and the maximum value is 4,9482. Mean and standard deviation of company's size (SIZE) is 26.6 and 1.4429 respectively; the minimum value is 20.98 and the maximum value is 31.32. In comparison to the company which have the mean value of cash flow is 0.1282 and standard deviation value is 0.1023, company which have the mean value of debt ratio is 0.622 and standard deviation value is 0.3901 exhibit more volatility of debt ratio than that of the cash flow.

4.2. The effect of external finance on corporate investment behavior by monetary policy transmission

Table 2: Results

<i>Dependent variable</i> $I_{i,t}/K_{i,t-1}$	Without monetary policy interaction (Model 1)	With monetary policy interaction (Model 2)
$I_{i,t-1}/K_{i,t-2}$	-0.008** (-2.32)	-0.010*** (-2.66)
ΔS_{it}	0.089*** (17.01)	0.096*** (16.12)
$\Delta S_{i,t-1}$	0.042*** (18.73)	0.043*** (18.5)
$k_{i,t-2} - S_{i,t-2}$	-0.013*** (-8.4)	-0.013*** (-8.56)
$DEBT_{it}$	0.022*** (-4.31)	
$DEBT_{it} * T$		-0.026*** (-4.28)
$DEBT_{it} *(1 - T)$		-0.020*** (-3.87)
α_0	0.019*** (5.66)	0.019*** (5.33)
AR(1)	0.002	0.002
AR(2)	0.771	0.755
HANSEN	0.274	0.259
OBSERVATION	1600	1600

Source: author's calculation and *, ** and *** indicates significance at the 10%, 5% and 1% level respectively

Table 2 presents the estimates of the monetary policy effect on corporate investment behavior. The AR test (1), AR test (2) and Hansen test show that GMM estimation method in Table 2 is appropriate. Specifically, the AR test (2) shows that there is no auto correlation phenomenon in the model (P-value > 5%), and Hansen test shows that the instrument variables do not correlate with the residuals (P-value > 5%). Investment models with and without monetary policy interaction show that the lagged value of investment, size and external finance are important determinants to investment in Vietnam.

Most coefficients of model 1 exhibit reasonable sign and statistical significance. The results show that external funding has a positive impact, and is statistically significant to investment capacity. This suggests that companies often rely on new loans to make new investments. The results are consistent with study of Harris et al. (1994) which suggests the relationship between external funds and investment behavior of large Indonesian companies. The estimated coefficient of $I_{i,t-1}/K_{i,t-2}$ negatively affects the investment proportion at the 10% significance level. This suggests that, when other factors remain unchanged, company funds for investment projects will be limited, in case company used too much funding to invest, it will have to invest less in latter period. This result is similar to the study of Zulkhibri (2015). The positive and significant coefficients of changes in revenue (ΔS_{it} and $\Delta S_{i,t-1}$) show the importance of accelerating sales in explaining investment behavior.

The estimated results of model 2 also show similar results. The most important finding of this study is the impact of monetary policy in different monetary periods. The effect of monetary policy on investment behavior in a tight monetary policy period is greater (coefficient of 0.026) than that in the loose monetary policy period (coefficient 0.020). When Vietnamese companies depend on external funds (in particular short-term debts), limited access to external finance during tight liquidity period can lead to a significant reduction in investment proportion. This result is consistent with the evidence of capital market imperfections and liquidity constraint (Fazzari et al., 1988; Bernanke & Gertler, 1989; Hoshi et al., 1991).

In addition, the ERRORCORR coefficient of models 1 and 2 are both negative and statistically significant at the 10% level, implying the existence of investment behavior adjustment costs. The results are similar to the study of Zulkhibri (2015).

4.3. Effect of external finance in monetary policy transmission mechanism to corporate investment behavior when company is financial constrained

Follow Fazzari et. al. (1988) and Zulkhibri (2015), we interact the financial DEBT in equation (1) with the dummy variable type of company (TYPE) implying the financial constraint degrees faced by companies to examine the effect of external and internal finance on investments. Our sample is divided into 3 categories: (i) Size (*large* if the average value of company size which is calculated by natural logarithm of total assets is in the upper 25% of distribution while *small* if firm natural logarithm of total assets is in the lower 25% of distribution) (ii) *bank-dependent* if firm ratio of short-term borrowing to total assets falls in the upper of 25% of distribution while *non-bank-dependent* if firm ratio of short-term borrowing to total assets falls in the lower 25 quartile of the distribution; and (iii) leverage (*high* if firm ratio of total debts to total assets falls in the upper 25 quartile of the distribution while *low* if firm ratio of total debts to total assets falls in the lower 25 quartile of the distribution).

In table 3, model 1 shows the results of company with size constraint; model 2 exhibits the results of company with leverage constraint and model 3 presents the results of company with or without bank-dependent constraint.

Table 3: Results of financially constrained firms

INV	Model (1)	Model (2)	Model (3)
INV(-1)	-0.008** (-2.18)	-0.007*** (-1.68)	-0.006 (-1.48)
DENTASIZE	0.094*** (13.9)	0.101*** (13.86)	0.085*** (11.97)
DENTASIZE(-1)	0.044*** (16.38)	0.039*** (12.65)	0.037*** (13.44)

ERRORCORR	-0.013*** (-8.25)	-0.012*** (-5.81)	-0.011*** (-6.61)
DEBT*LARGE*T	-0.036*** (-4.41)		
DEBT*SMALL*T	0.036 (1.3)		
DEBT*LARGE*(1 – T)	-0.015*** (-2.73)		
DEBT*SMALL*(1 – T)	-0.040*** (-4.04)		
DEBT*LOW*T		0.003 (0.2)	
DEBT*HIGH*T		-0.029*** (-3.29)	
DEBT*LOW*(1 – T)		0.058*** (6.04)	
DEBT*HIGH*(1 – T)		-0.032*** (-5.12)	
DEBT*NONBANK*T			-0.177*** (-2.65)
DEBT*BANK*T			-0.025*** (-3.39)
DEBT*NONBANK*(1 – T)			0.185*** (5.43)
DEBT*BANK*(1 – T)			-0.032*** (-5.64)
INTERCEPT	0.018*** (4.97)	0.019*** (4.82)	0.024*** (6.57)
AR(1)	0.002	0.002	0.002
AR(2)	0.795	0.775	0.465
Hansen	0.343	0.351	0.261
OBSERVATION	1600	1600	1600

Source: Author's calculation

Table 3 shows that in terms of the size, companies tend to reduce investment proportion regardless of company size and monetary policy regimes.

In terms of the leverage, in tight monetary policy period, high leverage companies tend to reduce the proportion of investment when the bank loans increased at the significance level of 10%. In expansionary monetary policy period, when short-term bank loans increase, low-leverage companies will increase investment while high-leverage companies will reduce investment. As can be seen that high leveraged companies will reduce investment proportion in both expansionary and tightening monetary

policy period when short-term bank loans increase. In expansionary monetary policy period, low-leverage companies tend to increase the proportion of investment when their bank debt ratio is high. Finally, in the tight monetary policy period, bank-dependent companies tend to reduce investment proportion when their short-term bank loans increase regardless of the extent to which company depend on the bank loans.

In the period of expansionary monetary policy, when firm short-term bank loans increase, non-bank-dependent company will increase investment proportion while bank-dependent company will reduce investment proportion.

5. Conclusion

This paper aims to evaluate the effect of short-term bank loans on corporate investment behavior in both tight monetary policy period and loose monetary policy period in 2007 - 2016. Based on the GMM method, our results show that companies with higher short-term bank loans tend to increase their investments. Simultaneously, when considering more monetary policy factors, the results show that monetary policy has more effect on corporate investment behavior in the tight monetary policy period compared to that in loose monetary policy period, implying that in the tight monetary policy period, company should limit its access to bank loans since increasing bank loans in this period makes the cost of capital higher resulting in ineffectiveness of investments. At the same time, it may increase the probability of company financial distress.

This study, however is subject to several limitations. Firstly, the data excludes non-financial companies. Secondly, research data categories are not divided by industry. Therefore, future studies may consider the effect of bank loans on corporate investment behavior in each period of monetary policy for financial firms since they are more vulnerable when the state changes monetary policies. At the same time, it is necessary to consider the effect of debt on investment behavior in the context of different monetary policies by firm industries. In addition, expanding research to consider the impact of financial crisis on the relationship between bank loans and corporate investment behavior is also interesting issue.

REFERENCE

- [1]. Aivazian, V. A., Ge, Y., & Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 277-291. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00062-2](http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00062-2).
- [2]. Bernanke, B., & Gertler, M. (1989). Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations. *The American Economic Review*, 79(1), 14-31.
- [3]. Bernanke, B. S. (1983). Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, No. 1054. doi: 10.3386/w1054.
- [4]. Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, No. 5146. doi: 10.3386/w5146.
- [5]. Besanko, D., & Thakor, A. V. (1987). Collateral and Rationing: Sorting Equilibria in Monopolistic and Competitive Credit Markets. *International Economic Review*, 28(3), 671-689. doi: 10.2307/2526573.
- [6]. Bhagat, S., Moyen, N., & Suh, I. (2005). Investment and internal funds of distressed firms. *Journal of Corporate Finance*, 11(3), 449-472. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2004.09.002>.
- [7]. Boivin, J., Kiley, M. T., & Mishkin, F. S. (2010). How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time? *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, No. 15879. doi: 10.3386/w15879.
- [8]. Bond, S., Elston, J. A., Mairesse, J., Mulkay, B., & xee. (2003). Financial Factors and Investment in Belgium, France, Germany, and the United Kingdom: A Comparison Using Company Panel Data. *The Review of Economics and Statistics*, 85(1), 153-165.

- [9]. Borensztein, E., & Lee, J.-W. (2002). Financial crisis and credit crunch in Korea: evidence from firm-level data. *Journal of Monetary Economics*, 49(4), 853-875.
- [10]. Bruno, V., & Shin, H. S. (2015). Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 71(C), 119-132.
- [11]. Carpenter, R. E., & Guariglia, A. (2008). Cash flow, investment, and investment opportunities: New tests using UK panel data. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1894-1906. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.014>.
- [12]. Chatelain, J.-B., & Tiomo, A. (2003). Monetary policy and corporate investment in France. *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, 187-197.
- [13]. Chatelain, J. B., Generale, A., Hernando, I., von Kalckreuth, U., & Vermeulen, P. (2003). New findings on firm investment and monetary transmission in the euro area. *Oxford Review of Economic Policy*, 19(1), 73-83.
- [14]. Lê Hà Diễm Chi (2016). "Ảnh hưởng của dòng tiền đến đầu tư": nghiên cứu trong trường hợp hạn chế tài chính". *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 118+119 27-37.
- [15]. Chirinko, R. S., Fazzari, S. M., & Meyer, A. P. (1999). How responsive is business capital formation to its user cost?: An exploration with micro data. *Journal of Public Economics*, 74(1), 53-80. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0047-2727\(99\)00024-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0047-2727(99)00024-9)
- [16]. Chittoo, M. P. O. H. B. (2008). Does financial leverage influence investment decisions? : the case of Mauritian firms. *Journal of business case studies*, 4(9, (9)), 49-60.
- [17]. Nguyễn Ngọc Định (2015). Hành vi của nhà quản lý và hoạt động đầu tư tại các doanh nghiệp Việt Nam. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 21(31), 51-56.
- [18]. Fazzari, S., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141-206.
- [19]. Firth, M., Lin, C., & Wong, S. M. L. (2008). Leverage and investment under a state-owned bank lending environment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 642-653. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.08.002>.
- [20]. Gertler, M. (1992). Financial Capacity and Output Fluctuations in an Economy with Multi-Period Financial Relationships. *The Review of Economic Studies*, 59(3), 455-472. doi: 10.2307/2297859
- [21]. Greenwald, B., & Stiglitz, J. (1993). New and Old Keynesians. *The Journal of Economic Perspectives*, 7(1), 23-44.
- [22]. Guariglia, A. (2008). Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: Evidence from a panel of UK firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1795-1809. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.008>.
- [23]. Nguyễn Thị Hải Hà (2012). "Hệ thống ngân hàng Việt Nam trước yêu cầu tái cấu trúc để phát triển bền vững". *Ngân hàng nhà nước Việt Nam*, 16, 6-9.
- [24]. Haan, L. d., & Sterken, E. (2011). Bank-Specific Daily Interest Rate Adjustment in the Dutch Mortgage Market. *Journal of Financial Services Research*, 39(3), 145-159. doi: 10.1007/s10693-010-0095-2
- [25]. Harris, J. R., Schiantarelli, F., & Siregar, M. G. (1994). The Effect of Financial Liberalization on the Capital Structure and Investment Decisions of Indonesian Manufacturing Establishments. *The World Bank Economic Review*, 8(1), 17-47. doi: 10.1093/wber/8.1.17.
- [26]. Hitoshi, F., Ichiro, M., & Hiroshi, U. (2005). A Historical Evaluation of Financial Accelerator Effects in Japan's Economy: Bank of Japan.
- [27]. Hoshi, T., Kashyap, A., & Scharfstein, D. (1991). Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 33-60. doi: 10.2307/2937905.

- [28]. Jing, Q. L., Kong, X., Hou, Q.C. (2012). Monetary policy, investment efficiency and equity value. *Econ. Res. J.*, 47(5), 96–106 (in Chinese).
- [29]. Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169-215. doi: 10.1162/003355397555163.
- [30]. Kashyap, A., K. & Stein, J., C. & Wilcox, D. W. 1991. "Monetary policy and credit conditions: evidence from the composition of external finance," Finance and Economics Discussion Series 154, Board of Governors of the Federal Reserve System (US).
- [31]. Kiyotaki, N., & Moore, J. (1997). Credit Cycles. *Journal of Political Economy*, 105(2), 211-248. doi: 10.1086/262072.
- [32]. Love, I., & Zicchino, L. (2006). Financial development and dynamic investment behavior: Evidence from panel VAR. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 46(2), 190-210. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.qref.2005.11.007>.
- [33]. Mishkin, F. S. (1996). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 5600*. doi: 10.3386/w5600.
- [34]. Mizen, P., & Vermeulen, P. (2005). Corporate investment and cash flow sensitivity: what drives the relationship? : European Central Bank.
- [35]. Moyen, S., & Sahuc, J.-G. (2005). Incorporating labour market frictions into an optimising-based monetary policy model. *Economic Modelling*, 22(1), 159-186. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2004.06.001>
- [36]. Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0).
- [37]. Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).
- [38]. Nguyễn Thị Ngọc Trang, Trần Thúy Quyên (2013). "Mối quan hệ giữa sử dụng đòn bẩy tài chính và quyết định đầu tư". *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 9(19), 10-15.
- [39]. Nguyễn Thị Uyên Uyên, Từ Thị Kim Thoa, Hồ Thu Hoài. (2015). "Mối quan hệ động giữa tính bất ổn trong dòng tiền và quyết định đầu tư". *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 116, 10-15.
- [40]. Perotti, E. C., & Vesnaver, L. (2004). Enterprise finance and investment in listed Hungarian firms. *Journal of Comparative Economics*, 32(1), 73-87. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jce.2003.09.009>.
- [41]. Phạm Lê Thông, Lê Khương Ninh, Lê Tấn Nghiêm, Phan Anh Tú, Huỳnh Việt Khải (2008). "Phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp ngoài quốc doanh ở Kiên Giang". *Tạp chí khoa học, Trường Đại học Cần Thơ*, 9, 102-112.
- [42]. Robert, E. C., Steven, M. F., & Bruce, C. P. (1998). Financing Constraints And Inventory Investment: A Comparative Study With High-Frequency Panel Data. *The Review of Economics and Statistics*, 80(4), 513-519.
- [43]. Rungsomboon, S. (2005). Deterioration of Firm Balance Sheet and Investment Behavior: Evidence from Panel Data on Thai Firms*. *Asian Economic Journal*, 19(3), 335-356. doi: 10.1111/j.1467-8381.2005.00216.x
- [44]. Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- [45]. Vijverberg, C.-P. C. (2004). An empirical financial accelerator model: Small firms' investment and credit rationing. *Journal of Macroeconomics*, 26(1), 101-129. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jmacro.2002.09.004>

[46]. Zulkhibri. (2013). Corporate Investment Behaviour and Monetary Policy: Evidence from Firm-level Data for Malaysia. *Global Economic Review*, 42(3), 269-290.

[47]. Zulkhibri, M. (2015). Interest burden and external finance choices in emerging markets: Firm-level data evidence from Malaysia. *International Economics*, 141, 15-33. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.inteco.2014.11.002>

**SUSTAINABLE EARNINGS AND FORECAST OF SUSTAINABLE EARNINGS:
CASE OF VIETNAM LISTED COMPANIES**

**LỢI NHUẬN BỀN VỮNG VÀ DỰ BÁO LỢI NHUẬN BỀN VỮNG: NGHIÊN CỨU
CHO CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM**

Nhung Hong Do, Nha Tue Van Pham, Hien Thu Thi Tran

National Economics University

nhungdh@gmail.com

ABSTRACT

The literature of earnings quality analysis in developed countries suggests earnings persistence as a noteworthy determinant of future earnings forecast and stock valuation. However, research of sustainable earnings in developing countries is still highly underdeveloped. The study was conducted to provide a comprehensive analysis of earnings persistence of business enterprises in Vietnam as an example of developing economies in South-East Asia. Firstly, by applying fixed effect regression model for 1,279 publicly traded companies (excluding banking and financial services firms) on Vietnam's Stock Exchange from 2008 to 2017, we found that the correlation between profit margin change and asset turnover change and the proportion of accruals in sales to have positive effect on earnings persistence while market concentration, capital intensity, correlation between earnings change and profit margin change, correlation between earnings change and asset turnover change, asset growth, correlation between directionally identical earnings/asset turnover changes and asset growth, past profitability, correlation between current and past profitability all had negative effect with different statistical significance levels. Such empirical results then provided the basis to measure the "Pers" index, which is the proxy of earnings persistence level. For Vietnamese listed firms, the average Pers index was estimated to be -0.0850 for the period from 2008 to 2010, indicating low level of earnings persistence. We also incorporated earnings persistence level into future earnings forecast, using the Pers index. Besides, the research was extended to examine the effects of two widely recognized influential factors (earnings volatility and accruals) on different aspects of earnings persistence. In particular, two additional dynamic regression models were used to examine the effects of earnings volatility on earnings persistence and earnings predictability of firms with the most extreme earnings volatility levels, and one additional dynamic regression model was used to examine the effect of accrual components on future earnings.

Key words: sustainable earnings, forecast of earnings persistence.

TÓM TẮT

Tổng quan nghiên cứu về chất lượng lợi nhuận của các doanh nghiệp tại các quốc gia đang phát triển cho thấy lợi nhuận bền vững là yếu tố quyết định, quan trọng để dự báo lợi nhuận và giá trị cổ phiếu trong tương lai. Tuy nhiên, nghiên cứu về lợi nhuận bền vững tại các nước đang phát triển vẫn còn nhiều hạn chế. Nghiên cứu này được thực hiện để cung cấp những phân tích tổng hợp về lợi nhuận bền vững của các doanh nghiệp tại Việt Nam, như một ví dụ cho các nền kinh tế đang phát triển ở Đông Nam Á. Thứ nhất, nghiên cứu kiểm định mô hình hồi quy tác động cố định cho 1.279 công ty niêm yết (không bao gồm các công ty tài chính và ngân hàng) trên Sàn Giao dịch Chứng khoán Việt Nam, giai đoạn từ 2008 - 2017, kết quả cho thấy có mối tương quan giữa thay đổi lợi nhuận biên và vòng quay tài sản, tỷ trọng doanh thu dồn tích có tác động tích cực đến lợi nhuận bền vững trong khi mức độ tập trung thị trường, quy mô vốn tương quan giữa thay đổi lợi nhuận và lợi nhuận biên, tương quan giữa thay đổi lợi nhuận và thay đổi vòng quay tài sản, tăng trưởng tài sản, tương quan giữa thay đổi tỷ suất sinh lời tổng tài sản và tăng trưởng tài sản, lợi nhuận trong quá khứ, mối tương quan giữa lợi nhuận hiện tại và quá khứ đều có tác động tiêu cực với các mức ý nghĩa thống kê khác nhau. Các kết quả thực nghiệm cũng đã cung cấp cơ sở để đo lường chỉ số của chỉ số Pers, với mức độ duy trì lợi nhuận. Đối với các công ty niêm yết tại Việt Nam, chỉ số Pers trung bình được ước tính là -0,0850 trong giai đoạn 2008 - 2010, kết quả này cho thấy mức độ bền vững của lợi nhuận vẫn còn thấp. Nghiên cứu cũng kết hợp mức độ bền vững lợi nhuận vào dự báo thu nhập trong tương lai bằng việc sử dụng chỉ số Pers. Bên cạnh đó, nghiên cứu còn được mở rộng để kiểm định chi tiết hơn tác động của 2 nhân tố quan trọng là mức độ biến động của thu nhập và các khoản lợi nhuận dồn tích tới các phương diện khác nhau của lợi nhuận bền vững. Cụ thể, 2 mô hình hồi quy trễ được sử dụng để kiểm định tác động của mức biến động lợi nhuận tới mức lợi nhuận bền vững và khả năng dự báo lợi nhuận đối với những doanh nghiệp có độ biến động lợi nhuận cực đoan nhất, 1 mô hình hồi quy trễ được sử dụng để kiểm định tác động của các bộ phận lợi nhuận dồn tích tới lợi nhuận tương lai.

Từ khóa: Lợi nhuận bền vững, dự báo lợi nhuận bền vững.

1. Introduction

Earnings persistence has been addressed in the literature of profit forecasting, which provides the basis for security valuation and business enterprise valuation. Investors wish to determine the fair price of stocks and thus identify the overpriced and underpriced stocks. They will subsequently select the underpriced stocks as investment targets. Therefore, the key question for every investor is how to determine stocks' fair prices. Basically, the fair price of a stock can be computed by applying various discounted earnings models, most of which require firm' future earnings prediction. Although the forecasting methods may vary, every prediction of future earnings starts with a review of current earnings. For a long time, it was believed that firms' earnings did not strictly follow "random walk" pattern, instead past earnings and future earnings are somehow correlated (Graham and Dodd, 1951; Ball and Watts, 1972). The likelihood of current earnings to be sustained in future is referred to as earnings persistence. *Ceteris paribus*, future earnings tend to be more assured when earnings are more persistent. Therefore, estimating earnings persistence and incorporating it should be an essential part of developing earnings prediction models.

Another approach towards earnings forecast based on sustainable earnings analysis was proposed by Frankel & Litov (2009) as they examined earnings predictability differences of firms with different levels of past earnings volatility. Their findings show that past earnings volatility negatively affected current earnings persistence, thus it could be used to predict future earnings. Frankel & Litov (2009) also confirmed the importance of sustainable earnings forecast for business enterprise valuation. Similarly, Moienadin & Tabatabaenasab (2014) proved the relationship between current and future earnings as well as the relationship between sustainable earnings and cash dividend ratio.

Previous studies in developed countries identified various influential factors of earnings persistence such as business cycles (Johnson, 1999); profit margin level (Eli Amir, Eti Einhorn, Itay Kama, 2012), etc. However, the influences of operating cash flow, accruals and profit margin changes on earnings persistence have not been analyzed in depth. In Vietnam, studies of sustainable earnings are also very limited as they mainly relied on the analyses of past profit growth rates and business environment to predict short-term future earnings, which involved subjective and intuitive assessment of the analysts. Besides, a few studies developed long-term earnings forecast models based on earnings' influential factors of firms in certain industries but the impact of each factor was not analyzed in detail.

For stock markets in developing countries, questionable accounting and financial information quality of business enterprises are still a potential trouble for investors, which calls for more advanced research. For instance, a number of Vietnamese listed companies were reported to have highly volatile earnings over time or even experience financial distress and bankruptcy due to unsustainable business operations and low predictability of future earnings, which gave way to security market shocks and investors' losses. In such a situation, investors are supposed to improve their perception of earnings persistence and its importance for future profitability forecasting and investment decision making. Nonetheless, research on earnings persistence in developing countries is apparently not so well-established as earnings persistence is sparsely and incomprehensively estimated and integrated into forecasting models of their business enterprises. Besides, there was no widely publicized research of influential factors of sustainable earnings in those countries either. As a result, our study was conducted as an attempt to cope with such research gap. As we focused on identifying the impacting factors of earnings persistence of publicly traded companies in Vietnam and subsequently examining the effect of earnings persistence on earnings forecast of those firms, we hope to contribute to the literature of sustainable earnings analysis in developing economies where a lot of investors are in need of a theoretically supported and practically applicable guidance for stock valuation and investment decision making.

In general, despite the underdeveloped literature of sustainable earnings in Vietnam, it is undeniably necessary to develop long-term sustainable earnings forecast model as firms' managers and investors can benefit from it in their decision making. Therefore, we conduct this research to firstly identify the influential factors of sustainable earnings, develop a proxy to measure firms' earnings persistence level, which will then be employed for future earnings forecast of business enterprises in Vietnam.

2. Literature and hypothesis development

Earnings persistence has its roots from works of profit and stock return forecast. In general, the ability of current earnings to be sustained in future is termed earnings persistence. To estimate earnings persistence, the following lag regression model was employed in early relevant works (Komendi and Lipe, 1987; Ou and Penman, 1989; Lev and Thiagarajan, 1993; Sloan, 1996):

$$E_t = \alpha_0 + \alpha_1 E_{t-1} + \varepsilon_t$$

Where E_t and E_{t-1} are respectively earnings of the current and previous periods. Firm's earnings of different periods are correlated if the slope coefficient α_1 is statistically significantly different from zero. α_1 closer to 1 indicates higher earnings persistence while α_1 being statistically insignificant or very close to 0 indicates random walk pattern of earnings over time. Till now, such approach is still the most commonly applied in the literature of earnings persistence estimation even though the measurement of earnings variable E may differ depending on researchers' perspectives (Abarbanell and Bushee, 1997; Fairfield et al., 1996; Chan et al., 2001; Fairfield and Yohn, 2001; Sloan et al., 2002; Fairfield et al., 2003). Moreover, Penman and Zhang (2004) extended the conceptual discussion of earnings persistence as they attributed the sustainable component of additional earnings to investment in net operating assets while earnings improvement due to change of return on assets is transitory or unsustainable.

Such conceptualization of earnings persistence/sustainable earnings has great contribution to the practice of asset valuation as it provides investors with a theoretical framework of forecasting future earnings which will subsequently be discounted to determine present value of the investment (Brownlee et al., 1990; Haskins et al., 1993; Kieso and Weygandt, 1995; Damodaran, 1999). Hence the practice of earnings prediction and asset valuation can benefit from improving earnings persistence and earnings quality (Dechow and Schrand, 2004; Richardson et al., 2005).

2.1. The influential factors of earnings persistence

Previous studies identify a number of potentially impacting factors of earnings persistence, which can be categorized into 3 groups: (Firm-specific) financial performance factors, (firm-specific) accounting methodology factors and industry characteristic factors.

(1) Financial performance factors

Earnings volatility is arguably the most studied factor. There are both theoretical arguments and empirical evidences for negative relationship between *volatility level* and earnings persistence although volatility level measurement may vary (Brooks and Buckmaster, 1976; Freeman and Tse, 1992; Das and Lev, 1994; Beaver et al., 1970; Dichev and Tang, 2004; Frankel and Litov, 2008). Such negative impact can be explained as the result of competition pressures in the market of investment assets, which makes extraordinary earnings unsustainable (Beaver et al., 1970). Chen (2004) took a further step as he not only examined earnings persistence effect of earnings volatility level but also that of *forces behind earnings volatility*, which are represented by the correlation between earnings volatility and profit margin changes as well as asset turnover changes. However, such novel approach has not been adapted much in later studies.

Asset growth may contribute to earnings persistence as well. As Penman and Zhang (2004) suggested, earnings increases are sustainable only if they are the result of additional investment in net operating assets. Chen (2004), Li (2005), Kocamis and Gungor (2016) integrated asset growth into their

earnings persistence model accordingly as an independent variable which is proven to have significantly positive sign.

In addition, **capital structure** also has well-developed theoretical framework for its effect on future earnings. Nonetheless, studies of capital structure's influence on earnings persistence are limited with unclear or non-unanimous conclusion. In the empirical research by Al-Momani (2017), three different capital structure ratios were employed but only one of them was proven to have statistically significant and positive effect on earnings persistence. Hogan (2013) also found capital structure to have significant effect on earnings persistence of a certain group of companies (not all companies in the sample) but such effect turned out to be negative.

(2) Accounting methodology factors

Previous works found that **the accounting of losses** can impact earnings persistence as some firms may recognize expected loss transactions in current period (Basu, 1997). Accounting conservatism also requires firms to recognize losses due to temporarily negative shocks on a timely basis while positive shocks' effects are only gradually recognized over several periods, making losses less long-lasting than profit. Therefore, losses are generally less persistent than profit in practice (Wang and Zhan, 2006; Narayanamoorthy, 2006).

Accounting methodology may also exert its influence on sustainable earnings via the formation of **accruals**. Empirical studies by Dichev and Tang (2004), Frankel and Litov (2008) both confirmed negative impact of accruals' amount on earnings persistence as there are potentially more subjectivity and mistakes by accountants in the accounting of accruals in comparison with cash flow accounting (Sloan, 1996; Xie, 2001; Ball et al., 2016). Darjezi (2016), Scott et al. (2005), Dechow and Ross (2005), Wang and Zhan (2006), Atashband (2004) took further step to investigate earnings persistence effect of accruals' certain aspects such as accruals' quality and their duration.

In contrary to accruals, the **cash flow** component of earnings was proven to positively influence earnings persistence (Dechow et al., 2008; Wang and Zhan, 2006; Atashband, 2004). Basically, accruals and cash flows can be regarded as the two integral components of earnings so when the cash flow component's weight increases, the weight of accruals must decrease (and vice versa) and they have opposite effects on earnings persistence. However, cash flow component is similar to accruals in the sense that not only their amount but also their quality can affect earnings persistence (Dichev and Tang, 2004).

(3) Industry characteristic factors

The structure of **market share** of an industry may affect sustainable of firms in such industry. According to Dechow et al. (2009), a firm's market share indicates its position in the industry and has positive impact on its earnings quality. Previous work by Chen (2004) also empirically proved positive correlation between firm's market share and its earnings persistence. Market share structure also implies **market concentration**. The fact that most of the market shares are acquired by a small number of firms signals high level of market concentration and those firms are more capable of sustaining their earnings thanks to their oligopolistic power. A few researchers hence attempted to empirically test earnings persistence effect of market concentration (Chen, 2004; Hogan, 2013) but most of them ended up with a statistically insignificant result.

Besides, **capital intensity** may represent industry's barriers to entry so intuitively higher capital intensity should result in more sustainable earnings for existing firms of the industry (Lev, 1983; Gregory et al., 2016). Nevertheless, the impact of capital intensity on earnings persistence is not widely examined in empirical studies yet.

In Vietnam, research on influential factors of earnings persistence is still very limited. The only notable paper was publicized by Nguyen et al. (2014), who studied the impact of accruals accounting on

sustainable earnings, but their earnings persistence model did not fully incorporate all the potential impacting factors as suggested in the literature. There are a few studies about influential factors of earnings quality (Le et al., 2013; Duong, 2013; Bui and Nguyen, 2018) but none of them explicitly integrated earnings persistence as the dependent variable in their research models. The lack of a comprehensive study of influential factors of earnings persistence hence implies a considerable research gap in Vietnam as well as other developing countries.

As a result, our study makes a comprehensive effort in examining the influential factors of earnings persistence in Vietnam by testing the hypothesis that earnings persistence of Vietnamese listed companies is influenced by all three groups of factors: ***Financial performance factors, accounting methodology factors and industry characteristic factors (Hypothesis 1)***. In particular, to investigate the potential impact of earnings volatility, the approach by Chen (2004) was adapted to analyze the relationships between earnings volatility's driving forces and earnings persistence in depth. Besides, as profitability is proxied by return on operating assets instead of net income, the potential effect of financial leverage is removed and thus not needed to be integrated into the model.

2.2. Earnings persistence and earnings forecast

Although earnings persistence has been empirically widely proven to affect future financial performance, works of earnings forecast are largely yet to implicitly employ earnings persistence as the basis for earnings forecast. For instance, a wide range of typical studies by Jackson (2017), Khalai and Zabihi (2016), Demmer (2015), Evans et al. (2017), Fairfield and Yohn (2001), Esplin et al. (2013), Bauman (2013), Schröder and Yim (2016), Jin (2017) applied various mathematical and statistical methods such as time series regression, earnings disaggregation using DuPont equation or financial and non-financial factor regression analysis to forecast earnings but did not emphasize the allegedly important role of earnings persistence in earnings forecast. Those studies actually intended to examine the efficiency of different forecasting methods and forecasting models in which earnings persistence was not regarded as a variable of interest or even non-existent.

Meanwhile, there is just a highly limited number of earnings forecast studies relying on earnings persistence analysis with certain drawbacks. In particular, the research by Penman and Zhang (2004) made an effort to correlate earnings persistence's influential factors with future earnings volatility but such attempt served only as an intermediate step to achieve their ultimate research objective which is to explain the fluctuations of P/E rather than to predict future profit. Dichev and Tang (2008), Frankle and Litov (2008) also studied the impact of earnings volatility on earnings predictability by comparing earnings predictability across groups of companies with different earnings volatility without constructing an implicit earnings persistence-based forecasting model. Other studies mostly based on analysis of past profitability and allegedly influential factors of sustainable earnings as cash flows and accruals to make predictions of future profitability (Sloan et al., 2002; Fairfield and Yohn, 2003; Atashband, 2004). Chen (2004) was the only one to create a proxy which comprehensively represented earnings persistence and incorporated it into his future earnings forecasting model. The proxy can be calculated based on regression coefficients and values of independent variables of earnings persistence's impacting factors analysis model. The proxy was empirically proven to be statistically significant too. Nevertheless, that research by Chen (2004) was the only one to achieve such feat.

In Vietnam, studies of financial performance forecast are not widely publicized and those applying earnings persistence to forecast future earnings are extremely rare. Those studies apparently have underdeveloped content and methodology as their results are not yet internationally recognized. For example, Nguyen et al. (2014) found cash flow component of earnings to have higher persistence level than accruals and positive effect on earnings forecast accuracy but did not develop an earnings forecast model implicitly based on earnings persistence. A few other studies developed earnings or cash flow

forecast models but did not integrate earnings persistence into the model, with their results presented only in working papers or internally circulated research reports of some domestic educational institutions so the research quality was still unconfirmed. In short, earnings persistence is yet to be comprehensively and thoroughly applied as the basis of works on future earnings forecast in Vietnam.

In summary, the problem of forecasting earnings based on earnings persistence analysis is still not fully resolved even in developed countries. In Vietnam as well as other developing countries, there is even a bigger gap in the literature of sustainable earnings analysis and earnings prediction which needs to be addressed and filled. Therefore, our research is conducted to develop a profitability forecasting model based on earnings persistence analysis of Vietnamese listed companies. Following previous studies especially the research by Chen (2004), we hypothesize that *earnings persistence level of Vietnamese listed companies can be determined by analyzing sustainable earnings' influential factors (Hypothesis 2)*. Another proposed hypothesis is that *future profitability of those firms can be forecasted based on their sustainable earnings analysis (Hypothesis 3)*. Profitability forecasting method and forecast error analysis method are adapted from Dichev and Tang (2008). Our contribution is to expand the literature of examining sustainable earnings' impacting factors and applying earnings persistence to predict future earnings, which is still highly insufficient in Vietnam and other developing countries.

3. Methodology

3.1. Research models and variables

The model is approached to analyze the persistence profit of listed companies on the Vietnamese stock market by offering factors that affect sustainable profitability and assess its impact on the sustainable of corporate profits. From the identification of influencing factors and impact level on sustainable profits, the study provides a method to estimate the sustainability of corporate profits and hypothesize that sustainable profits are one of factors which help predict the profitability of businesses in the future. *Based on the literature review, the factors affecting sustainable profitability of enterprises are categorized into 3 main groups as follows:*

Firstly, the group of influential factors representing industry characteristics:

Table 1: Industry characteristics -based independent variables

Variable	Formula	Notation	Predicted sign	Sources
Market Share	$\frac{\text{Corporate income}}{\text{Industry income}}$	MS	(+)	(Patricia M. Dechow, Weili Ge, 2006), (Patricia M. Fairfield, Teri Lombardi Yohn, 2001)
Herfindahl Index	HERF = Sum of squared market shares in the industry	HERF	(+)	(Lev, 1983), (Chen, 2004), (Alan Gregory, Julie Whittaker, Xiaojuan Yan, 2016), (Richard Frankel, Lubomir Litov, 2009)
Capital Intensity	$CI = \frac{\text{Depreciation, depletion expenses}}{\text{Sales}}$	CI	(+/-)	(Lev, 1983), (Johnson, 1999), (Alan Gregory, Julie Whittaker, Xiaojuan Yan, 2016), (Richard Frankel, Lubomir Litov, 2009)
Firm Size	$SIZE = \ln(\text{Assets})$	SIZE	(+)	(Lev, 1983), (Richard Frankel, Lubomir Litov, 2009), (Chen, 2004)

Secondly, the group of influential factors representing the financial situation and performance of the business.

Table 2: Financial Statement Fundamentals-based independent variables

Variables	Formula	Notation	Predicted Signs	Sources
Profit Margin Dummy	= 1 if the yearly change of profit margin is in the same direction as the yearly change in earnings, and 0 otherwise, where profit margin= operating income after depreciation/Sales	DPM	(+/-)	(Tugce Uzun Kocamis, Aysegul Gungor, 2016), (Chen, 2004), (Stephen H. Penman, Xiao-Jun Zhang, 2004)
Asset Turnover Dummy	= 1 if the yearly change of asset turnover is in the same direction as the yearly change in earnings, and 0 otherwise, where asset turnover= Sales/Assets.	DATO	(+/-)	(Chen, 2004), (Li, 2005), (Stephen H. Penman, Xiao-Jun Zhang, 2004)
Growth in Assets	$(Assets_t - Assets_{t-1})/Assets_{t-1}$	GA	(+/-)	(Chen, 2004), (Tugce Uzun Kocamis, Aysegul Gungor, 2016), (Li, 2005)
Interactive Effect of PM and ATO Dummy	= 1 if yearly changes of profit margin and asset turnover are in the difference direction, and 0 otherwise.	DPMATO	(-)	(Chen, 2004), (Patricia M. Dechow, Catherine M. Schrand, 2004)
Interactive Effect of ATO and GA Dummy	= 1 if yearly changes of asset turnover and earnings are both positive, but growth in assets is negative; or if yearly changes of asset turnover and earnings are both negative, but the growth in assets is positive, and 0 otherwise.	DATOGA	(+)	(Chen, 2004), (Stephen H. Penman, Xiao-Jun Zhang, 2004)

Thirdly, the group of influential factors representing the accounting method of the enterprise.

Table 3: Accounting Methodology-based independent variables

Variables	Descriptions	Notation	Predicted Signs	Sources
Absolute Value of Accruals	= Absolute value of accruals/Sales, where accruals= Change in Current assets – Change in cash/cash equivalents – (Change in current liabilities – Change in debt included in current liabilities – Change in income taxes payable – Depreciation and amortization expense	ACCR	(-)	(Chen, 2004), (Narayanamoorthy, 2006), (Richard Frankel, Lubomir Litov, 2009), (Srinivasan Rangan, Richard G. Sloan, 1998)
Loss Dummy	= 1 when Earnings is negative, and 0 otherwise	LOSS	(-)	(Chen, 2004), (Johnson, 1999), (Nilabhra Bhattacharya, Hemang Desai, Kumar Venkataraman, 2012)
Decrease Dummy	= 1 when Change in Earnings is negative and zero otherwise	DECR	(-)	(Chen, 2004), (Johnson, 1999), (Nilabhra Bhattacharya, Hemang Desai, Kumar Venkataraman, 2012), (Srinivasan Rangan, Richard G. Sloan, 1998)

Firstly, those independent variables are incorporated into the following model (**model 1**) to estimate the relationship between the aforementioned factors and the transitory component of standardized annual profit.

Model 1:

$$SUE_{(t-1)} = a_0 + \sum_n^{i=1} (b_i \times F_{(i,t-2)}) + \left(c_0 + \sum_n^{i=1} (c_i \times F_{(i,t-2)}) \right) \times SUE_{(t-2)} + \varepsilon_{(t-1)}$$

Where SUE is the difference of standardized annual profit scaled by total assets; F_i are factors affecting the sustainability of profits which are divided into 3 groups as described above.

Subsequently, the estimation results of model 1's regression coefficients are used to calculate the profit's persistence index, which is denoted as "Pers", as follows:

$$Pers_t = c_0^{t-1} + \sum_{i=1}^n c_i^{t-1}$$

The "Pers" index is then incorporated into sustainability measurement model which is used to estimate the impact of earnings persistence determinants on future earnings:

$$SUE_{t+k} = a_k + b_k \times SUE_t + \varepsilon_{t+k} \quad (1.1)$$

$$SUE_{t+k} = a_k + b_k \times SUE_t + c_k \times Pers_t + d_k \times Pers_t \times SUE_t + \varepsilon_{t+k} \quad (1.2)$$

Model 1 is employed as the "key" model of our research as it provides a comprehensive estimation of potential influential factors of earnings persistence. The discussion section of this paper will concentrate on the estimation results of this model. In addition, we also develop three other models (Models 2, 3 and 4) to investigate the effects of some significant factors on different aspects of earnings persistence in more detail. These models are described below.

As earnings volatility is one of the most specifically researched and universally recognized influential factors of profit sustainability in the literature, it makes sense to examine the effect of earnings volatility on future profit in the context of emerging markets which may differ from developed markets. We employ an additional model (**model 2**) for this purpose:

$$\text{Model 2: } Earnings_{i,t+k} = \alpha + \beta \times Earnings_{i,t} + \varepsilon_{i,t+k} \quad k = 1 \rightarrow 5 \quad (2)$$

The earnings variable in the model is earnings before extraordinary item deflated by average total assets. The examination of earnings volatility's effect on future earnings is conducted rather indirectly. Instead of directly incorporating a proxy for earnings volatility into the model, we divide the sample of selected firms into quintiles based on their earnings volatility levels in each year, which is calculated as earnings' standard deviation in the last 5 years. We then run regression model (2) for the first quintile (firms with lowest earnings volatility) and fifth quintile (firms with highest earnings volatility) only. Subsequently, we compare the value of beta coefficients of the two regression models and test the statistical significance of their difference. The purpose of this model is to examine whether difference in earnings volatility actually causes difference in future earnings, particularly for the groups of firms with the most extreme earnings volatility.

Besides, we expand the investigation of earnings volatility's effect on earnings predictability by examining the relationship between earnings volatility and future earnings forecast error. **Model (3)** is developed for this purpose.

$$\text{Model 3: } FE_{t+1} = b_1 + b_2 \times High_{V_{olt}} + b_3 \times FE_t + b_4 \times High_{V_{olt}} \times FE_t \quad (3)$$

Where High_volt is the dummy variable which is equal to 1 for firms in the highest quintile of earnings volatility and 0 for firms in the lowest quintile (firms in other quintiles are not considered); FE is the forecast error which is equal to the difference between the actual profit and the median of the forecasted profit before the actual profit is announced. This model helps to examine whether difference in earnings volatility actually causes difference in earnings forecast errors (hence difference in earnings predictability), particularly for firms with the most extreme earnings volatility.

Aside from earnings volatility, accruals are also another common influential factors of earnings persistence in the literature. Therefore, it is necessary to investigate the influence of accruals on future earnings in more detail by breaking down accruals into components and examine each component's earnings persistence effect. **Model 4** is developed for this purpose.

Model 4: Testing the role of accruals' components in predicting future profits

$$NI_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times CACC_t + \alpha_2 \times NCACC_t + \alpha_3 \times FCF_t + u_t \quad (4)$$

The variables in model 4 are defined as follows:

CACC: Short-term accrued profit from business activities = $[\Delta (\text{Short-term assets} - \text{Cash and cash equivalents}) - \Delta (\text{Short-term debts} - \text{Short-term loans})] / \text{Total average assets}$

NCACC: Long-term accrued profits from business activities = $[\Delta (\text{Total assets} - \text{Short-term assets}) - \Delta (\text{Total debts} - \text{Short-term liabilities} - \text{Long-term borrowings})] / \text{Total average assets}$

FCF: Free cash flow / Total average assets

3.2. Sample selection

The dataset of 1,278 businesses collected as of December 2018 is divided into 9 sectors by Industry Classification Benchmark. In this study, companies in finance, banking and insurance sectors are excluded. This exclusion is appropriate because businesses in these sectors are very different from the rest of the businesses., businesses have historical data less than 4 years are also excluded.

Chart 1: Number of companies in sectors from 2007 to 2017

	007	008	009	010	011	012	013	014	015	016	017
Basic Materials	67	92	108	119	132	143	157	166	166	164	162
Consumer Goods	104	142	154	160	176	192	202	211	215	214	209
Consumer Services	42	61	73	77	88	94	102	109	110	113	114
Health Care	25	35	38	42	45	47	51	51	50	53	53
Industrials	260	355	406	450	484	504	523	568	575	582	579
Oil & Gas	5	6	6	6	7	8	9	10	10	10	10
Technology	21	24	28	28	27	27	28	29	29	29	29
Telecommunications	2	2	5	5	5	5	5	7	7	7	7
Utilities	31	45	52	59	73	91	95	110	112	112	115
Total	557	762	870	946	1,037	1,111	1,172	1,261	1,274	1,284	1,278

Source: FiinGroup Joint Stock Company

Number of enterprises allocated by sector and year respectively. The number of companies by sector increased every year. Enterprises in the Industrials sector account for the majority (45% -48%) and the number of enterprises in the Telecommunications industry accounts for less than 1% in the data set.

3.3. Analysis techniques

With large, complex and observations sample and tabulated for all listed companies in the Vietnamese stock market, the Fixed Effects and Random Effects regression methods are selected.

$$y_{it} = \beta_1 X_{it1} + \beta_2 X_{it2} \quad i=1, 2, \dots, N \text{ and } t=1, 2, \dots, T$$

The error of the model is split into two parts: $\mu_{it} = \vartheta_i$ where is the unobserved differences between the objects but does not change over time, t is the other unobserved elements between objects and change over time.

We used Hausman Test to determine an appropriate estimation method between fixed impact and random impact model of data table. Hausman Test propounded two theories about the correlation among the independent variables of the model which was given in the study (Hausman, 1978) on the basis of inheritance and development from theories in the study (Wu, 1973). Fixed Effects Regression is selected.

On the basis of identifying the factors which affected the sustainability of profit in model 1 and special character of the business, the sustainability level was verified through Pers index in model (1.3). This was an important indicator to estimate the sustainability level as well as the volatility of the index in the data table, which brought many statistical and economical significance.

The profit forecast: Used a combination of analysis according to the degree of influence which divided by the quintile of the factors and changed the time period to assess the predictability of each element in the **model (2) and (3)**. The quintile regression model divided the data into 5 equal parts ($k = 1, 2, 3$ or 4) and conducted each section independently to see the difference in each percentile, thence assessed the factors' influence to the specific model. This was the way for investors to forecast the profit easily in the short-term and long-term and evaluated the accuracy of forecasting models in each different level (Roger, 2005) and (Furno Marilena, 2018).

Additionally, the authors used the **model (4)** to evaluate the impact of the past profits elements to the future profits through testing fixed and random effect model, tested according to the sustainable impact model with data tables Ilia D. Dichev & Vicki Wei Tang (2008). From the results of model (4), the correlation among three factors: the profit elements, current profit and future profit were more comprehensively identified. In addition, this regression also provided a comparison of the possibility of regression in the past with Pers index in the model (1.3), thence helped investors to get the most effective forecasting tool when making decisions.

4. Results and Discussion

4.1. Estimating sustainable earning for listed firms on Vietnam Stock Market

The impact of factors estimation on the profitability of enterprises through Fixed effects model and Random effects model showed that all factors affect the fluctuation of the difference of annual profit, in which there are 8 negative impact factors (coefficient with negative sign) and 2 positive impact factors (coefficient with positive sign). This showed that the level of fluctuation of marginal profit depends heavily on the value of SUE in the previous year (the coefficient is 1.2355) and the impact level of the factors which have absolute value less than 1 and range from -0.8347 to 0.1686. Typically, we can see a lot of factors that have a significant impact on the profit volatility level, such as the correlation between the profit fluctuation and the assets turnover in the same period (-0.8347) and the relationship between income of enterprises in the last 2 years (-0.8219). This is not appropriate with the results presented in the study of (Chen, 2004) - most of the factors have a positive impact and with a large coefficient on the marginal profit fluctuation.

Table 4: Factors affecting company's persistence of profit

	Fixed-Effects		Random-Effects	
	Mean Coef.	t-stat	Mean Coef.	t-stat
SUE _{t-2}	1.2355	20.90	0.9820	18.81
HERF*SUE _{t-2}	-0.0243	-0.27	-0.0673	-0.83
CI*SUE _{t-2}	-0.4459	-2.48	-0.1985	-1.19
DPM*SUE _{t-2}	-0.1169	-3.29	-0.1881	-5.89
DATO*SUE _{t-2}	-0.8347	-20.88	-0.7945	-22.56

GA*SUE _{t-2}	-0.0003	-0.04	-0.0102	-1.51
DPMATO*SUE _{t-2}	0.1686	4.14	0.1027	2.77
DATOGA*SUE _{t-2}	-0.4471	-14.34	-0.6399	-22.75
ACCR*SUE _{t-2}	0.0118	1.02	0.0106	0.99
LOSS*SUE _{t-2}	-0.8219	-13.48	-0.5259	-10.59
DECR*SUE _{t-2}	-4.0548	-16.37	0.0098	0.32
Mean R	0.1793		0.1687	
Total variables	7,517		7,517	

The results of the authors group

Sustainability of corporate profits is measured by Pers index. The trend of profit change is reflected in whether the changeable of marginal profit, the fluctuations in margins are positive or negative, and how they affect investors' choices. Pers results showed that the sustainability of the corporate profits on the Vietnam Stock Market was quite diverse and varies widely, from -3,8250 to 2,4368. The average value of Pers by -0.0850 showed the marginal profit fluctuation was not too large. This result is in contrast to the study of (Chen, 2004). In order to have a deeper perspective on sustainable measures across the Vietnam Market, the authors estimated Pers index of businesses by business sectors.

Table 5: Estimate Pers by industry

	Obs	Mean	n	Max
Basic materials	1.300	0.4025	-9.7910	7.2106
Consumer goods	1.748	0.0511	-12.9768	352.3363
Customer service	862	-0.0958	-88.8640	18.1120
Health care	431	-1.7140	-250.854	12.2616
Industry	4.633	-0.3715	-2.9395	22.4686
Oil and gas	76	0.3890	-2.0384	6.0680
Technology	268	0.1013	-2.4451	8.3959
Telecommunication	48	1.2317	-7.3439	11.3894
Utilities	756	0.2014	-15.8478	77.1564

The results of the authors group

Although the market's Pers index is negative, most industries are positive, except for the health care. Industry includes 579 firms, accounting for 45.3% of the number of Vietnamese listed firms. Therefore, the industry Pers is -0.3715 which has a strong impact on the index, leading to the negative overall market index.

In contrast to the basic materials industry, the Pers index is 0.4025. The industry's Perspective is much higher than the market-wide Pers. This result is consistent with previous studies measuring the specific nature of the basic materials industry (Chen, 2004). Consumer goods industry with 209 firms. This day has positive Pers + 0,01111, but quite close to the market value of Pers, expressing a high level of reliability, or in other words, consumer goods has a quite sustainable profitability.

In addition, a particular industry of Vietnam's market is oil and gas industry. The industry's Pers index is +0.3890. This value is quite large, reflecting the high level of profitability of the whole industry

compared to the entire Vietnam market. It can be seen that competitive factors and advantages of business conditions also create a certain sustainability of profits of businesses.

4.2. Predict future profits based on the sustainability of profits

Model (2) is selected regressively to directly assess the future self-predictability of profit margins and the ability to predict future profits based on the sustainable profitability index calculated from the above, this is the simplest model but can also contain many defects and give inaccurate results.

Table 6: Regression model results (2)

	k=1	k=2	k=3	k=4	k=5
<i>Model (2.1)</i>					
a_k	11.6656	9.2327	11.9370	8.7115	10.6572
t-stats	5,20	3.78	3.14	2.75	2.95
b_k	-0,1007	-0.0191	-0.1851	0.0596	0.0292
t-stats	-9,22	-1.49	-9.11	2.46	1.05
Mean Adj-R	0,3100	0.1046	0.0815	0.0839	0.0825
<i>Model (2.1)</i>					
a_k	14.4126	6.8958	11.8774	5.2741	6.9957
t-stats	6.42	2.81	3.15	3.17	1.94
b_k	-0.0582	-0.0893	-0.1809	0.0171	-0.0011
t-stats	-5.20	-6.32	-8.52	0.69	-0.04
c_k	-3.3151	-0.7189	1.2004	1.4570	1.2306
t-stats	-4.15	-0.17	0.25	0.27	0.20
d_k	0.3053	-0.2797	-0.0068	-0.4757	-0.5328
t-stats	15.54	-11.82	-1.05	8.61	1.94
Mean Adj-R	0.4910	0.0633	0.0817	0.0056	0.0708
Total variables	8,761	7,435	6,199	5,093	4,042

The results of the authors group

The results of the model (2) as an origin point to evaluate the regression results of the model (3). The results are significant in predicting the profitability of businesses with the base year to year forecast of 1 to 5 years, respectively. The values of autocorrelation coefficients b_k (-0.1007, -0.0191, -0.01851, 0.0596, 0.0292 with k equals 1, 2, 3, 4, 5 respectively) show the different from (Chen, 2014). The autocorrelation coefficient $b_1 = -0.1007$, this value is close to the average of Pers variable calculated in the model (1). This suggests that Pers index reflects quite accurately the firm's profitability in the short-term. The sign (-) of the correlation coefficients also shows the concern about future profitability changes when all indications of future decline. This result is supported by previous studies (Chen, 2004), Dichev & Vicki Wei Tang (2008), Frankel & Litov (2008).

Results table Model (3) is the result of regressing SUE_{t+k} variable according to the variables SUE_t , $Pers_t$ and the product of the above two variables to evaluate the ability of $Pers_t$ variable in assessing the

sustainability of profit. The coefficient d_k is expected to be 1 because then $Pers_t$ - the variable formed from the SUE self-regression model - will fully reflect the change in SUE's self-regression structure. At the same time, the index b_k - coefficient of the $Pers_t$ variable - is expected to be 0. From the model results we see that with $k = 1$, the 2 coefficients b_k and d_k are all near the expected threshold ($b_1 = -0.0582$ and $d_1 = 0.3053$). With $k = 2,3$ b_k falling to a negative level ($-0.0893, -0.1809$) this indicates a negative sign when both the sustainability of the profit lies at a negative level and may have negative impacts on firm. with $k = 4,5$, b_k gives a better value, this is a very positive thing to show predictability and meet the expectations of the model. The value of d_k at $k = 2,3,4,5$ all returns to the negative level, which is the negative value that is misleading for future earnings forecast of the business.

4.3. Determine the relationship between the volatility of profit and the ability to forecast profits

4.3.1. Profit forecast by quintile

Model (2) is a model that evaluates the self-predictability of profit based on the profit of the previous period. The results of the quintile regression are as follows:

Table 7: Results for the earnings persistence regression

Quintile	β			
	Earnings volatility	Absolute amount of accruals	Earnings level	Cash flow volatility
Quintile 1	0.8053	0.6646	0.7216	0.6199
Quintile 2	0.8433	0.6646	0.7140	0.6674
Quintile 3	0.8128	0.6809	0.8241	0.8115
Quintile 4	0.6790	0.6814	0.8316	0.8733
Quintile 5	0.6536	0.7769		0.8313
Difference	0.1517	-0.1123	0.7509	-0.2114

The results of the authors group

The result of the regression regression β across the whole market is 0.8241, indicating a negative relationship between the hypothesis of profit volatility and the sustainability of firm profitability. The above results also show that the level of volatility of profits and profits positively affects the sustainability of profits. On the contrary, the accrued profit and the movement of operating cash flow negatively impact the sustainability of these businesses. Also from this result shows that the percentile 1 to the 5-indicator unit of profitability according to the fluctuation of profit and the fluctuation of cash flow of business operations. This result also confirms the contradictory law between maximizing profitability and increasing the solvency of businesses in Ross corporate finance management (2016). Meanwhile, the prediction results based on the units based on profitability are presented in Table 4.16, showing a sustainable index of volatility fluctuations between units and adjusted R2 from 0.2698. in percentile 1 down to 0.4083 in percentile 4 and decrease to 0.3663 in percentile 5. The significance of the independent variable is larger than the running model according to the quintile of the accrued profit. This result is similar to the test result of (Tang, 2008) when showing the ability to predict profitability based on profit level and adjusted R2 to the highest level in the average units Dichev & Vicki Wei Tang (2008), Frankel & Litov (2008).

From the forecast of sustainable profits according to the quintile, long-term profit forecasts help to make judgments about the stability of profitability of businesses. Forecasting profits in the long term (5 years) is as follows:

Table 8: Model regression results table (3)

	β	Adj-R
Market overall	2.6903	0.3938
Maximum fluctuations	2.2152	0.1221
Minimum fluctuations	3.0434	0.3038

The results of the authors group

From the regression results, the indicators reflect quite accurately and in accordance with the theory of economics and statistics. Businesses with large profit fluctuations have a lower level of sustainable profitability than many businesses with stable profits. For the whole market, this index is quite high, close to the group of businesses with the most stable profit and the significance level is also very high (0.3938), which shows that despite the overall profit index is negative. But in the long term, it is still possible to make positive comments and expectations for the profit of the market.

4.3.2. Test the role of components of past sustainable profits in predicting future profits

From the regression results, the P-value of all variables is less than 0.05, indicating significant variables affecting the dependent variable NI. The statistic value t must be higher than 1.96, and the variables will satisfy this. Therefore, the variables have a significant influence on the dependent variable, the higher the t-statistic value shows, the greater the correlation between that variable and the dependent variable (NI). Realizing that $t_{FCF} = 34.1$ is higher than $t_{CACC} = 22.56$ and $t_{NCACC} = 5.61$, so the effect of free cash flow is higher than short-term accrued profit from business activities in a suitable future profit forecast. with the Examining the Earnings Persistence and Its Components results in Explaining the Future Profitability (Mahmoud Moienadin, Zohre Tabatabaenasab, 2014) Armita Atashband (2014).

Table 9: Regression results model (4)

Variable	Mean Coef.	Stt. Err.	t-stat
CACC	0.0842	0.0037	22.56
FCF	0.1748	0.0051	34.10
NCACC	0.0269	0.0048	5.61
Cons	77.1401	2.2542	34.22

Adj-R: 0.2906

Obs: 10,159

The results of the authors group

5. Conclusion

Through the analysis of the factors affecting sustainable profitability, the study examined the impact of these factors on the sustainability of the enterprises' profits, thereby giving the formula of calculation. This sustainable indicator and the method of predicting future profits for businesses.

The study provides a measure of the Pers index - an indicator of profitability (Chen, 2004), (Narayanamoorthy, 2006), (Richard Frankel, Lubomir Litov, 2009), (Srinivasan Rangan, Richard G. Sloan, 1998), (Stephen H. Penman, Xiao-Jun Zhang, 2004). After verification, the result of Vietnam market Perspectives index is -0.0850, showing that the profits of enterprises in Vietnam market are not sustainable. This result shows the differentiation of enterprises in the industry, with large gaps and uneven changes. In some sectors, large-scale enterprises have stable profits and growth rates. On the contrary, there are small-scale businesses and production and business capabilities, business activities are not

focused, profits and profit growth are low, even at a loss. Accordingly, these businesses face an imbalance in profit, affecting the entire industry and the whole market(See Appendix).

The results of the study also show Herfindahl index on the concentration of the industry (Lev, 1983), (Chen, 2004), (Alan Gregory, Julie Whittaker, Xiaojuan Yan, 2016), (Richard Frankel, Lubomir Litov, 2009), correlation between asset turnover and changes in income with asset growth during the period (Chen, 2004), (Stephen H. Penman, Xiao-Jun Zhang, 2004), correlation between accrued profits and Revenue (Chen, 2004), (Narayanamoorthy, 2006), (Richard Frankel, Lubomir Litov, 2009), (Srinivasan Rangan, Richard G. Sloan, 1998) have a negative impact on previous studies at some developed market in the world. This is a particular factor of the market. In Vietnam's growing market, businesses have not really positioned their business and mainly classified relative industries based on the weight of revenue in the total revenue of the business. Therefore, create a certain dispersion on the concentration of careers. In addition, it can be seen that the number of enterprises in the industry is not divided according to the rules. In the same industry, there are very large enterprises with large scale and concentration, but there are also small-scale businesses with low concentration. In the industry, this is the industry with the proportion of enterprises accounting for half of the total number of businesses operating in Vietnam and there is an increasing prospect. However, the ability of these enterprises to operate is quite large. Some businesses are very developed with a large market share in the industry, Herfindahl index is high with high concentration of industries and vice versa, some businesses are small, business activities are not concentrated. and market share in the industry only accounts for a small, even very small share. This is also one of the reasons for the profitability of this industry to reach very low.

REFERENCE

- [1] Abarbanell, J. S. (1991). Do analysts' earnings forecasts incorporate information in prior stock price changes? *Journal of Accounting and Economics*, 14(2), 147-165.
- [2] Alan Gregory, Julie Whittaker, Xiaojuan Yan. (2016). Corporate social performance, competitive advantage, earnings persistence and firm value. *Journal of Business Finance & Accounting*, 3-30.
- [3] Amy P. Hutton, Gregory S. Miller, Douglas J. Skinner. (2003). The Role of Supplementary Statements with Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research*, 41(5), 867-890.
- [4] Amy P. Hutton, Phillip C. Stocken. (2009). *Prior Forecasting Accuracy and Investor Reaction to Management Earnings Forecasts*. papers.ssrn.com.
- [5] Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price-Earnings Ratios: A test of the efficient market hypothesis. *The Journal of Finance*, 663-682.
- [6] Bùi Kim Phương, Nguyễn Thị Ngọc Trang. (2018). “Các yếu tố ảnh hưởng đến chất lượng lợi nhuận của các công ty niêm yết tại Việt Nam”. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh châu Á*, 05-20.
- [7] Chen, C. (2004). *Earnings Persistence and Stock Price Under- and Overreaction*. Madison : Documento de trabajo - University of Wisconsin-Madison.
- [8] Eli Amir, Eti Einhorn, Itay Kama. (2012). Extracting Sustainable Earnings from Profit Margins. *European Accounting Review*, 22(4), 685-718.
- [9] Furno Marilena, V. D. (2018). Quantile Regression: Estimation and Simulation. *John Wiley & Sons*, 50-62.
- [10] Gregory D. Lyimo, Girish Jain. (2014). Predictability Persistence of Earnings and stock price synchronicity evidence from Indian stock market. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 2(6), 1-16.
- [11] Hausman, J. A. (1978). Specification Tests in Econometrics. *Econometrica* 46 (6), 1251–1271.

- [12] Ilia D. Dichev, Vicki Wei Tang. (2009). Earnings volatility and earnings predictability. *Journal of Accounting and Economics*, 160-181.
- [13] Jeffrey S. Abarbanell, Brian J. Bushee. (1997). Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Prices. *Journal of Accounting Research*, 1-24.
- [14] Jie Cao, Bing Han, Qinghai Wang. (2017). Institutional Investment Constraints and Stock Prices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), 465-489.
- [15] Johnson, M. F. (1999). Business Cycles and the Relation between Security Returns and Earnings. *Review of Accounting Studies*, 93-117.
- [16] Lev, B. (1983). Some economic determinants of time-series properties of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 31-48.
- [17] Li, F. (2005). Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 221-247.
- [18] Mahmoud Moienadin, Zohre Tabatabaenasab. (2014). Examining the Earnings Persistence and Its Components in Explaining the Future Profitability. *Interdisciplinary Journal of contemporary research in business*, 104-117.
- [19] Mahmoud Mousavi Shiri, Seyed Hesam Vaghfi, Javad Soltani, Masoud Esmaeli. (2012). Corporate Governance and Earning Quality: Evidence from Iran. *Journal of Scientific Research*, 702-708.
- [20] Mary E. Barth, Amy P. Hutton. (2004). Analyst Earnings Forecast Revisions and the Pricing of Accruals. *Review of Accounting Studies*, 9(1), 59-96.
- [21] Narayanamoorthy, G. (2006). Conservatism and Cross Sectional Variation in the Post-Earnings Announcement Drift. *Journal of Accounting Research*, 763-789.
- [22] Nguyễn Thu Hằng, Nguyễn Mạnh Hiệp, Nguyễn Thị Thanh Loan. (2014). “Ảnh hưởng của kế toán dồn tích đến tính bền vững của lợi nhuận kế toán tại các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam”. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 23.
- [23] Nilabhra Bhattacharya, Hemang Desai, Kumar Venkataraman. (2012). Does Earnings Quality Affect Information Asymmetry: Evidence from Trading Costs. *Contemporary Accounting Research*, 482-516.
- [24] Patricia M. Dechow, Catherine M. Schrand. (2004). *Earnings Quality*. United States: The Research Foundation of CFA Institute.
- [25] Patricia M. Dechow, Ilia D. Dichev. (2001). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 35-59.
- [26] Patricia M. Dechow, Scott A. Richardson, Richard G. Sloan. (2008). The Persistence and Pricing of the Cash Component of Earnings. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 537-566.
- [27] Patricia M. Dechow, Weili Ge. (2006). The persistence of Earnings and Cash flows and the role of special items: Implication for the accrual anomaly. *Review of Accounting Studies*, 253-296.
- [28] Patricia M. Dechow, Weili Ge, Catherine M. Schrand. (2009). Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 344-401.
- [29] Patricia M. Fairfield, Teri Lombardi Yohn. (2001). Using Asset Turnover and Profit Margin to Forecast Changes in Profitability. *Review of Accounting Studies*, 6(4), 371-385.
- [30] Richard Frankel, Lubomir Litov. (2009). Earnings Persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 182-190.
- [31] Robert Lipe, Roger Kormendi. (1994). Mean Reversion in Annual Earnings and Its Implications for Security Valuation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 27-46.

- [32] Robert N. Freeman, Senyo Y. Tse. (1992). A Nonlinear Model of Security Price Responses to Unexpected Earnings. *Journal of Accounting Research*, 185-209.
- [33] Ross, Westerfield and Jaffe (2016). Corporate finance, 12th edition. *McGraw-Hill Global Education LLC*.
- [34] Scott A. Richardson, Richard G. Sloan, Mark T. Soliman, Irem Tunaa. (2005). Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of Accounting and Economics*, 437-485.
- [35] Sloan, R. G. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash. *The Accounting Review*, 289-315.
- [36] Srinivasan Rangan, Richard G. Sloan. (1998). Implications of the Integral Approach to Quarterly Reporting for the Post-Earnings-Announcement Drift. *The Accounting Review*, 353-371.
- [37] Stephen H. Penman, Xiao-Jun Zhang. (2004). *Modeling Sustainable Earnings and P/E Ratios Using Financial Statement Information*. New York: Columbia University.
- [38] Stephen P. Baginski, John M. Hcissell. (1990). The Market Interpretation of Management Earnings Forecasts as a Predictor of Subsequent Financial Analyst Forecast Revision. *The Accounting Review*, 65(1), 175-190.
- [39] Tugce Uzun Kocamis, Aysegul Gungor. (2016). An Analysis of Relationship Between Sustainable Tourism and Sustainable Profitability In Tourism Sector, The Case of Turkey. *International Journal Advances in Social Science and Humanities*, 4(5), 1-9.
- [40] Vân, H. T. (2012). *Nghiên cứu hành vi điều chỉnh lợi nhuận ở các công ty cổ phần trong năm đầu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*. Đà Nẵng: Trung tâm Thông tin - Học liệu, Đại học Đà Nẵng.
- [41] Weili Ge, Ann Arbor. (2006). *Off-balance-sheet activities, earnings persistence and stock prices: Evidence from operating leases*. Washington: Financial Accounting and Reporting Section.
- [42] William Beaver, Dale Morse. (1978). What Determines Price-Earnings Ratios? *Financial Analysts Journal*, 65-76.
- [43] Wu, D.-M. (1973). Alternative Tests of Independence between Stochastic Regressors and Disturbances. *Econometrica*, 41 (4), 733-750.

**BUILDING MODEL OF FACTORS AFFECT THE MEETING INFORMATION
NEEDS ON COSTS, REVENUES AND PERFORMANCE MANAGEMENT
ACCOUNTING IN CONSTRUCTION ENTERPRISES**

**XÂY DỰNG MÔ HÌNH CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN VIỆC ĐÁP ỨNG NHU CẦU
THÔNG TIN KẾ TOÁN QUẢN TRỊ CHI PHÍ, DOANH THU VÀ KẾT QUẢ KINH DOANH
TRONG DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG**

Nguyen Thi Ninh, Vu Quang Trong

Thuongmai University

ntn7583@yahoo.com

ABSTRACT

By the method of summarizing documents, based on the characteristics of construction enterprises (COE), the article aims to synthesize the needs of administrators for information on costs, revenues and performance from the accounting department in enterprises, the role of management accounting (MA) in meeting the information needs of managers in construction enterprises. Thence, the author propose a research model on the factors affecting the meeting of accounting information management requirements of cost, revenue and performance in COE. This research is the basis for applying the research model of factors affecting the satisfaction of information and economic information requirements on cost, revenue and performance in COE, and is the basis for proposing recommendations which contribute to improving the quality of management accounting information to better meet the needs of managers.

Keywords: *Information needs, management accounting, construction enterprises.*

TÓM TẮT

Bằng phương pháp tổng thuật tài liệu, dựa trên đặc thù hoạt động của các doanh nghiệp xây dựng (DNXD) bài viết nhằm tổng hợp nhu cầu của nhà quản trị đối với các thông tin về chi phí, doanh thu và kết quả kinh doanh từ bộ phận kế toán trong doanh nghiệp (DN), vai trò của kế toán quản trị (KTQT) trong việc đáp ứng nhu cầu thông tin của nhà quản trị trong các doanh nghiệp xây dựng. Từ đó, nhóm tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến việc đáp ứng nhu cầu thông tin KTQT chi phí, doanh thu và kết quả kinh doanh trong DNXD. Kết quả bài viết là nền tảng cho việc thực hiện nghiên cứu thực nghiệm về các nhân tố ảnh hưởng đến việc đáp ứng nhu cầu thông tin kế toán quản trị doanh thu, chi phí, kết quả trong doanh nghiệp xây dựng. Đồng thời, bài viết là cơ sở để đề xuất khuyến nghị góp phần nâng cao chất lượng thông tin KTQT nhằm đáp ứng tốt hơn nhu cầu từ nhà quản trị.

Từ khóa: *Nhu cầu thông tin, nhà quản trị, kế toán quản trị, doanh nghiệp xây dựng.*

1. Introduction

Construction is a specific manufacturing industry, the unit in which the need for an accurate cost system, the estimation of revenue and profit is much more important than other physical production industries associated with the competition. In the bidding process, the lowest bidder will get a construction contract (Lehtonen, 2001).The cost of each item, work, project arises throughout the implementation period from bidding price setting, construction implementation, to acceptance test of completed volume, so the construction of cost for each project requires appropriate cost systems to ensure that project effectiveness is accurately measured. In order to obtain this information, accountants are required to record accurate cost information, estimate the costs appropriate to each project, and reasonably allocate them... and provided information to administrators as accurately as possible, helping them to get timely information for business decisions in different stages.

In addition, revenue in COE is the basic object of accounting, which is a factor that directly affects the determination of performance. According to Nguyen Thi Thanh Loan (2014), COE's revenue is the

total value of economic benefits that an enterprise gains in the process of executing a construction contract, including those incurred after the implementation the contract and achieve the terms of the construction contract. Accounting helps managers at all levels to determine the revenue of each workload, and to determine the appropriate time to recognize revenue from which to accurately determine profits. The determination of revenue is influenced by many uncertainties because it depends on future events such as, changes of designing compared to contracts, change in the price of the inputs, the delay of the investor in the acceptance of the completed construction volume... Therefore, accountants provide useful information for managers about the inputs and construction on schedule.

On the basis of determined costs and revenue, the results of each workload to be performed are calculated, detailed information, specific to each work, work item to meet the information requirements of business's managers.

Thus, the implementation of the managerial accounting for the content of revenue, expenses, performance is collection, processing and providing information in order to meet the information needs of the administrators in the construction enterprises (Nguyen Thi Thanh Loan, 2012). The information in the business is diverse and plentiful, the information needs of the manager, however, depend on different management circumstances (Toth, 2012). Therefore, to ensure that information is provided effectively it is necessary to understand the administrative needs in that case. Moreover, management decisions are increasingly developed comprehensively, accounting information must also be compatible with the wishes of managers at all levels.

Information on costs, revenues and profits is collected, processed, and provided by the information needs in strategic planning, control and decision-making by the managers. However, there are many factors that influence the management's information needs in the course of production and business activities of COE. Therefore, this study was conducted to synthesize and model the factors affecting the meeting needs of management accounting information on cost, revenue, and profit. The results of this study contribute an overview to the empirical studies on the factors impact on the meeting needs of management accounting information in enterprises in general and in construction enterprises in particular.

2. Literature review

2.1. The goal of management accounting cost, revenue and performance information in the construction enterprises

Simon, Guetzkow, Kozmetsky and Tyndall (1954) describe accounting in the context of three functions: scorekeeping, attention directing and problem solving. Scorekeeping data includes routine financial reports and accounts. The attention directing data includes data which compares actual performance with standard so that deviations may be highlighted. Problem solving data includes any type of data which helps managers to make decisions. Hopper (1980) considers the score keeping and attention directing to fall under the common umbrella of control, while Simon (1960) considers problem solving and decision-making to be inextricably linked. In this way, the fundamental objective of the managerial accounting, is the provision of information to support control and decision-making (Belkaoui, 1980; Emmanuel, Otley and Merchant, 1991; Drury, 2004, Orla Feeney, 2007).

Nguyen Thi Thu Thuy (2017), Pham Hoai Nam (2019), surveys and research at enterprises listed on Vietnam's stock market, pointed out that the goal of management accounting is to provide useful information for managers in planning, operational control and decision-making. In particular, planning is an important aspect of control, and is related to building the organization's business plans to forward to the future, to help managers make decisions that will bring businesses the expected results. Control is the process of measuring and adjusting actual information to ensure that the implementation plans and actions are effectively implemented (Drury, 2004). Accordingly, planning and control are two sides of the same goal that management accounting wants to aim to meet information for managers (Emmanuel et al, 1991),

the control objective has to be included in combination with the planning. Therefore, according to the goals of the management accounting, the research and evaluation of cost information, revenue and performance in the construction enterprises also have the same goal to help administrators control and make decisions in the course of business activities.

2.2. The information needs on management accounting cost, revenue and performance in the construction enterprises

According to Stede (2011), management accounting information served internal business management, where management accounting reports were seen as sources of information for managers to build systematically and make decisions. Therefore, management accounting information must be developed on the basis of information needs of the manager in the enterprise. Thus, in the past there have been quite a number of studies related to the need for accounting information. Studies have shown that the function of management accounting is to provide necessary information to help managers plan and control operations (Belkaoui, 1998; Bernard Piercea, Tony O'Deab, 2003, Orla Feeney, 2007). As the business environment changes and competition becomes more and more competitive, studies all show managers' expectations through their information needs from management accounting, especially information on cost, revenue, and profit of the business. By modelling to assess the information needs of managers in feed processing enterprises in the North, Pham Hoai Nam (2019) showed that revenue and profit cost management accounting meet the requirements of management planning, performance evaluation, control and decision-making. The study was conducted based on a survey of needs for information about costs, revenue and profit from the accounting department. The results provided evidence for a positive relationship between the information needs of managers and the factors that affect their needs.

Construction is a manufacturing industry with many specific characteristics about products and ways to organize construction, so the demand for information in cost, revenue, profit management accounting will be different. The study by Nguyen et al. (2016) looked into demand for information on cost in construction firms, but the sample was small and used descriptive analysis so the findings were not persuasive and reliable. A survey by La Soa and Tran Manh Dung (2017) show that managers really care about the needs for information on cost to plan, organize the implementation of plans, control and make decisions to perform management functions. a study on the situation of management accounting information needs of managers in construction enterprises listed in Vietnam by Nguyen Thi Thu Thuy (2017) has shown that: the rate for information needs to plan at the very necessary level is 11.9%, the necessary level is 72.4%; The percentage for controlling purposes is 53.6% while 40% is for decision-making. This result implies that the need for management accounting information from the accounting department is becoming more and more necessary.

Based on the theoretical framework of control and decision-making by Anthony, Otley, Berry, Simmons, research by Orla Feeney (2007) shows that management accounting plays an important role in providing information to administrators. Information provided by management accounting plays an important role in assisting them in control and decision making. In addition to meeting information needs for operational control, the managerial accounting provides information to meet management planning needs. In addition, in the current context of rapid competition and globalization, improving competitiveness through new and advanced governance tools is an important priority for the enterprises in general and construction enterprises in particular. For effective management, managers need to be provided with management accounting information costs, revenues and profits according to different goals Le Thi Hong Nhung (2017).

Firstly, the need to control cost, revenue and performance

For managers, in order to control revenue, costs and performance, it is necessary to have information identifying costs, revenues, and results. Identify those costs that are manageable in order to take appropriate cost control measures and ignore expenses that are not under the control of your department. Control revenue over time, according to the project completion schedule. The control aspect is represented by the estimation to control and analyze the information to control operations. Planning in the construction business is important to prepare bids and to plan the use of resources for projects. This helps to ensure that resources are used effectively and appropriately for investors (La Soa et al., 2016). Accordingly, the management accounting will provide the estimated cost to help administrators in preparing bids, making cost budget, controlling costs, evaluating the responsibility center and making other important budget. These activities play an important role in helping administrators to anticipate, link resources, prevent and limit risks.

Moreover, management accounting collects, processes and provides actual information about costs, revenue and profits. This information is the basis for determining difference between budget and actual. The difference can be determined for each project, work item, each activity to determine causes. Thence, it makes an important contribution as a basis for assessing the responsibilities of administrators in each responsibility center, evaluating the control effectiveness for each activity in the enterprise.

In addition, in the context of the increasingly important role of management accounting, Orla Feeney (2007) shows that management accounting not only applies traditional techniques but also uses modern techniques in order to better meet the needs of managers in the drastic change of business environment. New management accounting techniques have paid more attention to non-financial information and relationships with financial information, such as bench-marking, balance scorecard, etc., which allow building the basis for comparing different departments in the enterprises.

Secondly, Demand for measurement and evaluation performance

Profits are an important financial element that all businesses are aiming for and are not to be missed information of administrators. On the other hand, due to the characteristics of the construction industry as many parties are involved, the implementation process is long, the costs are complicated... administrators need to ensure to reduce the losses in the production, to cut damaged product, to eliminate inefficient operations. In this case, performance and quality measurement information will be essential such as customer satisfaction and occupational safety information must be collected, processed and provided.

To help executives in construction businesses measure and evaluate performance, MA provides important financial information such as total revenue, revenue for each contract, total cost, proportion of variable cost on the revenue of each contract, ROI, ROA, ROE. Besides, the non-financial information such as: customer satisfaction rate on the quality, the price, the delivery time of the project, unresolved complaint rates,... play an important and essential role for measuring the performance of construction industry and change in accordance with the actual context (Le Thi Hong Nhung, 2017).

Thirdly: The needs for decision-making, advice and mentoring

In the decision-making process, managers often consider various options with large amounts of information, in which management accounting information accounts for a major part. Characterized by unstable construction time, extensive operating area leading to management accounting information about revenue, expenses, and performance that need to be provided a flexible and complete manner. In addition, the length of construction time and the participation of many partners in the construction process make it important to pay attention to the time of revenue and expenses recognition. From there, management accounting can have a basis for determining more reasonable results. Moreover, the bidding and the ability to win the bid may play an important role in the operation of construction enterprises, so the administrator should be provided information in a reliable and timely manner. Management accounting for revenues, expenses, and performance in construction enterprises use their specific technical methods

to provide information to help them to perform these function effectively. In addition to the traditional cost allocation method or discounting cash flows... Management accounting for revenue, cost and performance in construction enterprises also uses new techniques such as ABC method, target costing method or customer profit analysis.

The role of management accounting today not only assists executives in controlling the organization's financial interests, but also advises managers in making effective management decisions (Sorin Briciu, Carmen Scorțe, Ioana Meșter, 2013). Decisions such as decision on bidding price, contract price, decision on construction method, investment decision and technology innovation show the diversity in the decisions of the executives in construction enterprises. (Nguyen Thi Thu Thuy, 2017). These are important decisions related to the entity's resource use, so the management accounting information is always important for managers to make the optimal decision choice.

2.3. Identifying the factors affect the meeting information needs on cost, revenue and performance management accounting in construction enterprises

Based on prior studies on meeting the needs of management accounting information, on results from a number of semi structured interviews with experts and management accountants in construction enterprises, the factors affecting the meeting information needs on cost, revenue and profit management accounting in construction enterprises are determined to include:

Overall quality of information: The overall quality of information is an important input that satisfies the needs of administrators, helping them to effectively manage businesses. This is an important factor affecting the meeting needs of information for administrators through the function of management accounting (Bernard Piercea, Tony O'Deab, 2003, Orla Feeney, 2007, Naser B. Ghanem, Suzana Sulaiman, 2016, Carla Mendoza, Pierre-Laurent Bescos, 2001). According to research of Bernard Piercea, Tony O'Deab (2003), the components of overall quality of information include as follows: relevance, accuracy, timeliness and update for the changing needs of managers. The results confirm that the timeliness has a strong impact on their needs from the level of sales managers or production departments, because most of the information generated by the accounting department includes nearly everything a manager's needs. The study also shows that administrators expect the overall quality of information to change rather than wider range of information, or the ease of use, or better identification. Orla Feeney (2007) refers to the overall quality system of information needed for an administrator's needs, such as relevance, reliability, timeliness, flexibility and adaptability, consistency, range of information. These factors are consistent with the views of Van der Veeken and Wouters (2002), Mendoza and Bescos (2001), Naser B. Ghanem, Suzana Sulaiman (2016), Carla Mendoza, Pierre-Laurent Bescos (2001).

Agreeing with the above points, the author believes that information of costs, revenue and profit management accounting should have certain overall quality in order to achieve the benefits and effectiveness. These attributes are the unique characteristics of the information that make it more or less useful in meeting the information needs for management of all levels of the business. Construction businesses are characterized by a wide construction site, frequent costs and many impact factors from the natural environment so timeliness, reliability and accuracy should be ensured. The construction and installation business is an overall activity and involves many parts from suppliers, contractors, contractors, etc., so information should be relevant to ensure the requirements of many management departments. The information needs to be formatted and easy to use for many users of information.

In addition, with the increasing change in the role of current management accounting in businesses, the managers increasingly want information from accounting closer to their needs. In addition to financial information such as costs, revenues and profits, the non-financial information in the construction business needs to be broader. They can be related to occupational safety, work progress... so wider range of information is also taken into account in the overall quality of information. Therefore, experts believe that

the overall quality of information needed from the cost, revenue and profit management accounting include, timeliness, accuracy, flexibility, relevance, scope of information, format and ease of use.

The usefulness of applying accounting management techniques: According to experts, the application of appropriate accounting management techniques, costs, revenues and profits in the construction enterprises also affects the information needs of the managers. This means that the information provider needs to be aware of what information an administrator should use and what management accounting techniques should be applied to meet that information needs. Orla Feeney (2007) and Bernard Piercea, Tony O'Deab (2003) devise management accounting techniques that are appropriate for management information and decision-making information needs. Techniques for responding to information needs for controlling include, standard cost, cost budget, revenue recognition, actual and budget/standard data analysis. Management accounting techniques that provide information for decision-making consist of, cost allocation, cash flow discount, customer profit analysis, and development of evaluation criteria. On the other hand, in a global competitive environment and increasing demand for information, according to administrators, new techniques need to be considered and applied to meet changing user requirements (Burns and Yazdifar. , 2001) such as balanced scorecard, Benchmarking technique, non-financial information, ABC method, target costing. However, these techniques are considered to be useful in meeting the information needs of the managers when it is consistent with a clearly stated goal (Sorin Briciu et al., 2013). Moreover, the usefulness of management accounting techniques, according to experts, is expressed in other ways such as helping managers reduce or optimize costs, control and improve operations, develop internal control processes, identify and eliminate activities that do not add value to the business.

Skills, knowledge and competence of management accountants: Previous studies and experts believe that this is one of the important factors that determine whether the information provided is appropriate for the manager's needs. Orla Feeney (2007) surveyed 18 managers in 18 different businesses and presented the key skills and knowledge of accountants who well-meet the information needs of managers. These include as follows: professional ethics, honesty, knowledge of company, information technology skills, communication skills, problem solving and analytical skills, teamwork, defending perspective, having financial expertise and being creative. This can be interpreted according to the trend of higher skills, knowledge and competencies of accountants in construction enterprises, the better meeting the information needs of the managers. Experts also agree with the skills and competencies of accountants according to Orla Feeney (2007).

Information technology and database systems: Construction business activities have many participants, complicated transactions, information on costs, or revenue need to be updated in time. The data related to each work item from the start of the construction to the completion and acceptance of the system require a full database system. Executives believe that infrastructure factors (including computer systems, management software and information databases) influence their information needs. They can use the advancement of information technology to process large data simultaneously from different departments. Piercea, Tony O'Deab (2003), Christofer Andersson and Lotta Mähönen (2014) argue that advances in information technology and database systems can design management accounting systems that are more suitable for their roles. The roles meet the information needs of managers rather than the needs for financial reporting to external audiences. Alina Almasan et al. (2016) studied management accounting information from the perspective of managers in Poland and Romania. Their finding show that managers use mainly financial information for short-term and medium-term decision-making. In addition, Polish managers prefer new forms of communication, like reports available on mobile and online, while Romanian managers are advocates of PDFs or printed version of reports. Furthermore, communication between managers and management accountants is limited only to meetings when the need arises.

The coordination among departments in the business: Strengthening workflow and coordinating information among departments will actively support internal management and control (Sorin briciu et al., 2013). The information needs are better met if the parts are well-connected, labor resources are used appropriately to maximize the elements of the construction process to achieve the set goals. To help managers control costs and evaluate performance, thereby giving them a basis for making reasonable decisions, management accounting needs to be closely coordinated with other departments in businesses such as sales department, construction teams, planning and supplies department ... to collect, process and provide in time.

3. Recommended research model the factors affect the meeting information needs on cost, revenue and profit management accounting in construction enterprises

3.1. Research model and hypotheses

Through a review of the literature of the factors affect the meeting information needs on cost, revenue and profit management accounting, the proposed research model is shown as figure 1 below:

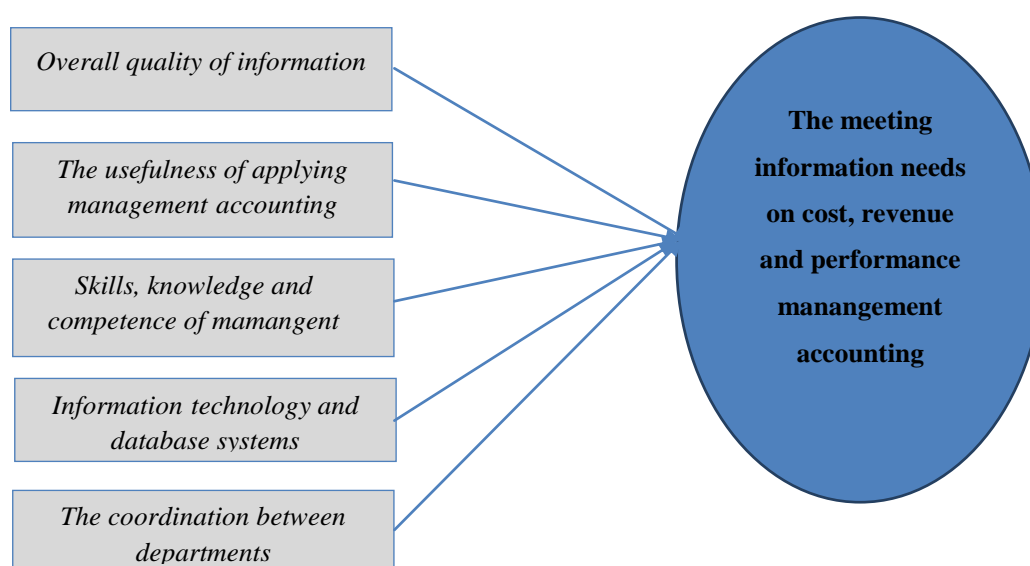


Figure 1: The proposed research model

Resource: Authors

Based on the results of surveys and researches of Bernard Piercea, Tony O’Deab (2003) and Orla Feeney (2007), from the perspective of administrators - users of information provided by management accounting, the overall quality of management accounting information plays an important role in the control and decision making of managers in enterprises, the article hypothesizes that “the overall quality of information affects the meeting information needs on cost, revenue and profit management accounting” (H1).

Managers interviewed by Bernard Piercea, Tony O’Deab (2003) and Orla Feeney (2007) appreciate the role of traditional management accounting techniques. In addition, new management accounting techniques are also needed in certain situations, especially in situations where options are selected or decisions are made. Based on these results, the article proposes a second hypothesis with the content: “The accounting management techniques applied effect the meeting information needs on cost, revenue and profit management accounting” (H2).

In order to perform the role of information provider for administrators and help them perform well their management functions, the accountant and management accountant must have sufficient skills, knowledge and competence. Research by Bernard Piercea, Tony O’Deab (2003) and Orla Feeney (2007) shows that managers assess different levels of content of skills and knowledge and competencies of

management accounting. Accordingly, the third factor influencing the meeting information needs on cost, revenue and profit management accounting was included in the model is the skills, knowledge and competence of management accountants. In other words, the third hypothesis in the proposed model is skills, knowledge and competencies of management accountants affect the meeting information needs on cost, revenue and profit management accounting (H3).

Piercea, Tony O’Deab (2003), Christofer Andersson and Lotta Mähönen (2014) argue that advances in information technology and database systems can design management accounting systems more suitable for their role. On the other hand, the role of management accountants is considered to be those who provide necessary information for managers (B. Pierce, T. O’Dea, 2003). Therefore, it can be hypothesized that “Information technology and database systems affect the meeting information needs on cost, revenue and profit management accounting” (H4).

Strengthening workflow and coordinating information among departments will actively support internal management and control (Sorin briciu et al., 2013). Managers who were asked in surveys of Orla Feeney (2007) considered that the managements accountant could be an equal member of the decision making team. Accordingly, the author hypothesizes that: “the coordination between departments affect the meeting information needs on cost, revenue and profit management accounting” (H5).

To test the above research hypotheses, the proposed research models uses a multiple regression model of the following form.

$$Y = \alpha_1X_1 + \alpha_2X_2 + \alpha_3X_3 + \alpha_4X_4 + \alpha_5X_5 + \varepsilon$$

In which, the dependent variable is the meeting information needs on cost, revenue and profit management accounting (Y), the independent variable includes, The overall quality of information; the accounting management techniques applied; Skills, knowledge and competencies of management accountants; Information technology and database systems; The coordination between departments.

3.2. Measure variables

Previous studies on management accounting information needs were conducted by Nguyen et al. (2017) La Soa, Tran Manh Dung (2017) Nguyen Thi Thu Thuy (2017) Orla Feeney (2007) (Sorin Briciu, Carmen Scorțe , Ioana Meșter, 2013) have shown that management accounting information is provided for managers to control, measure and evaluate effectiveness, decision-making and advice. Accordingly, in the proposed research model, the dependent variable is quantified by 3 observations as shown in Table 1 below.

Table 1: Measurement of dependent variables

Y ₁	The meeting information needs on cost, revenue and profit management accounting in construction enterprises	The meeting information needs to control revenue, costs, and performance
Y ₂		The meeting information needs to performance measurement and evaluation
Y ₃		The meeting information needs to decision-making, advice and mentoring

The independent variable is defined as the average of the three components Y₁, Y₂ and Y₃ in the table above. In particular, the components are quantified on that scale from 1 (very poor) to 5 (very good).

The overall quality of information includes 6 components: Timeliness, accuracy, flexibility, relevance, wide range of information, Format and ease of use that have been used for quantification in studies of Bernard Piercea, Tony O’Deab, 2003, Orla Feeney, 2007, Naser B. Ghanem, Suzana Sulaiman, 2016, Carla Mendoza, Pierre-Laurent Bescos, 2001. On that basis, the first independent variable - the overall quality of information in the proposed research model consists of 6 components as mentioned. The first independent variable is defined as the average of the six components from O₁ to O₆.

The usefulness of applying management accounting techniques is defined as the average of the four components from U₁ to U₄ that have been previously used to measure the usefulness of accounting management techniques by Orla Feeney (2007), Bernard Piercea, Tony O’Deab (2003), Burns and Yazdifar (2001), Sorin Briciu et al., (2013).

Skills, knowledge and competencies of management accountants consists of 10 components which is based on results of research of Orla Feeney (2007). They are coded from K₁ to K₁₀ in Table 2.

Table 2: Description of independent variables of the proposed research model

Code	Variable's Name	Observation
O ₁	The overall quality of information (O)	Timeliness
O ₂		Accuracy
O ₃		Flexibility
O ₄		Relevance
O ₅		Wide range of information
O ₆		Format and ease of use
U ₁	The usefulness of applying management accounting techniques (U)	Consistent with the goals of the business
U ₂		Reduce or optimize costs
U ₃		Control and improve internal activities and processes
U ₄		Eliminating activities that do not add value to the business.
K ₁	kills, knowledge and competencies of management accountants (K)	Ethics
K ₂		Honesty
K ₃		Knowledge of company
K ₄		Information technology skills
K ₅		Communication skills
K ₆		Problem solving and analytical skills
K ₇		Teamwork
K ₈		Defending perspective
K ₉		Having financial expertise
K ₁₀		Being creative
I ₁	Information technology and database systems (I)	Adequate and up to date database system for expense, revenue and business results information
I ₂		Computer systems and telecommunication networks are suitable and stable
I ₃		Accounting software can connect, link with other applications to import, retrieve data
I ₄		Accounting software can be flexibly changed and upgraded according to user requirements and management.
C ₁	The coordination between departments (C)	Departments in the enterprise are closely linked in providing and sharing information
C ₂		Departments of the business have reciprocal support
C ₃		All departments of the enterprise consensus on the goals of the enterprise

Information technology and database systems: Based on the studies Piercea, Tony O'Deab (2003), Andersson and Lotta Mähönen (2014), Alina Almasan et al (2016) mentioned in the previous section, in the proposed research model, the last independent variable together with 4 observations. These observations are coded from I₁ to I₄ corresponding to four statements shown in Table 2. All observations used to quantify independent variables of the model use the Likert scale from 1 to 5.

Based on the research of Sorin Briciu et al., 2013, *the coordination between departments* in an enterprise is determined by three contents: departments in the enterprise are closely linked in providing and sharing information, departments of the business have reciprocal support, all departments of the enterprise consensus on the goals of the enterprise.

4. Conclusions

An overview of researches on information needs, on the factors affecting the demand for information from the accounting department to administrators about costs, revenue and performance in the construction enterprise. From there, the authors propose a model of testing factors affecting the meeting of accounting information management requirements of cost, revenue and performance in the construction enterprises. This is the basis for the authors' group to apply surveys and inspections at Vietnamese construction enterprises. From the results of the survey, the authors expect to contribute more basis to propose solutions to improve the quality of management accounting information to better meet the demand for information on cost, revenue, and performance in the construction business.

REFERENCES

- [1] Alina almasan et al. (2016), *Management accounting information from the perspective of managers: the case of Poland and Romania*, *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości* tom 90 (146), 2016, s. 41 – 64.
- [2] Bernard Piercea, Tony O'Deab (2003), *Management accounting information and the needs of managers Perceptions of managers and accountants compared*, *The British Accounting Review* 35 (2003) 257–290.
- [3] Belkaoui, A., 1980. *Conceptual foundations of management accounting*. Don Mills Ontario: Addison-Wesley Publishing Company.
- [4] Burns, J. and H. Yazdifar, 2001. "Tricks or Treats". *Financial Management*. March, pp. 33-35.
- [5] Bruns Jr., W., and S. McKinnon (1993), *Information and managers: A field study*. *Journal of Management Accounting Research* (5): 84-108.
- [6] Carla Mendoza (2001), *An explanatory model of managers' information needs: implications for management accounting*, *The European Accounting Review* 2001, 10:2, 257–289.
- [7] Christofer Andersson and Lotta Mähönen (2014), *Managerial use of accounting information*, Master thesis - Spring 2014.
- [8] Drury, C., 2004. *Management and Cost Accounting*. 6th edition, London: International Thomson Business Press.
- [9] Emmanuel, C., D. Otley and K. Merchant, 1991. *Accounting for Management Control*. London: Chapman & Hall.
- [10] Hopper, T. A., 1980. "Role conflicts of management accountants and their position within organisational structures". *Accounting Organisations and Society*, Vol. 5, No.4, pp. 401-411.
- [11] Naser B. Ghanem, Suzana Sulaiman (2016), *Management accounting system, information quality and organizational performance: Evidence from Libya*, *Asia-Pacific Management Accounting Journal*, Volume 11 Issue 2.
- [12] Nguyen La Soa, Tran Manh Dung (2017), *The Demand for Cost Management Accounting Information: The Case of Vietnamese Construction Firms*, *Research Journal of Finance and Accounting* www.iiste.org ISSN 2222-1697 (Paper) ISSN 2222-2847, No.18, 2017.

- [13] Nguyễn Thị Thanh Loan (2014), *Hoan thien ke toan doanh thu va chi phi cua hop dong xay dung tai cac doanh nghiep xay dung cong trinh thuy dien o Viet Nam*, PhD thesis of Academy of Finance.
- [14] Nguyen Thi Thu Thuy (2017), *Hoan thien he thong thong tin ke toan trong cac cong ty co phan xay lap niem yet tren thi truong chung khoan Viet Nam*, PhD thesis of Academy of Finance.
- [15] Nguyen, L. S., Tran, T. T. H., Nguyen, T. N., & Nguyen, T. H (2016), “*The demand for information of cost management accounting in construction enterprises in the context of integration*”, National Workshop of Hanoi University of Industry.
- [16] Lê Hong Nhung (2017), *Nghien cuu he thong chi tieu do luong hieu qua hoat dong cua cac doanh nghiep xay dung Viet nam*, Phd thesis of National Economics University.
- [17] Le Thi Minh Hue (2017), *Nghien cuu nhu cau thong tin cua nha quan tri anh huong den bao cao ke toan quan tri trong doanh nghiep mia duong*, Journal of Economics and Development, No.8/2017.
- [18] Lehtonen, T.W (2001), *Performance measurement in construction logistics*, International Journal of Production Economics, 69(1):107-116.
- [19] Simon, H. A., 1960. *The New Science of Management Decisions*. New York: Harper & Row.
- [20] Simon, H. A., H. Guetzkow, G. Kozmetsky and G. Tyndall, 1954. *Centralisation vs. Decentralisation in the Controller's Department*. New York: Contollership Foundation.
- [21] Sorin BRICIU (2013), *The impact of accounting information on managerial decisions – Empirical study conducted in the hospitality industry entities in Romania*, Theoretical and Applied Economics Volume XX (2013), No. 9(586), pp. 27-38.
- [22] Stede, W. V. D. (2011), “*Management accounting research in the wake of the crisis: some reflections*”, European Accounting Review, 20(4), 605-623. 14.
- [23] Orla Feeney (2007), *Management Perspectives on the Role of the Management Accountant as an Information Provider*, A dissertation submitted to Dublin City University Business School.
- [24] Otley, D., J. Broadbent and A. Berry, 1995. ‘*Research in Management Control: An Overview of its Development*’. British Journal of Management, December, Special Issue S31-S44.
- [25] Pham Hoai Nam (2019), *Hoan thien cong tac ke toan doanh thu, chi phi, và xac dinh ket qua kinh doanh trong cac doanh nghiep che bien thuc an chan nuoi mien Bac*, PhD thesis of Academy of Finance.
- [26] Van der Veeken, H. and J. F. Wouters, 2002. ‘*Using accounting information systems by operations managers in a project company*’. Management Accounting Research, No. 13, pp. 345-370.

**INDEPENDENT DIRECTOR BUSYNESS AND EXTERNAL FINANCE:
EVIDENCE FROM AN EMERGING MARKET**

THÀNH VIÊN HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ ĐỘC LẬP CÙNG LÚC TẠI NHIỀU CÔNG TY
VÀ TÀI TRỢ BÊN NGOÀI: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM Ở THỊ TRƯỜNG MỚI NỔI

Tran Thi Ngoc Vy

University of Economics, The University of Danang

vyytn@due.edu.vn

ABSTRACT

Extant literature presents mixed results on the role of busy directors play in corporate performance. However, little research has been done examining whether busy independent boards affects corporate external finance, and whether this impact (if any) differs between group and non-group firms. In this paper, we address these issues directly using unbalanced panel data of 445 top Indian firms sourced from the BSE 500 and the CNX 500, from 2000 to 2014. Within the two-step system GMM framework, the study shows a negative association between busy independent boards and firms' external finance. It also reveals that, compared to non-group firms, group firms with greater connectedness of independent directors face more limited access to external finance. Our results survive extensive robustness checks and provide a negative counterpoint to the positive correlation between independent board busy and corporate performance.

Keywords: *Business groups, independent boards, external finance, financial debt, India.*

TÓM TẮT

Các nghiên cứu trước đây đã ghi nhận cả tác động tích cực và tiêu cực của thành viên hội đồng quản trị cùng lúc làm tại nhiều công ty đối với kết quả hoạt động công ty. Tuy nhiên, có rất ít nghiên cứu xem xét đến: (1) Tác động của hội đồng quản trị mà ở đó phần lớn thành viên độc lập đều kiêm nhiệm (ở rất nhiều công ty) đến tài trợ bên ngoài của công ty; (2) sự khác nhau (nếu có) của tác động này đối với các công ty thuộc tập đoàn kinh doanh và các công ty độc lập (không thuộc tập đoàn). Trong bài nghiên cứu này, tác giả tập trung giải quyết những vấn đề này, sử dụng dữ liệu ở 445 công ty hàng đầu của Ấn Độ thuộc chỉ số BSE500 và CNX500, trong giai đoạn 2000 - 2014. Áp dụng mô hình GMM, nghiên cứu đã tìm ra mối quan hệ tương quan âm giữa thành viên hội đồng quản trị độc lập này và tài trợ bên ngoài của công ty. Nghiên cứu cũng cho thấy so với các công ty độc lập, các công ty thuộc tập đoàn kinh doanh và có nhiều thành viên hội đồng quản trị độc lập kiêm nhiệm gặp hạn chế hơn trong việc tiếp cận với nguồn tài trợ bên ngoài. Kết quả nghiên cứu này vẫn không thay đổi qua nhiều bước kiểm tra và cung cấp kết quả đối lập với các nghiên cứu cho thấy mối quan hệ tương quan dương giữa thành viên hội đồng quản trị độc lập kiêm nhiệm và hoạt động của công ty.

Từ khóa: *Tập đoàn kinh doanh, hội đồng quản trị với đa số thành viên độc lập, tài trợ bên ngoài, nợ tài chính, Ấn Độ.*

1. Introduction

In a lending relationship, through corporate disclosure, companies communicate their performance and governance to outside investors (Healy and Palepu, 2001). However, as borrowers, companies know more about their prospects, profitability, potential risks and the quality of their information disclosure than creditors. Such information asymmetry creates a moral hazard problem when managers and shareholders have incentives to pursue their own interests at the expense of external stakeholders.

To restore outside investors' trust in corporate performance and disclosure, further improvement in governance systems, more specifically, the board effectiveness, is hugely important (Bushman *et al.*, 2004). Board of directors are expected to improve the reliability of information flow to investors in the market (Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006; Chuluun *et al.*, 2014). However, board members, especially independent directors, usually concurrently hold a great number of outside directorships. Put it differently, they build up their professional networks across firms. On the one hand, these directors are

more visible to outside investors (Merton, 1987; Fang and Peress, 2009), and may provide legitimacy and prestige for the firms they serve (Pfeffer and Salancik, 1978; Certo, 2003). On the other hand, they hardly have enough time to monitor and consult with management teams effectively. Thus, they may let strategic corporate decisions be taken with undue influence of the inside management. This may reduce the confidence of outside capital suppliers in companies' performance disclosure, and will possibly make it more difficult for firms to access external finance.

In this paper, we examine whether firms with a busy independent board (i.e. a board whose at least half the independent directors serve on three or more boards) face more limited access to external finance, and whether the impact of busy independent board on external finance differs between group and non-group firms. Very few recent papers have addressed these questions. Our paper differs from existing studies in two important aspects: First we pay particular attention to the role of independent directors and address the dynamic relation between busy independent boards and external leverage (i.e. financial debt (including bank and financial institution debt, bonds, commercial paper) over assets). Existing studies focus on either corporate bond or bank loan for US firms, and do not take into account such dynamic relation (Chuluun et al., 2014; Chakravarty and Rutherford, 2017).

Second, we conduct the research in an emerging market whose governance mechanisms and institutional frameworks are in sharp contrast to those in developed markets. Prevalence of concentrated family-owned business, opacity of insider control, poor information disclosure measures, weak legal framework, and ineffective investor protection measures make asymmetric information problems more severe in emerging economies compared to the developed economies (Khanna, Kogan and Palepu, 2001; Balasubramanian, Black and Khanna, 2010; Seifert and Gonenc, 2010).

Moreover, there is a concern about the conflict of interests between the controlling shareholders and minority shareholders (Type II- Agency Problems) (Morck and Yeung, 2003). The presence of independent directors is expected to reduce such problems and to increase corporate transparency. Thus, the role of these directors really matters to outside investors. Compared to developed markets, the average number of directorships per director in India is much higher (i.e. they are busier). The mean board seats for independent directors of the US companies range from 1.6 to 3 (Ferris et al., 2003; Fich and Shivdasani, 2006). Meanwhile, this estimated number is around five for top firms in India (Jackling and Johl, 2009).

Moreover, India has a less developed capital markets, so companies rely more on external finance from banks and financial institutions for investment and performance. Specifically, banks remain the main source of funds even after 25 years of liberalization (Chauhan, 2016). As a result, these features make this emerging market an attractive setting to examine the reaction of Indian capital suppliers to borrowers whose independent boards are busy.

To test our hypotheses, unbalanced panel data of 445 top Indian group and non-group firms over the period 2000-2014 was used. Applying alternative measures of director busyness to the fixed effects and the two-step system GMM model, the study shows a negative association between busy independent boards and firms' external finance. It also reveals that, compared to non-group firms, group firms whose independent directors are busy face more limited access to external finance.

Our research makes several important contributions as follows: First, it contributes to the literature on the impact of busy independent boards on corporate finance. Second, it provides corroborating evidence for the vital role of board capital in firms with higher information asymmetry (Botosan, 1997; Butler, 2008; Mansi et al., 2011) and Type II-Agency problems. Third, it stresses the importance of good corporate governance in lending, and provides insights into one of the governance attributes (i.e. board busyness) that may increase or attenuate the potential conflict between creditors and borrowers. With regard to research methods, the study highlights the important source of endogeneity that arises because

the relations among a firm's observable characteristics are likely to be dynamic. In the context of corporate governance, current firm external leverage may affect future governance choices, and these may, in turn, affect future firm leverage.

The remainder of the paper is organized as follows. Section 2 presents related literature and hypothesis development. Section 3 presents data and summary statistics. Section 4 describes methods. Section 5 reports results and robustness checks, and Section 6 concludes.

2. Literature review and hypothesis development

Through the advising and monitoring roles, a more independent board can alleviate information asymmetry on financial reporting and disclosure between companies and outside investors. Specifically, an 18 percentage point increase in the proportion of independent directors translates to roughly a 6% decrease in information asymmetry (Armstrong et al., 2014). For instance, independent directors are found to relate to effective financing and accounting processes (Klein, 2002); less financial statement fraud (Beasley, 1996); lower earnings management (Pathak and Sun, 2013); fewer firm risks (Brick and Chidambaran, 2007); higher accounting quality and earnings informativeness (Petra, 2007); Ferreira et al., 2011); greater timely recognition of losses (Beekes et al., 2004; Ahmed and Duellman, 2007). All of this helps to improve the credit ratings of borrowers (Ashbaugh-Skaife, Collins and LaFond, 2006) and trust from creditors, which facilitates borrowers' access to external finance.

2.1. Busy independent board and external finance

Given the importance of independent directors to corporate transparency and firm performance, there are doubts over the effectiveness of directors who serve simultaneously on a number of boards (i.e. well-connected directors). On the one hand, it may be true that firms with well-connected directors are more visible to investors, because media coverage is likely to be greater for these firms, and this coverage facilitates investor recognition (Merton, 1987; Fang and Peress, 2009). Reputed directors also provides legitimacy and prestige for the firms they serve (Pfeffer and Salancik, 1978; Certo, 2003). Hence, such board members may possibly act as a link between firms and the external environment to facilitate access to capital for corporate operations.

On the other hand, it is highly possible that well-connected directors are too busy to perform their monitoring and advising role as effectively as expected, which will badly impact corporate transparency due to an increase in agency problems (Ferris et al. 2003). Being a firm's directors, they are required to actively participate in board meetings and to carefully prepare before such meetings. According to the National Association of Corporate Directors, the time commitment for board members with one directorship was, on average, 227.5 hours in 2011 (Lublin, 2012). Consequently, when directors serve on multiple boards, they can hardly allocate enough time for each company.

There has been growing empirical support for this busyness hypothesis. For instance, Loderer and Peyer (2002) and Arranz-aperte and Berglund (2008) show that directors with multiple directorships do not have enough time to dedicate to multiple mandates. Jiraporn et al. (2009) point out that these directors show an obvious tendency to be absent from board meetings. It is, therefore, clear that well-connected directors face time constraints in performing their tasks.

Due to the time constraints of well-connected directors and hence less oversight of management, a firm with such directors may experience a number of adverse issues: lower sensitivity of CEO turnover to corporate performance (Fich and Shivdasani, 2006; Devos et al., 2009); higher compensation for CEO (Renneboog and Zhao, 2011); decline in firm performance and value (Cashman et al., 2012; Jiraporn et al., 2008); higher level of financial risks (Tarkovska, 2012); more likelihood to commit financial statement fraud (Beasley, 1996); and higher earnings management (Sarkar et al., 2008). Thus, it is clear that busy directors are detrimental to the monitoring capability of the board on which they sit (Falato et al., 2014; Mendez et al., 2015). This leads to strategic corporate decisions be taken with undue influence of the inside management. Put if differently, corporate transparency, a requirement to facilitate debt contracts (Armstrong et al., 2010), may be adversely affected.

Being aware of the possible negative effects of busy boards on corporate performance and disclosure, outside investors disapprove of inside directors having three or more independent directorship appointments (Masulis and Mobbs, 2011) and support the resignation of such busy directors (Bar-Hava et al., 2013). Organizations also offer guidelines on the number of outside directorships that should be held by corporate officers to help avoid “director over-commitment” (e.g. guidelines of National Association of Corporate Directors 1996; Council of Institutional Investors 2014; Financial Reporting Council 2014).

Having witnessed a reduction in value, profitability, and financing reporting transparency in firms whose directors are busy, it is likely that creditors will be more cautious when offering loans to such firms. In other words, creditors will be unwilling to provide loans for these firms to prevent possible adverse situations occurring to their money (e.g. when borrowers are in default on the loans or go bankrupt). We, therefore, argue that it is more difficult for firms with busy boards to access external finance. This leads to the following testable hypothesis:

Hypothesis 1: Firms with busy independent directors are associated with less external debt. In other words, firms with greater connectedness of independent directors face more limited access to external finance.

Independent directors on Indian boards are fewer in number, but much busier than those in the US or the UK and operate under a weaker corporate governance regime. Understanding how outside investors react to such board features, can provide useful implications for corporate governance practices and policies in emerging economies.

2.2. The moderation role of busy independent boards across group and non-group firms in the context of external finance

We hypothesize that firms with busy independent boards face more limited access to external finance. However, it is also worth examining whether there is any difference in the potential impact of busy independent board on external finance for group-affiliated firms and non-group firms in India.

There are a number of characteristics that may possibly lead to different effects of a busy independent board on the two firm types. First, family business groups are ubiquitous in India (Khanna and Yafeh, 2007). Promoters (i.e. founding family shareholders) in group firms usually have high share ownership (Chakrabarti, Megginson and Yadav, 2008), and hold key positions in the boardroom (Sarkar and Sarkar, 2012). In detail, their average stakes are more than 48% and nearly 50% in BSE 100 and in BSE 500 respectively (Mathew, 2007). They act as chairman or managing director in 95% of top 500 Indian corporate boards (Sarkar and Sarkar, 2012). Thus, promoters in such groups tend to control the board of directors. This indicates that information asymmetry could be higher in business groups than in non-group firms.

Second, family firms are prone to unfair business transactions, such as related-party transactions (Cheung, Rau and Stouraitis, 2006). Promoter managers may act in the interests of the controlling family, sometimes at the expense of minority shareholders and/or other stakeholders (Morck and Yeung, 2003).

This implies that independent directors encounter more difficulties when performing their duties in family business groups than in non-group firms. Thus, family control may reduce the monitoring effectiveness of independent directors (Jaggi, Leung and Gul, 2009). Hence, more agency problems may arise in such firms.

The effectiveness of independent directors in family business group may reduce further due to time constraints, if they simultaneously serve on multiple corporate boards.

All of these may lead to a further decline in firm transparency and the trust of outside investors in corporate performance disclosure. Thus, lenders may be unwilling to offer funds to borrowers who belong to family business groups and have busy independent boards. Therefore, we formulate the following hypothesis:

Hypothesis 2: Group-affiliated firms with busy independent boards face more limited access to external finance than non-group firms with busy independent boards.

3. Data description

3.1. Sample design

To test our hypotheses, we use unbalanced panel data of 445 top firms sourced from the BSE 500 and the CNX 500 in India from 2000 to 2014. Our sample has 5,616 firm-year observations with 3,937 group firm-year observations and 1,679 stand-alone firm-year observations.

In 2000, the Securities and Exchange Board of India (SEBI) incorporated Clause 49 into the listing agreement, which requires all listed firms in India to file a corporate governance report with detailed information on board functions. More importantly, this clause strongly emphasizes the role of independent directors in the boardroom.

Data for corporate governance and board characteristics are manually collected from corporate governance (CG) reports in Prowess. We extract all directors' names, categories (e.g. executive, non-executive, independent, non-independent) and directorships. For director category not tabulated with director name (i.e. the director category scattered across different sections in the CG report), we read each CG report to obtain this specific information.

Data on firm characteristics are also collected from Prowess. Ownership and business-group affiliation were sourced from the Prowess IQ database. This database is the latest online version of CMIE and was launched on the 1st of January 2016. As opposed to the previous versions, Prowess IQ is the first to reflect time-series data on ownership classification (i.e. whether a firm is group-affiliated or non-affiliated on a yearly basis) from 1989 onwards. This renders research results relating to group affiliation more reliable. Our sample includes 445 firms, 302 of which are group affiliated and 143 unaffiliated (i.e. stand-alone firms).

3.2. Descriptive statistics

Table 1 reports the summary financials for all group and non-group firms in our sample. On average, group firms are larger, more profitable, and older than stand-alone firms. Also, both the leverage and external leverage are higher for the group firms than non-group firms. Following Buchuk et al. (2014), we define leverage as total debt over book assets, and external leverage as financial debt (bank and financial institution debt, bonds, commercial paper) over book assets.

This table reports the summary financials of sample firms. Data are for the period 2000-2014. ***, **, * indicate that differences in mean between group and non-group firms are significant at 1%, 5%, and 10%, respectively. a, b, c indicate differences in median between group and non-group firms at 1%, 5%, and 10%, respectively, using Mann-Whitney-Wilcoxon nonparametric test.

Table 1: Summary financials of all firms, group firms, and non-group firms

		Mean	St.dev.	Median
<i>Total assets (in millions of rupees)</i>	All	39,273.69	130,809.50	10,390.00
	Group	49,468.87***	152,950.10	14,452.50 ^a
	Non-group	15,367.53	39,608.12	5,462.40
<i>EBIT</i>	All	3,940.94	13,631.55	1,039.40
	Group	4,854.50***	15,660.66	1,314.50 ^a
	Non-group	1,798.78	6,321.48	605.80
<i>EBIT/total assets (in percent)</i>	All	13.22	9.04	11.84
	Group	12.62	8.42	11.36
	Non-group	14.63***	10.23	13.27 ^a

<i>PPE/total assets (in percent)</i>	All	27.93	18.17	25.86
	Group	28.70***	18.23	27.20 ^a
	Non-group	26.14	17.90	22.90
<i>Sales growth (in percent)</i>	All	22.37	42.22	15.31
	Group	21.69	41.89	14.91
	Non-group	23.95*	42.96	16.15 ^b
<i>Leverage (in percent)</i>	All	25.53	19.70	24.53
	Group	26.63***	19.23	27.07 ^a
	Non-group	21.75	20.38	17.45
<i>External leverage (in percent)</i>	All	18.29	17.69	15.05
	Group	19.27***	17.68	16.84 ^a
	Non-group	15.99	17.52	10.49
<i>Age (in years)</i>	All	34.85	24.15	27.00
	Group	36.41***	25.20	28.00 ^a
	Non-group	31.18	21.06	23.00

Table 2 presents summary statistics for board busyness and other board characteristics. Consistent with Jackling and Johl (2009), we find that an average director in our sample holds about five directorships, while an average director in developed markets only holds around two directorships (e.g. Fich and Shivdasani, 2006; Jiraporn et al., 2008; Cashman et al., 2012). Around 58% of all boards in our sample are classified as busy, whereas, percentage of busy boards of US firms ranges from 16% to 21% (Chakravarty and Rutherford, 2017; Fich and Shivdasani, 2006).

With regard to independent directors, the average ratio of independent directors is approximately 51% of the total number of directors, which is lower than the ratio of around 70% of US boards (Bhojraj and Sengupta, 2003; Ashbaugh-Skaife et al., 2006). 62% of all independent boards in the sample are classified as busy. This ratio is even higher for group firms (i.e. 66%).

Overall, compared with the US, directors in India have more directorships (i.e. they are busier), and the ratio of busy boards is extremely higher. However, the average ratio of independent directors in the boardroom is lower. Moreover, directors in group firms are better-connected than those in non-group firms.

This table reports board busyness measures and other board characteristics for all firms, groups, and non-group firms. ***, **, * indicate that differences in mean between group and non-group firms are significant at 1%, 5%, and 10%, respectively. a, b, c indicate differences in median between group and non-group firms at 1%, 5%, and 10%, respectively, using Mann-Whitney-Wilcoxon nonparametric test.

Table 2: Board busyness measures and other board characteristics

<i>Panel A. Board busyness measures</i>		Mean	St.dev.	Median
<i>Directorships per director</i>	All	4.46	2.91	4.13
	Group	4.94***	2.91	4.58 ^a
	Non-group	3.34	2.61	2.80

<i>Directorships per independent director</i>	All	4.62	3.26	4.25
	Group	4.72***	2.89	4.50 ^a
	Non-group	4.39	3.99	3.67
<i>Busy board dummy</i>	All	0.58	0.49	1
	Group	0.67***	0.47	1 ^a
	Non-group	0.37	0.48	0
<i>Busy independent board dummy</i>	All	0.62	0.49	1
	Group	0.66***	0.47	1 ^a
	Non-group	0.52	0.50	1
<i>Panel B. Other board characteristics</i>				
		Mean	St.dev.	Median
<i>Independent directors (in percent)</i>	All	51.28	14.26	50.00
	Group	51.63	14.20	50.00
	Non-group	50.45	14.39	50.00
<i>Non-executive directors (in percent)</i>	All	73.93	13.45	75.00
	Group	75.42	13.01	76.47
	Non-group	70.43	13.83	71.43
<i>Board size</i>	All	9.75	2.95	10.00
	Group	10.22	2.98	10.00
	Non-group	8.63	2.52	9.00
<i>Institutional ownership (in percent)</i>	All	17.00	13.86	15.05
	Group	18.75	14.06	16.98
	Non-group	12.89	12.43	10.12

4. Methods

We test the relation between director busyness and external leverage for a sample of 445 top firms (groups and non-groups) in India, using unbalanced panel data over the period 2000-2014. The frequency of changes in director busyness over the period of research suggests that there is enough time-series variation in the key variable to effectively use panel-data estimation techniques. In Table 3, on average, over the period 2000-2014, 12.09% of the sample firms experienced a change in the busy independent board. By the end of the sample period, this ratio was 15.12%.

Following Fich and Shivdasani (2006) and Field et al. (2013), the main measurement of director networks in this analysis is busy independent board (i.e. a board in which 50% or more of the independent directors hold three or more board seats). Additionally, other alternative busyness measures were computed: directorships per independent director (Ferris et al. 2003); dummy variables for directorships per independent director greater than three (IndDirect1) and greater than four (IndDirect2); busy independent board with 60% or more independent directors holding three or more total directorships (busy_ind1).

With regard to external leverage, we focus on the ratio of financial debt (bank, institution debt, bonds, commercial paper) over book assets (Buchuk et al. 2014).

Table 3: Changes in busy independent boards

Year	Change in busy independent board (%)
2001	7.86
2002	13.56
2003	12.54
2004	14.70
2005	16.72
2006	13.99
2007	13.20
2008	12.17
2009	11.75
2010	13.24
2011	13.68
2012	13.69
2013	14.87
2014	15.12
2001-2014	12.09

In the analysis, we control for the following variables that impact the external leverage of a firm: EBIT/total assets (Buchuk et al., 2014; Chuluun et al., 2014; Chakravarty and Rutherford, 2017); sales growth (Gopalan, Nanda and Seru, 2007); PPE/total assets (Buchuk et al., 2014); firm size (Buchuk et al., 2014; Chuluun et al., 2014); firm age (Gopalan, Nanda and Seru, 2007); institutional ownership (i.e. ownership percentage of institutional investors), board size (Chakravarty and Rutherford, 2017); and percentage of non-executive directors (Chuluun et al., 2014). We also include year fixed effects in all regressions to control for potential systematic differences in time. All variables are defined in details in the Appendix.

To test the hypotheses, we first start with the static fixed effects model and then extend to the dynamic fixed-effects model (the two-step system GMM).

4.1. Fixed effects model

We first carry out the Breusch-Pagan Lagrange multiplier (LM) test, and then the Hausman test (details in Table 4). The null hypothesis in the LM test is that variances across entities are zero. Here we reject the null, thus the simple pooled OLS is not appropriate in this study. We use the Hausman test to distinguish between the fixed and random effects models. The null hypothesis of no individual heterogeneity-regressor correlation in the Hausman test is rejected (p -value = 0.0000), thus the fixed effects model below is chosen:

$$y_{i,t} = \alpha + \beta X_{i,t} + f_i + \varepsilon_{it}$$

where y is external leverage (Extlev). X includes director busyness (Busyness), ROA, sales growth (SaleGrow), PPE/total assets (Tangi), firm size (Size), firm age (Age), institutional ownership (Insti), Log board size (LogBsize), and percentage of non-executive directors (Nonex). f_i is firm heterogeneity (fixed effects) and ε_{it} is the error term.

Table 4: Breusch-Pagan and Hausman tests

Well-connected directors measured by	Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects	Hausman test for individual heterogeneity-regressor correlation
<i>Busy independent board</i>	$\text{external_assets}[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]$ Test: $\text{Var}(u) = 0$ $\text{chibar2}(01) = 7548.84$ Prob > $\text{chibar2} = 0.0000$	Test: Ho: difference in coefficients not systematic $\text{chi2}(9) = (b-B)[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) = 143.68$ Prob>chi2 = 0.0000

Within the fixed effects regression model, all t-statistics are based on robust, firm-clustered standard errors. This results from the fact that our data have both heteroscedasticity and first-order autocorrelation ($p\text{-value} = 0.0000$) based on modified Wald test (Greene, 2008) and Wooldridge test (Wooldridge, 2010), respectively.

4.2. Dynamic fixed effects model

The static fixed effects approach is robust to the presence of omitted firm-specific variables that would lead to biased estimates in an ordinary least-squares framework. However, it cannot deal with the important source of endogeneity that arises because the relations among a firm's observable characteristics are likely to be dynamic.

In the context of corporate governance research, current financial leverage may affect future governance choices (such as the ratio of well-connected independent directors in the boardroom, the upper limit of directorships per board member) and these may, in turn, affect future firm financial leverage. To control for the dynamic aspects of the empirical relationship in this research, we may wish to include lagged external leverage as a further explanatory variable. However, with a lagged dependent variable on the right hand side of the external leverage, the use of the fixed effects model may lead to inconsistent estimates as the lagged dependent variable will be correlated with the error term (Wooldridge, 2002; Cameron and Trivedi, 2005). Meanwhile, the generalized method of moments (GMM) provides a framework for estimating an equation with such endogenous variables.

To obtain the appropriate system GMM model, we follow Wintoki et al. (2012) to carry out two sets of tests to determine endogenous/exogenous variables, the number of lags of dependent variables, and the instruments used in the model. The first set of tests involve OLS regression of (1) current levels of director busyness measure, firm-specific variables and (2) changes in these levels on past external leverage and historical values of the firm-specific variables. The second is the test of strict exogeneity as recommended by Wooldridge (2002)¹. The results of the first sets of tests show a negative relationship between director busyness and past external leverage. Additionally, most of the firm-specific variables are also significantly associated with past external leverage. In particular, both the current levels and changes in ROA, sales growth, PPE/total assets, firm size, institutional ownership, and percentage of non-executive directors are all significantly related to past external leverage. This reflects that it is not only the director busyness, but almost all the control variables are likely to be endogenous as well.

In the second test of strict exogeneity, we examine whether future realizations of director busyness and control variables are unrelated to current external leverage. The results of these tests indicate that in every specification in which they are included, the coefficient estimates for the future values of almost all control variables (i.e. $\text{ROA}(t+1)$, $\text{SaleGrow}(t+1)$, $\text{Tangi}(t+1)$, $\text{Size}(t+1)$, $\text{Insti}(t+1)$, $\text{Nonex}(t+1)$) are

¹ For brevity, we do not report this procedure. Details of these tests are available from the author upon request.

significantly different from zero. The F-test of the joint significance of the coefficient estimates of all the future values is also significant ($F=4.16$; $p\text{-value} = 0.0000$). Overall, our tests suggests that neither the busyness variable nor firm-specific control variables (except Firm Age) are strictly exogenous.

To determine the number of lags needed to ensure dynamic completeness, we estimate a regression of current leverage on up to six lags of past external leverage, controlling for other firm-specific characteristics. The results suggest that including two lags is sufficient to capture the dynamic aspect of the network/external leverage relation. Thus, two lags of external leverage are included in the GMM model.

The two-step system GMM model

After determining endogenous variables, exogenous variables, and the number of lags of the dependent variable, we arrive at the following system GMM model to examine the relationship between external leverage and director busyness:

$$y_{it} = \alpha_1 + k_1 y_{it-1} + k_2 y_{it-2} + \beta X_{it} + \lambda Z_{it} + \theta D_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

Where y_{it} is external leverage (Extlev). X_{it} includes busy independent board (busy_ind). Z_{it} includes ROA, sales growth (SaleGrow), PPE/total assets (Tangi), firm size (Size), institutional ownership (Insti), Log board size (LogBsize), and percentage of non-executive directors (Nonex). D_{it} includes firm age (Age) and year dummies. η_i is firm heterogeneity (fixed effects) and ε_{it} is the error term.

In this GMM model, we apply the collapse option in `xtabond2`, and limit the number of the instruments used to mitigate the instrument proliferation problem (Roodman, 2009b). Accordingly, the two lags of the external leverage are included. This makes historical external leverage and historical firm-specific characteristics, lagged three periods or more, available for use as instruments. Specifically, variables lagged three and four periods ($t-3$ and $t-4$, respectively) are applied as the instruments for all the endogenous variables in the GMM estimates. The choice of instruments from these two periods is based on our empirical analysis that suggests two lags are needed to make the model dynamically complete.

Potential endogeneity

There is a concern that the busyness of directors and the choice to belong to a group-affiliation may be jointly determined.

In India, multiple directorships are quite pervasive in both business groups and non-group firms due to the shortage of industrial leadership with adequate experience to serve on corporate boards. Thus, independent directors serve on different groups and non-group firms simultaneously. Put differently, they are “overboarded” and too busy.

Moreover, the corporate sector in this country is dominated by business. The majority of listed firms on the stock exchanges and in the Prowess database are group-affiliated firms. Previous studies on the impact of the busyness of directors on different aspects of corporate performance in India (e.g. Sarkar and Sarkar, 2009; Jackling and Johl, 2009; Sarkar et al., 2008, among others) all focus on a sample including both group and non-group firms. Above three-quarters of which are group-affiliated firms. The issue that the busyness of directors and the choice to belong to a group-affiliation may be jointly determined has not been discussed and addressed in their research.

This study includes 445 firms, 302 of which are group affiliated and 143 unaffiliated (i.e. non-group firms). On average, in group firms, each independent director has around 5 directorships. In non-group firms, an independent director also serves on around 5 other boards. Similarly, the ratio of busy independent boards in group and non-group firms is above 50% each (Table 2). Thus, independent directors in the sample are busy regardless of whether they serve on boards of groups or of non-group firms.

In a sub-sample that includes only non-group firms, we also obtain the same result as reported for the whole sample, when examining the impact of director busyness on external finance.

5. Results

This section reports the results of the reaction of outside creditors to the independent directors' busyness (Table 5), the moderation role of busy independent board across group and non-group firms in the context of external finance (Table 6), and further robustness checks.

5.1. Independent director busyness and external leverage

In Table 5, both the fixed effects and GMM estimates report a negative relation between director busyness and external leverage. However, there is an increase in both the magnitude and the level of significance of the estimated coefficient on the busyness variable when moving from the fixed effects model to the system GMM model. In particular, the coefficient on busy independent board is an insignificantly negative -0.3886 in the fixed effects model (Column 1), but is significant in the system GMM model ($\beta = -3.1872$, $p\text{-value} = 0.05$), (Column 2).

The rise in the magnitude and the level of significance of the estimated coefficient on this variable in the GMM model may arise from controlling for the dynamic relation between director busyness and past external leverage. Since director busyness is negatively related to past external leverage. Failing to control for this dynamic relation, the fixed effects model is unable to fully reflect the impact of director busyness on external leverage. Overall, busy independent directors appear to have an unfavorable impact on the firm's external finance. Hence, we provide evidence to support hypothesis 1. Firms with greater connectedness of independent directors face more limited access to external finance. Our finding is different from that of Chuluun et al. (2014), who document that firms with greater connectedness of directors leads to more external debt for US firms.

In column 2, Table 5, we also report the results of the specification tests (i.e. the AR(2) second-order serial correlation tests, the Hansen J test of over-identifying restrictions, and the Difference in Hansen test of exogeneity). In detail, the AR(2) test has a p-value of 0.26 which means that the null hypothesis of no second-order serial correlation cannot be rejected. The Hansen test of over-identification yields a p-value of 0.36, thus we cannot reject the hypothesis that our instruments are valid. The Difference in Hansen test of exogeneity has a p-value of 0.42, which means that the null that instruments used for the equations in levels are exogenous cannot be rejected. Overall, the tests reflect that the instruments are appropriate and well identified in each model.

In this table, we report the results from the estimation of the model:

$$y_{it} = \alpha_1 + k_1 y_{it-1} + k_2 y_{it-2} + \beta X_{it} + \lambda Z_{it} + \theta D_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

Where y_{it} is external leverage (Extlev). X_{it} includes busy independent board (busy_ind). Z_{it} includes ROA, sales growth (SalGrow), PPE/total assets (Tangi), firm size (Size), institutional ownership (Insti), Log board size (LogBsize), percentage of non-executive directors (Nonex). D_{it} includes firm age (Age) and year dummies. η_i is firm heterogeneity (fixed effects) and ε_{it} is the error term. For the fixed effect model, it is assumed that $k_1 = k_2 = 0$. All t-statistics are based on robust, firm-clustered standard errors. ***, **, * represent significance at the 1%, 5%, 10% level, respectively. AR(2) are tests for second-order serial correlation in the first-differenced residuals, under the null of no serial correlation, The Hansen test of over-identification is under the null that all instruments are valid. The Diff-in-Hansen test of exogeneity is under the null that instruments used for the equations in levels are exogenous. The instruments used in the GMM estimation are: differenced equations: y_{it-3} , y_{it-4} , X_{it-3} , X_{it-4} , Z_{it-3} , Z_{it-4} , ΔD_{it} ; level equations: Δy_{it-2} , ΔX_{it-2} , ΔZ_{it-2} , D_{it} .

Table 5: The effect of director busyness (denoted by *busy_ind*) on external leverage

	Fixed effects model	GMM model
	(1)	(2)
<i>Busy_ind</i>	-0.3886 (0.5792)	-3.1872** (1.7763)
<i>ROA</i>	-0.3065*** (0.0359)	-0.0558 (0.0903)
<i>SalGrow</i>	0.0041 (0.0045)	-0.0184 (0.0286)
<i>Tangi</i>	0.1990*** (0.0344)	0.0098 (0.0434)
<i>Size</i>	4.0833*** (0.6668)	2.3220*** (0.8275)
<i>Age</i>	-0.1703 (0.8653)	-0.0194 (0.0159)
<i>Insti</i>	-0.1306*** (0.0359)	-0.1235** (0.0548)
<i>LogBsize</i>	-0.1508 (1.6207)	4.7391 (3.1281)
<i>Nonex</i>	0.0180 (0.0324)	-0.1079 (0.0798)
<i>Extlev (t-1)</i>		0.5501** (0.2367)
<i>Extlev (t-2)</i>		0.2165 (0.2087)
<i>R-square</i>	0.2033	
<i>AR (2) test p (value)</i>		0.26
<i>Number of observations</i>	5616	4724
<i>Hansen test of over-identification (p-value)</i>		0.36
<i>Diff-in Hansen tests of exogeneity (p-value)</i>		0.42

Source: Output from STATA

5.2. The moderation role of busy independent board across the group and non-group firms in the context of external finance

We hypothesize that group firms with busy independent board will probably face more limited access to external finance than non-group firms with busy boards. Table 6 presents the regression results of the analysis.

Model 4 includes interaction between busy independent board and group dummy, enabling analysis of the moderating effect of busy board on the relationship between group-affiliated firms and external finance (Hypothesis 2). The coefficient on this interaction is negative and significant ($\beta=-7.347$, $t=-2.16$, $p\text{-value}=0.031$). This lends support to Hypothesis 2. Group-affiliated firms with busy independent boards face more limited access to external finance than non-group firms with busy independent boards.

In this table, we report the results from the estimation of the model:

$$y_{it} = \alpha_1 + k_1 y_{it-1} + k_2 y_{it-2} + \beta X_{it} + \lambda Z_{it} + \theta D_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

Where y_{it} is external leverage (Extlev). X_{it} includes busy independent board (busy_ind). Z_{it} includes Group, the interaction term busy_ind x Group, ROA, sales growth (SalGrow), PPE/total assets (Tangi), firm size (Size), institutional ownership (Insti), Log board size (LogBsize), percentage of non-executive directors (Nonex). D_{it} includes firm age (Age) and year dummies. η_i is firm heterogeneity (fixed effects) and ε_{it} is the error term. All t-statistics are based on robust, firm-clustered standard errors. ***, **, * represent significance at the 1%, 5%, 10% level, respectively. AR(2) are tests for second-order serial correlation in the first-differenced residuals, under the null of no serial correlation, The Hansen test of over-identification is under the null that all instruments are valid. The Diff-in-Hansen test of exogeneity is under the null that instruments used for the equations in levels are exogenous. The instruments used in GMM estimation are: differenced equations: y_{it-3} , y_{it-4} , x_{it-3} , x_{it-4} , z_{it-3} , z_{it-4} , ΔD_{it} ; level equations: Δy_{it-2} , Δx_{it-2} , Δz_{it-2} , D_{it} .

Table 6: The moderation role of busy independent board and external leverage

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Busy_ind</i>	-3.1872*		-2.9967*	-1.6567
	(1.7763)		(1.7291)	(2.7508)
<i>Group</i>		-1.1904	-0.0863	6.7851
		(6.5956)	(6.6402)	(6.3825)
<i>Busy_ind x Group</i>				-7.3470**
				(3.3966)
<i>ROA</i>	-0.0558	-0.0059	-0.0394	-0.0504
	(0.0903)	(0.1027)	(0.0971)	(0.1020)
<i>SalGrow</i>	-0.0184	-0.0357	-0.0278	-0.0199
	(0.0286)	(0.0330)	(0.0308)	(0.0297)
<i>Tangi</i>	0.0098	0.0127	0.0109	0.0183
	(0.0434)	(0.0466)	(0.0437)	(0.0454)
<i>Size</i>	2.3220***	2.2982***	2.0334**	1.3511
	(0.8275)	(0.7861)	(0.7872)	(0.8410)
<i>Age</i>	-0.0194	-0.0306**	-0.0205	-0.0188
	(0.0159)	(0.0145)	(0.0153)	(0.0166)
<i>Insti</i>	-0.1235**	-0.1380**	-0.1102**	-0.0867
	(0.0548)	(0.0536)	(0.0558)	(0.0579)
<i>LogBsize</i>	4.7391	6.3686*	4.3100	3.5422
	(3.1281)	(3.3938)	(3.5775)	(3.5920)

<i>Nonex</i>	-0.1079 (0.0798)	-0.0850 (0.0784)	-0.0861 (0.0807)	-0.1162 (0.0824)
<i>Extlev (t-1)</i>	0.5501** (0.2367)	0.7611*** (0.2307)	0.6974*** (0.2220)	0.7265*** (0.2360)
<i>Extlev (t-2)</i>	0.2165 (0.2087)	0.0272 (0.2073)	0.0842 (0.1994)	0.0637 (0.2093)
<i>Number of observations</i>	4724	4724	4724	4724
<i>AR (2) test p (value)</i>	0.174	0.714	0.489	0.56
<i>Hansen test of over-identification (p-value)</i>	0.361	0.204	0.280	0.281
<i>Diff-in Hansen tests of exogeneity (p-value)</i>	0.423	0.307	0.263	0.202

Source: Output from STATA

The results reported in Tables 5-6 survive extensive robustness checks. First, a number of alternative measures of busy independent board are used including directorships per independent director (IndDirec) (Ferris, Jagannathan and Pritchard, 2003); dummy variables for directorships per independent director greater than three (IndDirect1) and greater than four (IndDirect2); busy independent board with 60% or more independent directors hold three or more total directorships (busy_ind1). Second, one lag of the dependent variable is used in the GMM model instead of the current two lags.²

6. Discussion and conclusions

In this study, we examine the relation between independent director busyness and corporate external leverage in a panel of 445 top Indian firms from 2000 to 2014. Using alternative measures of director busyness and the two-step system GMM model, the study shows a negative association between busy independent boards and firms' external finance. The study also reveals that, compared to non-group firms with busy independent boards, group firms with such boards face more limited access to external finance.

The findings in our study have both theoretical and practical implications. With regard to theoretical implications, our study emphasizes the importance of good corporate governance in corporate financing in emerging markets where exist a high level of information asymmetry and Type II- Agency problems. Accordingly, for firms with higher information asymmetry, the marginal impact of board capital (such as board independence, board network) on external finance is likely to be greater (Botosan, 1997; Butler, 2008; Mansi et al., 2011). Not limited to the lending relationship, these findings also indicate that improved governance of business groups may be needed to ensure that management is doing what is best for shareholders and that minority shareholders' rights are protected.

With regard to methods of research, our study takes into account an important source of endogeneity that arises because the relations among a firm's observable characteristics are likely to be dynamic. Specifically, in the context of corporate governance, current firm external leverage will affect future governance choices and these may, in turn, affect future firm leverage.

Regarding practical implications, through the negative association between a busy independent board and external finance, it seems that outside investors do pay attention to independent directors and put their trust in this type of director when evaluating the likelihood of default of a borrower.

Therefore, further enhancement in the roles of independent directors in corporate strategic activities should be considered. To do this, Indian firms, first, should follow appropriate procedures in the nomination process for this type of director. Second, they should create more room for independent

² Details of these tests are available from the author upon request.

directors to actively participate in firm strategic activities. According to the review of corporate governance practices by FICCI and Thornton (2009), the most reputed accountancy firm in this country, 59% of the respondent companies think that the involvement of independent directors in the annual planning and strategy development was moderate, while 13% agreed that the involvement was minimal. In addition, Indian firms should limit the number of busy independent directors in the boardroom, because under the lens of outside investors in this study, it seems that the costs of a 'too-busy' independent board far outweigh its benefits. Policymakers should re-examine the appropriate upper limit of directorships per independent director so that this type of director can devote enough time and effort to corporate performance and transparency as expected.

The abovementioned implications regarding independent directors in Indian firms may also be applied to firms in other emerging markets. Given their weak shareholder rights, and low corporate transparency (Sarkar and Sarkar, 2012), independent directors in such markets may become a powerful internal mechanism that outside investors can rely on to protect their rights. Like Indian firms, companies in other emerging markets should re-examine whether they have paid proper attention to this type of director.

Appendix: Variable definitions

Variable names	Description	Source
<i>Extlev (External leverage)</i>	Financial debt over book assets	Prowess, calculations
<i>Busy_ind</i>	Boards coded with a one if 50% or more independent directors hold three or more total directorships	Prowess, calculations
<i>Busy_ind1</i>	Boards coded with a one if 60% or more independent directors hold three or more total directorships	Prowess, calculations
<i>IndDirec</i>	Average number of directorships per independent director	Prowess, calculations
<i>IndDirec1</i>	Dummy variable that takes a value of 1 if directorships per independent director greater than three	Prowess, calculations
<i>IndDirec2</i>	Dummy variable that takes a value of 1 if directorships per independent director greater than four	Prowess, calculations
<i>ROA (EBITDA/total assets)</i>	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization divided by the book value of total assets	Prowess, calculations
<i>Tangi (PPE/total assets)</i>	Ratio of book value of net property plant and equipment to the book value of total assets	Prowess, calculations
<i>Size (Firm size)</i>	Natural logarithm of total assets.	Prowess, calculation
<i>Age (Firm age)</i>	Number of years since incorporation	Prowess IQ, calculation
<i>Insti (Institutional ownership)</i>	Ownership percentage of institutional investors	Prowess
<i>LogBsize (Log board size)</i>	Number of directors on a board.	Prowess, Capital IQ, calculation
<i>Nonex</i>	Percentage of non-executive directors on a board	Prowess, Capital IQ, calculation

REFERENCES

- [1] Ahmed, A. S. and Duellman, S. (2007) "Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis", *Journal of Accounting and Economics*, 43(2-3), pp. 411-437.
- [2] Armstrong, C. S., Core, J. E. and Guay, W. R. (2014) "Do independent directors cause improvements in firm transparency?", *Journal of Financial Economics*, 113(3), pp. 383-403.

- [3] Armstrong, C. S., Guay, W. R. and Weber, J. P. (2010) "The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting", *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), pp. 179–234.
- [4] Arranz-aperte, L. and Berglund, T. (2008) "Are Busy Directors Good or Bad for Firm Performance?", *FMA European*.
- [5] Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W. and LaFond, R. (2006) "The effects of corporate governance on firms' credit ratings", *Journal of Accounting and Economics*, 42(1–2), pp. 203–243.
- [6] Balasubramanian, N., Black, B. S. and Khanna, V. (2010) "The relation between firm-level corporate governance and market value: A case study of India", *Emerging Markets Review*, 11(4), pp. 319–340.
- [7] Beasley, M. (1996) "An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud", *Accounting Review*, 71(4), pp. 443–465.
- [8] Beekes, W., Pope, P. and Young, S. (2004) "The Link Between Earnings Timeliness, Earnings Conservatism and Board Composition: evidence from the UK", *Corporate Governance: An International Review*, 12, pp. 47–59.
- [9] Bhojraj, S. and Sengupta, P. (2003) "Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors", *The Journal of Business*, 76(3), pp. 455–476.
- [10] Botosan, C. A. (1997) "Summary Disclosure Level and the Cost of Equity Capital", *The Accounting Review*, 72(3), pp. 323–349.
- [11] Brick, I. E. and Chidambaran, N. K. (2007) "Board monitoring, firm risk, and external regulation", *Journal of Regulatory Economics*, 33(1), pp. 87–116.
- [12] Buchuk, D., Larrain, B., Munoz, F., (2014) "The Internal Capital Markets of Business Groups : Evidence from Intra-Group Loans", *Journal of Financial Economics*, 112, pp. 190–212.
- [13] Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., Smith, A., (2004) "Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems", *Journal of Accounting and Economic*, 37(2), pp. 167-201.
- [14] Butler, A. W. (2008) "Distance still matters: Evidence from municipal bond underwriting", *Review of Financial Studies*, 21(2), pp. 763–784.
- [15] Cameron, A. C. and Trivedi, P. K. (2005) *Microeconometrics : Methods and Applications*.
- [16] Cashman, G. D., Gillan, S. L. and Jun, C. (2012) "Going overboard? On busy directors and firm value", *Journal of Banking and Finance*, 36(12), pp. 3248–3259.
- [17] Certo, S. T. (2003) "Influencing Initial Public Offering Investors with Prestige : Signaling with Board Structures", *The Academy of Management Journal*, 28(3), pp. 432–446.
- [18] Chakrabarti, R., Megginson, W. and Yadav, P. K. (2008) "Corporate governance in India", *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(1).
- [19] Chakravarty, S. and Rutherford, L. G. (2017) "Do busy directors influence the cost of debt? An examination through the lens of takeover vulnerability", *Journal of Corporate Finance*, 43, pp. 429–443.
- [20] Chauhan, G. S. (2016) "Reconciling Theory and Evidences for Corporate Financing in India", *Journal of Emerging Market Finance*, 15(3), pp. 295–309.
- [21] Cheung, Y. L., Rau, P. R. and Stouraitis, A. (2006) "Tunneling, propping, and expropriation: evidence from connected party transactions in Hong Kong", *Journal of Financial Economics*, 82(2), pp. 343–386.

- [22] Chuluun, T., Prevost, A. and Puthenpurackal, J. (2014) "Board ties and the cost of corporate debt", *Financial Management*, 43(3), pp. 533–568.
- [23] Devos, E., Prevost, A. and Puthenpurackal, J. (2009) "Are inter-locked directors effective Monitors ?", *Financial Management*, pp. 861–887.
- [24] Falato, A., Kadyrzhanova, D. and Lel, U. (2014) "Distracted directors: Does board busyness hurt shareholder value?", *Journal of Financial Economics*. Elsevier, 113(3), pp. 404–426.
- [25] Fang, L. and Peress, J. (2009) "Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns", *Journal of Finance*, 64(5), pp. 2023–2052.
- [26] Ferreira, D., Ferreira, M. A. and Raposo, C. C. (2011) "Board structure and price informativeness", *Journal of Financial Economics*, 99(3), pp. 523–545.
- [27] Ferris, S., Jagannathan, M. and Pritchard, A. C. (2003) "Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments", *Journal of Finance*, 58(3), pp. 1087–1112.
- [28] FICCI; and Thornton, G. (2009) "CG Review 2009 : India 101-500. A review of corporate governance practices at the mid market listed companies in India".
- [29] Fich, E. and Shivdasani, A. (2006) "Are busy boards effective monitors?", *Journal of Finance*, 61(2), pp. 689–724.
- [30] Field, L., Lowry, M. and Mkrtchyan, A. (2013) "Are busy boards detrimental?", *Journal of Financial Economics*, 109(1), pp. 63–82.
- [31] Gopalan, R., Nanda, V. and Seru, A. (2007) "Affiliated firms and financial support: Evidence from Indian business groups", *Journal of Financial Economics*, 86(3), pp. 759–795.
- [32] Greene, W. (2008) "Econometric Analysis (6th ed)", Prentice Hall: Upper Saddle River, NJ.
- [33] Healy, P. and Palepu, K. (2001) "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature", *Journal of Accounting and Economics*, 31, pp. 405–440.
- [34] Jackling, B. and Johl, S. (2009) "Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies", *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), pp. 492–509.
- [35] Jaggi, B., Leung, S. and Gul, F. (2009) "Family control, board independence and earnings management: Evidence based on Hong Kong firms", *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), pp. 281–300.
- [36] Jiraporn, P. *et al.* (2009) "Too busy to show up? An analysis of directors' absences", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(3), pp. 1159–1171.
- [37] Jiraporn, P., Kim, Y. S. and Davidson, W. N. (2008) "Multiple directorships and corporate diversification", *Journal of Empirical Finance*, 15(3), pp. 418–435.
- [38] Khanna, T., Kogan, J. and Palepu, K. (2001) "Globalization and corporate governance convergence? A cross-country analysis", Boston, MA: Division of Research, Harvard Business School.
- [39] Khanna, T. and Yafeh, Y. (2007) "Business Groups in Emerging Markets : Paragons or Parasites ?", *Journal of Economic Literature*, 45, pp. 331–372.
- [40] Klein, A. (2002) "Audit committee, board of director characteristics, and earnings management", *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), pp. 375–400.
- [41] Loderer, C. and Peyer, U. (2002) "Board Overlap, Seat Accumulation and Share Prices", *European Financial Management*, 8(2), pp. 165–192.
- [42] Lublin, J. S. (2012) "Are executives overboarded?", *Wall Street Journal*.
- [43] Mansi, S. A., Maxwell, W. F. and Miller, D. P. (2011) "Analyst forecast characteristics and

the cost of debt", *Review of Accounting Studies*, 16, pp. 116–142.

[44] Masulis, R. and Mobbs, S. (2011) "Are all inside directors the same? Evidence from the external directorship market", *Journal of Finance*, 66(3), pp. 823–872.

[45] Mathew, S. S. J. (2007) "Hostile takeovers in India: new prospects, challenges, and regulatory opportunities", *Columbia Business Law review*, 1.

[46] Mendez, C. F., Pathan, S. and Garcia, R. A. (2015) "Monitoring capabilities of busy and overlap directors: Evidence from Australia", *Pacific Basin Finance Journal*, 35, pp. 444–469.

[47] Merton, R. C. (1987) "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information", *Journal of Finance*, 42(3), pp. 483–510.

[48] Morck, R. and Yeung, B. (2003) "Agency problems in large family business groups", *Entrepreneurship Theory and Practice*, pp. 367–383.

[49] Pathak, J. and Sun, J. (2013) "Does investor protection regime affect the effectiveness of outside directorship on the board?", *Journal of Multinational Financial Management*, 23(1–2), pp. 19–33.

[50] Petra, S. T. (2007) "The effects of corporate governance on the informativeness of earnings", *Economics of Governance*, 8(2), pp. 129–152.

[51] Pfeffer, J. and Salancik, G. (1978) *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. Harper and Row, New York.

[52] Roodman, D. (2009a) "A Note on the Theme of Too Many Instruments", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 71(1), pp. 135–158.

[53] Roodman, D. (2009b) "How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata", *Stata Journal*, 9(1), pp. 86–136.

[54] Sarkar, J. and Sarkar, S. (2012) *Corporate Governance in India*, Sage Publications India Pvt Ltd.

[55] Sarkar, J., Sarkar, S. and Sen, K. (2008) "Board of Directors and Opportunistic Earnings Management: Evidence from India", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 23(4), pp. 517–551.

[56] Seifert, B. and Gonenc, H. (2010) "Pecking order behavior in emerging markets", *Journal of International Financial Management and Accounting*, 21(1), pp. 1–31.

[57] Tarkovska, V. (2012) "Busy Boards, Corporate Liquidity and Financial Risk : Evidence from UK Panel Data", *Working paper*, pp. 1–37.

[58] Wintoki, M. B., Linck, J. S. and Netter, J. M. (2012) "Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance", *Journal of Financial Economics*, 105(3), pp. 581–606.

[59] Wooldridge, J. M. (2002) *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*.

[60] Wooldridge, J. M. (2010) *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*.

THE EFFECTS OF THE THREE FACTORS IN THE FAMA AND FRENCH MODEL ON STOCK RETURNS: THE CASE OF VIETNAM STOCK MARKET

ẢNH HƯỞNG CỦA BA NHÂN TỐ THEO MÔ HÌNH FAMA-FRENCH ĐỐI VỚI TỶ SUẤT SINH LỜI CỦA CỔ PHIẾU: NGHIÊN CỨU TRÊN THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU VIỆT NAM

Le Thi Nhu Quynh, Nguyen Thuy Ha, Tran Thi Cam Hoa, Ho Thi Khanh Linh

Nguyen Thi Hai Ly, Nguyen Thi Bich Ngoc

National Economics University

quynhle90.vt@gmail.com

ABSTRACT

This study focuses on the size and book to market effects and the ability of the Fama and French (1993) three-factor model to explain the cross-section of returns. Based on the return data from three stock markets in Vietnam, including HNX, HoSE and UPCoM, as well as company accounting information from January 1, 2001 to December 31, 2017, the study finds that compared to the Capital Asset Pricing Model, the Fama and French (1993) model provides increased explanatory power in explaining the cross-section of returns in Vietnam. The results show that although stock portfolios carried market risk, a market risk premium is not significant. In contrast, size and book to market effects play a role in asset pricing. From that, investors will have a certain basis of evaluation in these factors when making investment decisions in order to get a better chance of receiving an expected return.

Keywords: *Fama and French three-factor model, book-to-market equity (BE/ME), size, market risk, the Vietnamese stock market.*

TÓM TẮT

Nghiên cứu này tập trung vào ảnh hưởng của yếu tố quy mô và giá trị sổ sách trên giá trị thị trường, cũng như khả năng của mô hình Fama-French ba nhân tố trong việc giải thích tỷ suất sinh lời của cổ phiếu. Dựa vào dữ liệu về lợi tức từ ba sàn chứng khoán của Việt Nam, bao gồm HNX, HoSE và UpCoM, cũng như các thông tin kế toán của công ty từ 1/1/2001 đến 31/12/2017, nghiên cứu chỉ ra rằng so với mô hình CAPM, mô hình Fama-French ba nhân tố có khả năng giải thích tốt hơn cho sự khác biệt về tỷ suất sinh lời của các cổ phiếu. Các kết quả cũng cho thấy mặc dù các danh mục cổ phiếu có tiềm ẩn rủi ro thị trường, nhưng phần bù rủi ro thị trường là không đáng kể. Trái ngược, các nhân tố quy mô và giá trị sổ sách trên giá trị thị trường lại đóng vai trò trong việc định giá tài sản. Từ đó, các nhà đầu tư sẽ có cơ sở đánh giá nhất định đến các nhân tố này khi đưa ra quyết định đầu tư để có cơ hội thu được suất sinh lời kỳ vọng.

Từ khóa: *Mô hình Fama-French ba nhân tố, giá trị sổ sách trên giá trị thị trường, quy mô, rủi ro thị trường, thị trường chứng khoán Việt Nam.*

1. Introduction

Understanding the patterns of average stock returns in a world of uncertainty is the most interest of researchers in finance. They have developed models to analyze the riskiness of financial assets and associated premium. Among them, enormous empirical work has been cast in terms of the linear expected return-beta representation. The work of Sharpe (1964) with the Capital Asset Pricing Model (CAPM) laid the foundation for this approach. The CAPM is the single factor model in which expected returns of different assets are a positive linear function of their market β (market risk). In the first generation of CAPM tests such as Lintner (1965), the individual stock returns were used to test and the CAPM failed. The results show a lot of dispersion in the relationship and no significant market risk premium. Jensen et al. (1972) and Fama and MacBeth (1973) proposed grouping stocks into the portfolios by pre-ranking the market betas to reduce idiosyncratic variation in returns and improve beta estimation. Under this sort, CAPM was successfully proved in empirical work during the pre-1969 period. However, after that, the

power of CAPM has been questioned again as many anomalies were still unanswered. This motivates the model developed in the following decades.

In the effort of searching for new explanations, a series of research has found other relationships between average returns and factors, rather than market risk. It is shown that the average return has related to the firm characteristics include the size (ME), book to market value ratio (BE/ME), earning to price ratio (E/P), leverage and so on (Banz, 1981, Basu, 1983, Rosenberg et al., 1985). Based on the information, Fama and French (1992) assessed their joint roles in the cross-section of average returns on AMEX, NYSE and NASDAQ stocks. Fama and French (1993), for the first time, introduced the three-factor model. Fama and French (1996) give an excellent summary and show how the model case solve expected return puzzles beyond the size and value effects. In addition to the firm factors, macroeconomic factors have been also considered; for example, labor income (Jagannathan and Wang, 1996), industrial production and inflation (Chen et al., 1986), investment growth (Cochrane, 1996).

Under the light of the previous research, the study focuses on testing the validity of the CAMP and the Fama and French three factors in explaining return movements in the Vietnam stock markets. There is a stereotype that the returns of Vietnam's stocks do not follow any model but are driven by a group of "big" investors and herd mentality. Is it true? Our research is expected to contribute to the debate on the appropriate asset pricing model to be used in Vietnam. Previous studies have had limited access to accounting variables that affect the scope and their findings. This study hand collects accounting information from all stocks in three stock markets in Vietnam from annual financial reports over the period 2001 to 2017. This is a significant expansion when compared to previous studies in Vietnam and can permit a more comprehensive investigation into three factors of the model. The remainder of the research is structured into four parts. The second part is about a literature review, followed by methodology. The findings and conclusions are presented in the last part.

2. Literature Review

Original CAPM and Fama and French Three-Factor Model

The key point of the linear asset pricing model is that the expected return of an asset should be high if the asset has high betas or large risk exposure to factors that carry high-risk premia. In the formula, the relationship is presented as follows:

$$E(R^{ei}) = \beta_i' \lambda$$

In which R^{ei} is the excess return of asset i , β_i is a vector of beta associated with various factors, and λ is a vector of factor risk premia (the price of risk exposure). In the single factor model CAPM, the amount of risk β is a function of the asset's covariance with market return and risk premium is the excess market return R_m^e . The Fama and French three-factor model adds two new factors into the original CAPM: first, the difference between the return on a portfolio of small stocks and large stocks (SMB); second, the difference between the return on a portfolio of high book-to-market stocks and low book-to-market stocks (HML). In the formula form, the expected return is specified as follows:

$$E(R^{ei}) = \beta_1^i E(R_m^e) + \beta_2^i E(SMB) + \beta_3^i E(HML)$$

In which $E(R_m^e), E(SMB), E(HML)$ are expected premiums. The factor sensitivities β_i are slopes in the time-series regression:

$$R_t^{ei} = \beta_0^i + \beta_1^i R_{mt}^e + \beta_2^i SMB_t + \beta_3^i HML_t + u_{it}$$

One of the conditions for the validity of the above models is that the market portfolio of invested wealth is mean-variance efficient. Hence, the empirical test is actually the test for the efficiency of the market portfolio, given a set of test portfolios and factors. As mentioned above, the test portfolios are sorted to some criteria. For the CAPM, the test portfolio is sort by pre-ranking market beta (Jensen et al., 1972, Fama and MacBeth, 1973). For the Fama and French three-factor model, Fama and French (1993) and Fama and French (1996) used 25 size-BE/ME portfolios of value-weighted NYSE, AMEX, and NASDAQ stocks. The most popular test for the efficiency of the portfolio is GRS proposed in Gibbons et al. (1989). Under the null hypothesis, all intercepts in the time-series regression are jointly equal to zero and then the portfolio is efficient.

Applications of CAPM and Fama and French Three-Factor Model

Up to now, there are many studies examining the explanatory power of the CAPM and the Fama & French 3-factor model in different countries in the world. Ajili (2005) used data of 274 stocks in the French stock market in the period of 1976-2001 (300 months) to test two models. The findings suggested that the three-factor model had a stronger power in explaining the stock returns in the sample with an average coefficient of determination of up to 90.5% while in the CAPM, this coefficient was 71.4%. O'Brien (2007) used a sample of more than 98% of companies listed on ASX - Australia for 300 months from 1981 to 2005. His method of establishing portfolios imitated Fama and French (1993). The results showed that the Fama and French (1993) three-factor model explains the return of the portfolios better than CAPM with the coefficient of determination for the three factors model being 73% and that for CAPM being 44%. However, the study showed that the three-factor model had a limitation on representing the yield of big-valued portfolios and was unable to explain the yield of medium-sized portfolios. In other words, the profitability ratio had no linear relationship with the firm size. In the European market, Malin and Veeraraghavan (2004) tested the applicability of the Fama-French model to the UK market. Their study found out the evidence of size effect in the UK but no evidence of value effect (BE/ME). In brief, the applicability of the Fama and French model is varied in different markets.

In addition to the studies explaining the significance of firm size and BE/ME, there was also a study to clarify which scope the model should be used in practice. Griffin (2002) raised the question of whether the Fama-French three-factor model applied to a specific country or a global scope better explained the time-series fluctuations in profits of international stocks. Regression of stock portfolios showed that the three-factor model applied to a specific country would be better. In fact, different countries had different investment practices and accounting principles and it was difficult to rank the size of enterprises among developed countries and developing countries. This led to deviations in results obtained from testing the Fama & French three-factor model among countries.

Regarding applying the CAPM and the Fama and French three factors in Vietnam, the biggest problem is the shortage of time-series data and accounting information. Compared to developed countries in the world, the Vietnam stock markets began in 2001 and then has been operating for only 18 years. In addition, the stock portfolio has also changed remarkably with many newly listed stocks and delisted stocks. Therefore, the research on the Fama and French three-factor model suffers some certain limitations. Vuong Quan and Ho Hue (2008) studied the sample of 28 non-financial enterprises on HoSE with the weekly return data from January 2005 to March 2008. They found that the Fama-French three-factor model was able to explain better and more fully the changes in stock returns on HoSE compared with the traditional CAPM model. Nguyen Phong and Tran Hoang (2012) using the data from 2007 to 2011 of stocks on the HoSE stock exchange also came into similar conclusions.

Vo Hong Duc and Mai Duy Tan (2014) approached many methods of classifying portfolios in Vietnam. The study uses five methods to categorize portfolios and evaluate the suitability of each of these methods. However, contrary to the initial expectations of the Fama and French three-factor model, the results of this study suggest that the market risk factor is always statistically significant without depending on how the portfolios are divided. Therefore, to determine the return rate of stocks in Vietnam,

the traditional CAPM model still appears to be suitable as a starting point. Then, multi-factor models can be used to provide additional evidence for any correction that investors expect. New studies in several recent years have not only stopped at testing the Fama and French three-factor model but also added two other factors, such as Huynh Ngoc Minh Tram (2017) and Nguyen Duc Minh (2016). However, these studies still selected small data samples (for a short time) in order to avoid the impact of the 2008-2009 crisis.

Both studies showed that the two newly added variables (RMW and CMA) are not significant in explaining stock returns.

However, these above studies suffered the same limitation of small samples, concentrating on stocks listed on only the HOSE, and the selection of a short time period, leading not to apply to the overall market. In this paper, we make an effort to approach the maximum number of securities on the Vietnamese stock market (HNX, HoSE, and UPCoM). This significant increase in the coverage is expected to give a full investigation of the influences of factors in the Vietnam stock markets.

For a stock, the volatility of rate on return depends on many factors, not only the market factor, so adding other factors to the market risk can better explain the stock return rather than relying on a single factor in the CAPM. Moreover, the fact that the Fama and French model was founded on the basis of many studies such as Banz (1981), Bhandari (1988), and Rosenberg, Reid, and Lanstein (1985), ... created breakthroughs when building two factors SMB and HML. Vietnam's stock market is the main "playground" for individual investors who are easily affected by the "herding" factor or the asymmetric information as well as incomplete and inadequate data system. As a result, it is not yet necessary to include 2 factors (profit and investment trend) into the model at this time.

Therefore, our study on Fama and French three factors are suitable for Vietnam's stock market because compared with CAPM, the model is more adequate and compared with FF5M, the model is more reasonable for the stock market that is young, newly developed and in the process of being more mature.

3. Methodology

Dataset

The research collected monthly returns data on 1611 stocks in three stock markets, HNX, HoSE, and UPCoM, from 2001 to 2017. For the accounting information related to these stocks, the data before 2008 is manually collected from financial statements while data after 2008 is collected by using the data platform Fiinpro, we have data from 2008 up to now. We use the yield on 5-year government bonds as the proxy for the risk-free rate.

Methodology

Calculate SMB and HML factors

The most important step in testing and analyzing the Fama and French three-factor model is the construction of two SMB and HML factors. In general, the stocks in the sample were arranged in groups of 10%, 20%, 30% of stocks according to size and value orders. Then the difference in returns between the top group and bottom group was calculated to derive the historical value of factor returns. We tried different ways of classifying stock and found that 20% is the most feasible. Grouping by 10% is not feasible because in the early years of the study period there were not enough stocks to carry out classification into 100 portfolios (that were formed from the combination of 2 factors SMB and HML). Meanwhile, grouping by 30% would form 9 portfolios that do not show so significant differences in return that it is quite difficult to analyze appropriately the fluctuation and inclination among them.

The SMB factor is constructed by classifying all the stocks in the sample according to the market capitalization value. For each year, based on year-ending market capitalization value, we sort stocks in decreasing order and form five stock portfolios, naming (1)-top 20% largest market capitalization; (2), (3) and (4) - three groups of 20% of stocks with the next largest market capitalization, and (5) 20% of stocks with the lowest market capitalization.

To calculate HML, all stocks are sorted according to the year-ending P/B ratio. Any stock with a negative P/B ratio will be removed from the sample (because companies that own those shares are often in financial difficulties, easily go into bankruptcy and become unlisted, causing the research sample to be discontinuous). Each year, there are five portfolios. The stocks with the highest 20% P/B ratio are classified into the portfolio (a) (the "growth" portfolio). Three groups of 20% of stocks with the next highest P/B ratio are the portfolios (b), (c), (d). And 20% of stocks with the lowest P/B are classified into the portfolio (e) (the "value" portfolio). Thus, there are a total of 25 portfolios created from the combination of five groups classified by the P/B ratio and five groups classified by market capitalization value.

These 25 portfolios are held for 12 months and the monthly return is calculated. After 12 months, this process will be repeated. The SMB factor can be obtained by calculating the monthly return of 5 small portfolios ((5) (a), (5) (b), (5) (c), (5) (d), (5) (e)), then subtract the monthly return of 5 big portfolios ((1) (a), (1) (b), (1) (c), (1) (d), (1) (e)). Similarly, the HML factor is obtained by calculating the monthly return of the five "value" portfolios ((e) (1), (e) (2), (e) (3), (e) (4), (e) (5)), then subtract the monthly return of the five "growth" portfolios ((a) (1), (a) (2), (a) (3), (a) (4), (a) (5)). Finally, we come up with monthly data of SMB and HML.

Testing

To test the model, we have to establish testing portfolios. The reason behind using portfolio returns instead of using individual stock returns is to remove idiosyncratic factors in individual stocks. In this study, 21 industry portfolios are chosen. The most common test for the efficiency of a market portfolio which consists of 21 industry portfolios is the GRS test, proposed by Gibbons (1989). Under the null hypothesis, all intercepts in the time series regression are jointly equal to zero and then the portfolio is efficient.

To find out the risk premium for each risk factor, the study applies the two-step procedure as follows:

$$E(R^{ei}) = \beta_i' \lambda$$

- Step 1: Estimate betas from time series regression with monthly data on returns and factors:

$$R_t^{ei} = \beta_0^i + \beta_i' f_t + \varepsilon_t^i$$

Where, f_t is a vector of proxies for factors

- Step 2: Estimate the factor risk premium λ

+ *Traditional procedure*: based on a cross-sectional regression of average monthly returns on betas with no constant:

$$R^{ei} = \beta_i' \lambda + \varepsilon^i$$

+ *Fama Process – MacBeth procedure*: run cross-sectional regression at each month:

$$R_t^{ei} = \beta_i' \lambda_t + \varepsilon_t^i$$

$$\lambda = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \lambda_t$$

$$\text{var}(\lambda) = \frac{1}{T^2} \sum_{t=1}^T (\lambda_t - \lambda)^2$$

4. Empirical Results

Co-movements between portfolio returns and market risk, size, and book to market factors

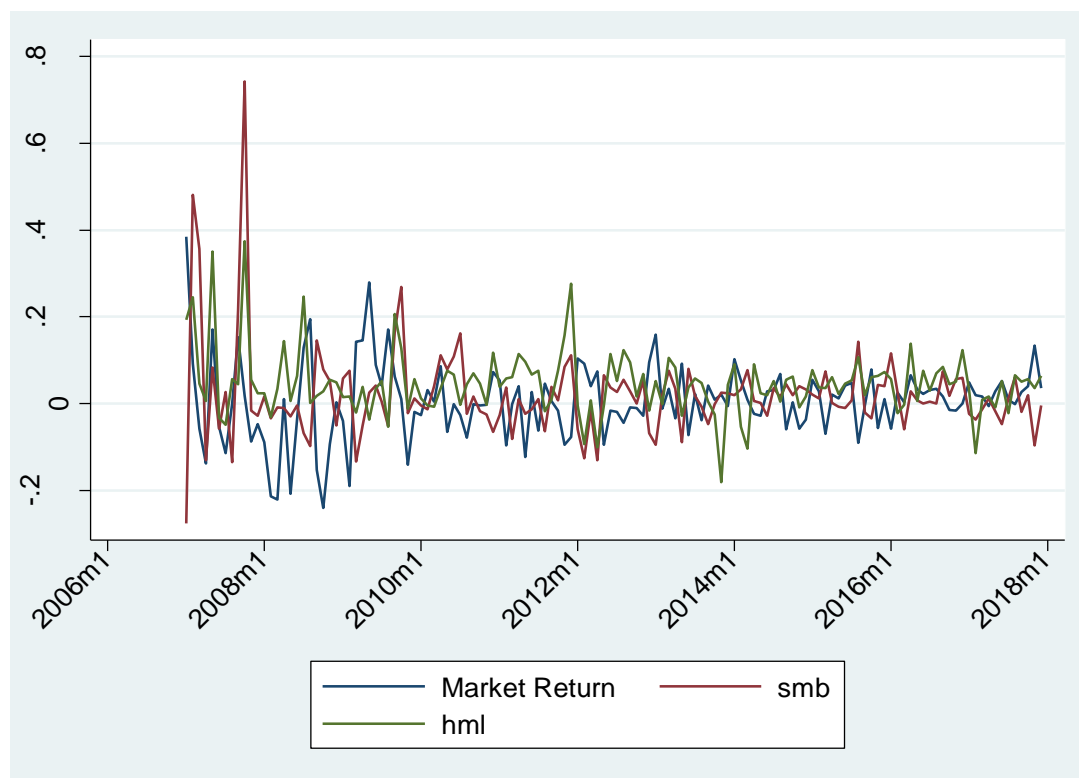


Figure 1: Movements of three factors

Figure 1 shows different patterns of co-movements among factors. Considering the period of 132 months from January 2007 to December 2017, market returns and HML have no linear relationship at the significance level of 5%. However, for the period from January 2007 to January 2010 when the stock market experiences the large disturbances, HML, and market return exhibit a strong positive correlation (at 0.3372) (see Figure 2). In fact, the crisis in the Vietnam stock market started in the mid of 2017. Since this time, HML and market return tended to move closely until the mid of 2009. The reason behind this fact could be that during the stressed year, the prices of all stock wildly fluctuated but the companies with higher P/B experienced a greater rise and fall in the market price than those with lower P/B. Therefore the difference in return between the group of highest P/B and lowest P/B was closely linked to the market movement. In contrast, in the normal condition of the market, the relationship between the HML and market return is less remarkable. It can be explained by the fact that HML reflects the difference between groups while market return tends to offset differences through diversification effects.

Meanwhile, SMB is positively and significantly correlated with HML in both normal and stressed situations. The correlation tends to be higher in the case of large fluctuation, the coefficient increasing from 0.4511 to 0.5090. This relationship is expected because both factors are heavily influenced by stock prices. On the other hand, SMB has a significantly negative correlation with market return with a correlation of 0.1981 in general but there is no remarkable relation in the stressed time. SMB reflects the difference in return due to size. At the beginning of the crisis, the stock price of a company was adjusted to its intrinsic value. During this time, the stocks whose prices were previously blown lost their position and the companies that were previously underestimated and safer gained the most. This adjustment caused a big change in the SMB factor in the beginning time that was less correlated with the market return.

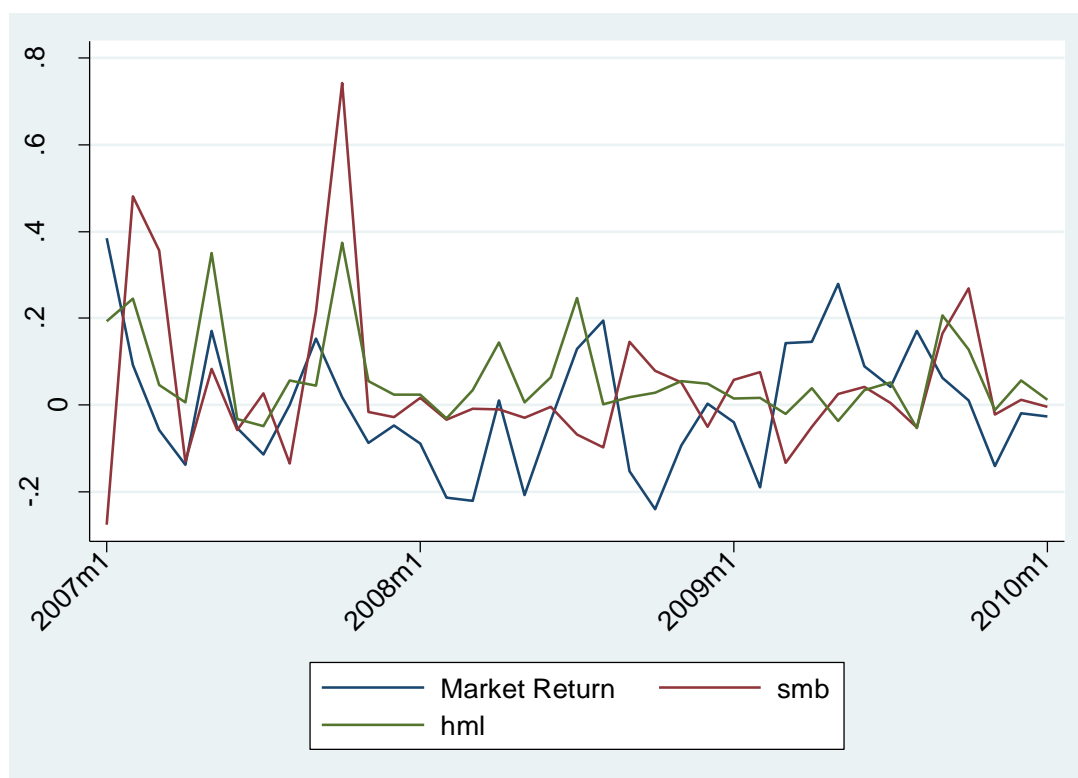


Figure 2: Movements of three factors from Jan. 2007 to Jan. 2010

CAPM

Estimate beta coefficient measuring market risk

Table 1: Beta coefficient of 21 industry portfolios

Industry	Beta coefficient measuring market risk (in descending order)	Standard error (S.E)	t-statistic
Financial services	1.490	0.085	17.568
Support, advice, design services	1.366	0.063	21.756
Insurance	1.311	0.077	17.084
Automobiles, automotive components	1.306	0.083	15.789
Mechanical engineering	1.258	0.087	14.446
Oil and gas	1.186	0.084	14.085
Construction and construction materials	1.150	0.067	17.224
Warehouse transportation	1.133	0.135	8.366
Tourism and entertainment	1.123	0.111	10.143
Infrastructure services	1.084	0.054	20.202
Technology	1.079	0.061	17.750
Banking	0.989	0.072	13.793
Chemicals	0.884	0.067	13.108

Electronics	0.864	0.090	9.645
Retail	0.839	0.160	5.258
Multi-function industry	0.819	0.070	11.753
Food and beverage	0.797	0.073	10.884
Personal and household consumption goods	0.784	0.109	7.206
Communications	0.783	0.078	10.058
Real estate	0.658	0.090	7.270
Pharmaceuticals and biotechnology	0.509	0.075	6.803

Source: Authors' calculations

First, the efficiency of the market portfolio is tested. The GRS test is used to evaluate the mean-variance efficiency of the market portfolio (including all stocks considered). In the one-factor CAPM model, the GRS test gives $p\text{-value} = 0.1295 > 0.05$, hence, the null hypothesis can not be rejected. The market portfolio is efficient in the CAPM model.

Table 1 presents the estimated beta coefficients of 21 industry portfolios. Beta coefficients representing the market risk of 21 economic sectors are positive, which reflects the fluctuation in the same way between the rate of return of the industry portfolio and the market portfolio. Besides, all beta coefficients are statistically significant at 1% level. Among them, there are 11 industries with a beta coefficient greater than 1, which means that their market risk is higher than the market average. These industries include financial services; support, advice, design; insurance; automobiles, automotive components; mechanical engineering; Oil and gas; construction and construction materials; warehouse transportation; tourism and entertainment, infrastructure and technology. These sectors are strongly affected by prices, income and other indicators of the market. The remaining ten industries have beta coefficients lower than 1, implying that these industries' risk is lower than the market average. The list consists of industries such as banking, chemistry, electronics, retail, communications, real estate...

There are some noteworthy findings from the above estimation. For instance, the banking industry and real estate industry are considered as quite sensitive to market volatility but their estimated betas are lower than 1, 0.989 and 0.658 respectively. This is a specific business sector, financial intermediaries financed from individuals, households to corporations..., banks can be easily affected by only small volatility in the economy such as commodity prices, GDP growth, inflation, policy, or even fluctuations from other industries. However, with the current economic situation of Vietnam which is quite stable and growing steadily, the macro indicators are in control and in plans of the Government. Besides, the legal framework for the banking industry in recent years has been adjusted appropriately, accordingly, applying international standards in management as well as administration has made this industry operate more stably. The financing for businesses from different industries has also been standardized and better managed by the bank, so in case fluctuations happen, the bank's operations can be still in control. By comparison, the portfolio of non-bank financial service stocks has the highest beta at all (1.49). The group of insurance stocks also has a high beta at 1.311. The portfolio of construction and construction materials stocks has a beta higher than 1 (at 1.15). This result may be contrary to the normal expectation.

However, it should be noted that the beta coefficient measures the relationship between the market return and the return of a portfolio. In each group categorized by industry, some stocks have higher market risk and some have lower risk, so they can offset each other. For example, in the banking industry, there are some poorly-functioning banks but if investors hold their stocks together with well-functioning banks' stocks, returns will offset each other. Hence, the rate of return of the overall industry will less fluctuate. Another point to note is that beta only measures market risk and does not reflect specific risks. In an industry with low market risk, the industry's specific risk is not surely low.

Risk premium

Table 2: Market risk premium (%/month)

Factor	Two-pass regression (Fama - MacBeth Procedure)			Cross-sectional regression		
	Risk premium	SE	t-value	Risk premium	SE	t-value
Market risk	0.12%	0.16%	0.69	0.12%	9.50%	0.01

Source: Authors' calculations

The market risk premium is estimated in two ways (see Table 2). The result shows that the compensated return for each unit of market risk is 0.12%/month, equivalent to 2.24%/year. In comparison, many studies conducted to conclude on market risk premium reach different values of the market risk premium such as the study of Dimson, Marsh, and Staunton (2003). In their research, the market risk premium is usually assumed to be between 3-7%, with most studies measuring the market risk premium separately for each country. The point estimates are the same for both estimation methods (two-pass regression and cross-sectional regression). Testing the statistical significance of the risk premium, both methods conclude that the null hypothesis that the risk premium is equal to zero cannot be rejected at the significance levels of 1%, 5%, and 10%. Thus, although the market risk of the portfolios can be measured, the corresponding risk premium is not statistically significant. Under the cross-sectional procedure, the market risk factor can explain only 2.32% of the variance in portfolio returns in the sample. Therefore, we can conclude that the CAPM model is very weak in explaining the volatility of the portfolios' returns.

This result can be partly explained by the above findings of the relationship among factors: market return, SMB, HML. As presented above, market return is related to HML and SMB. The exclusion of two factors HML and SMB can lead to the problem of inefficient and biased estimators and then the insignificant of the market risk premium. We will see how the three-factor model can improve results.

Fama and French Three-Factor Model

The results of the GRS test for the Fama-French three-factor model give $p\text{-value} = 0.1197 > 0.05$, implying that the null hypothesis cannot be rejected. The market portfolio is considered efficient in the French and Fama three-factor model.

Estimate beta coefficient measuring market, size and value risks

Table 3: Beta coefficients of 21 industry portfolios

Industry	Market Risk			SMB			HML		
	Beta	S.E	t-value	Beta	S.E	t-value	Beta	S.E	t-value
Financial services	1.58	0.09	17.54	0.25	0.08	2.94	-0.41	0.12	-3.53
Support, consulting, design services	1.55	0.11	13.97	0.81	0.1	7.82	0.04	0.14	0.31
Automobiles and automotive components	1.41	0.11	12.57	0.32	0.11	3.03	-0.34	0.15	-2.34
Insurance	1.3	0.11	11.43	-0.06	0.11	-0.61	-0.09	0.15	-0.58
Mechanical engineering	1.28	0.09	14.62	0.03	0.08	0.32	-0.19	0.11	-1.66
Construction and construction materials	1.25	0.07	16.67	0.32	0.07	4.64	-0.23	0.1	-2.34

Warehouse transportation	1.17	0.07	16.94	0.11	0.06	1.73	-0.16	0.09	-1.74
Tourism and entertainment	1.15	0.17	6.9	0.15	0.16	0.97	0.1	0.22	0.46
Technology	1.11	0.08	14.33	0.04	0.07	0.58	-0.21	0.1	-2.14
Oil and gas	1.1	0.09	12.95	-0.23	0.08	-2.94	0.36	0.11	3.24
Infrastructure services	1.02	0.07	14.43	-0.18	0.07	-2.7	0.21	0.09	2.26
Banking	1.02	0.08	13.44	0.13	0.07	1.82	-0.03	0.1	-0.3
Electronics	0.96	0.09	11.04	0.25	0.08	3.04	-0.41	0.11	-3.64
Communications	0.94	0.07	13.24	0.62	0.07	9.31	-0.13	0.09	-1.45
Multi-function industry	0.93	0.08	11.72	0.37	0.07	4.91	-0.34	0.1	-3.26
Chemicals	0.92	0.06	14.49	0.17	0.06	2.77	-0.01	0.08	-0.12
Personal and household consumer goods	0.87	0.06	14.9	0.26	0.05	4.68	-0.3	0.08	-3.97
Retail	0.86	0.07	12.13	0.07	0.07	1.01	-0.03	0.09	-0.37
Food and beverage	0.8	0.06	14.25	-0.01	0.05	-0.1	-0.06	0.07	-0.86
Real estate	0.72	0.08	9.06	0.17	0.07	2.32	-0.26	0.1	-2.5
Pharmaceuticals and biotechnology	0.55	0.07	7.52	0.17	0.07	2.52	-0.03	0.1	-0.35

Source: Authors' calculations

Table 3 presents the estimation results of beta coefficients measuring three risk factors: market, size, value. First, under the French and Fama three-factor model, market risk of industry portfolios are positive and statistically significant. In terms of the magnitude, compared to those of CAPM, the betas of some industries of the Fama and French three factors have changed. Specifically, three sectors whose betas slightly decrease are oil and gas, infrastructure and insurance; the rested sectors have increasing beta.

About size risk (SMB), the sign of the beta coefficient for sectors is either positive or negative. Four sectors with negative SMB beta include oil and gas; food and beverage; infrastructure services and insurance. The 17 remaining industries have positive betas. Six sectors with beta coefficients that are not statistically significant at the significance level of 5% include mechanical engineering; food and beverage; retail; tourism and entertainment; insurance; technology. The remaining sectors are influenced by size risk (SMB).

Regarding value risk (HML), the sign of the beta coefficient can be either positive or negative. Four sectors with positive HML beta include oil and gas; support, consulting and design services; tourism and entertainment; infrastructure services. The 17 remaining industries have negative betas. Seven sectors with beta coefficients that are not statistically significant at the significance level of 5% include chemicals; support, consulting, design services; pharmaceuticals and biotechnology; retail; tourism and entertainment; banking; insurance. The 14 remaining sectors present the impact of value risk (HML).

These above results are of significance in some aspects. First, compared to the CAPM, the Fama and French three-factor model with additional HML and SMB factors helps adjust the beta of market risk to better reflect the impact of market risk on stock returns in the sample. The market betas of portfolios are significantly adjusted as 17 over 21 show an increase. These changes reflect better co-movement between the return of portfolio and market return after these factors, SMB and HML, have captured some of the turbulence in returns. Second, that these above risk measures of HML and SMB factors are statistically significant shows the evidence of a relationship between asset returns and risks related to size

and value. In other words, size and value risks play a role in determining returns. Third, the evidence that some industries may have a negative or positive beta coefficient is the basis of diversifying investment portfolios to eliminate the influence of size and value factors as well as establishing the portfolios that balance between risk and required returns.

Risk premium

Table 4: Risk premium (%/month)

Factor	Two-pass regression (Fama-Macbeth)			Cross-sectional regression		
	<i>Risk premium</i>	<i>SE</i>	<i>t-value</i>	<i>Risk premium</i>	<i>SE</i>	<i>t-value</i>
Market risk	0.05%	0.82%	0.055	0.05%	0.19%	0.240
SMB	2.03%	1.24%	1.640	2.03%	0.73%	2.757
HML	1.55%	1.29%	1.200	1.55%	0.86%	1.802

Source: Authors' calculations

Table 4 presents the estimation of risk premiums. All risk premiums are positive. The market risk premium is negligible, about 0.05%/month or 0.6%/year. At the significance level of 10%, we cannot reject the null hypothesis that the market risk premium is equal to zero. This result is similar to the conclusion of the CAPM above. Regarding the size premium (SMB), with each increased risk unit, investors can receive an extra return of about 2.03%/month (equivalent to 24.36%/year). Under the above two estimation procedures, the size premium is statistically significant at 5%. Regarding the value premium (HML), with each increased unit of risk, investors receive an additional return of 1.55%/month, equivalent to 18.6%/year. The value premium is statistically significant at 10%. Therefore, not only do the portfolios exhibit significant exposure to value and size risks but also the premium for these risk are significant and more consistent with real returns in the market. In terms of explanatory power, the three factors can explain 33.55% of the variance of returns in the sample, a remarkable improvement from the CAPM (R-squared=2.32%).

These above results also have implications for investors in pricing stocks and setting up a portfolio. One of the most obstacles for the investor is to determine the intrinsic value of a stock. To estimate it, an investor must know the movement and value the discounting return. The Fama-French model can be used to give estimates and predict the trend of returns in the market. Furthermore, we know that investors are trying to find stocks to increase their portfolio return or to adjusted their risk profile, so beta coefficients of the above industries can be a guild to investors.

5. Conclusions

It is concluded that compared to the CAPM, the three-factor model has a significantly increasing power in explaining returns movement in Vietnam. Both the CAPM and the Fama and French model show that the stock portfolios expose market risk at different degrees. However, the market risk premiums in both models are statistically insignificant. In other words, the portfolios do not receive market risk premium despite their exposure to market risk. Second, the addition of HML and SMB to the model has significance in explaining the variation of stock returns at two aspects: (i) exposure to risk, (ii) premium for risk. Third, the Fama-French model with the addition of two factors, HML and SMB, can become a base for establishing or diversifying the portfolio and assessing the risk and return relationship for investors.

REFERENCES

- [1] B. Bahl, "Testing the Fama and French Three-Factor Model and its Variants for the Indian Stock Returns", SSRN Electronic Journal, 2006.
- [2] Black, Fischer., Michael C. Jensen, and Myron Scholes, "The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests", *Studies in the Theory of Capital Markets*, p. 79–121, 1972.
- [3] Drew, M.E. and Veeraraghavan, M., "Beta, Firm Size, Book-to-Market Equity and Stock Returns: Further Evidence from Emerging Markets", *Journal of the Asia Pacific Economy*, pp. 8, 354-379., 2003.
- [4] E Dimson, P Marsh, M Staunton, "Global evidence on the equity risk premium", *Journal of Applied Corporate Finance*, pp. Volume 15, Issue 4, pages 27-38 , 2003.
- [5] Fama EF, French KR, "Common risk factors in the returns on stocks and bonds", *Journal of Financial Economics*, pp. Volume 33, Issue 1, Pages 3-56, 1993.
- [6] Fama EF, French KR, "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies," *Journal of Finance*, p. 51(1):55–84, 1996.
- [7] Fama EF, French KR, "Size and book-to-market factors in earnings and returns", *The Journal of Finance*, pp. Vol 50, issue 1, pages 131–155., 1995.
- [8] Fama EF, French KR, "The Cross - Section of Expected Stock Returns", *The journal of Finance*, pp. Volume 47, Issue 2, Pages 427-465, 1992.
- [9] Fama EF, French KR, "Value versus Growth: The International Evidence", *The Journal of Finance*, pp. 1975-1999, 1998.
- [10] J. Lintner, "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", *The Review of Economics and Statistics*, pp. Vol. 47, No. 1 (Feb 1965), pp. 13-37, 1965.
- [11] J. M. Griffin, "Are the Fama and French Factors Global or Country Specific?" *The Review of Financial Studies*, vol. 15, no. 3, p. 783–803, 2002.
- [12] J. Mossin, "Equilibrium in a Capital Asset Market", *Econometrica*, pp. 34, 768-783, 1966.
- [13] James L. Davis, Eugene F. Fama and Kenneth R. French, "Characteristics, Covariances, and Average Returns: 1929 to 1997", *The Journal of Finance*, pp. Vol. 55, No. 1, 389-406, 2000.
- [14] Lo, Andrew W., and A. Craig Mackinlay, "Data-snooping biases in test of financial asset pricing models", *The Review of Financial Studies*, pp. 3, 431-467., 1990.
- [15] M. A. O'Brien, "Fama and French Factors in Australia", 2007.
- [16] Michael R. Gibbons, Stephen A. Ross, and Jay Shanken, "A test of the efficiency of a given portfolio", *Econometrica*, pp. Vol 57, 1121-1152, 1989.
- [17] Mirela Malin and Madhu Veeraraghavan, "On the Robustness of the Fama and French Multifactor Model: Evidence from France, Germany, and the United Kingdom", *International Journal of Business and Economics*, pp. vol. 3, issue 2, 155-176, 2004.
- [18] N. A. Phong và T. V. Hoang, "Applying Fama and French Three Factors Model and Capital Asset Pricing Model in the Stock Exchange of Vietnam", *International Research Journal of Finance and Economics*, pp. 95, 115-120, 2012.
- [19] N. Billou, "Tests of the CAPM and FAMA and French Three-Factor Model", Working Paper, 2004.
- [20] R. W. Banz, "The relationship between return and market value of common stocks", *Journal of Financial Economics*, pp. Vol 9, 3-18, 1981.

- [21] Ravi Jagannathan and Zhenyu Wang, "The Conditional CAPM and the Cross-Section of Expected Returns", *The Journal of Finance*, pp. Vol. 51, No. 1, pp. 3-53, 1996.
- [22] S. Ajili, "The Capital Asset Pricing Model and the Three Factor Model of Fama and French Revisited in the Case of France", 2005.
- [23] S. Basu, "The relationship between earnings' yield, market value and return for NYSE common stocks: Further evidence", *Journal of Financial Economics.*, pp. Vol 12 129-156, 1983.
- [24] V. Eraslan, "Fama and French Three-Factor Model: Evidence from Istanbul Stock Exchange", *Faculty of Economics and Administrative Sciences*, pp. vol. 4(2), pages 1-11, 2013.
- [25] V. M. Giang, "An Empirical Examination of the Validity of the CAPM in the Vietnamese Stock Market", *Vietnam Securities Review*, pp. Vol. 140, pp. 9-11, 2010.
- [26] W. F. Sharpe, "Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk", *The journal of finance*, pp. 19, 425-442, 1960.
- [27] Tran Thi Hai Ly, "How does the Fama and French three-factor model work on the Vietnamese stock market?", *Economic Development Journal*, p. S239, 2010.
- [28] Vo Hong Duc, Mai Duy Tan, "Applicability the Fama and French three-factor model to Vietnamese stock market: A new approach in categorizing the portfolios", *Economic Development Journal*, pp. 02-20, 2014.
- [29] Vuong Duc Hoang Quan and Ho Thi Hue, "The Fama and French model: An empirical study on the Vietnamese stock market", *Banking Journal*, No 22, pp. 21-29, 2008.

**IMPROVE THE APPLICATION OF LAISSEZ-FAIRE
LEADERSHIP STYLE IN SMALL AND MEDIUM SIZED ENTERPRISES
AN EMPIRICAL STUDY IN VIETNAM**

**NÂNG CAO HIỆU QUẢ ÁP DỤNG PHONG CÁCH LÃNH ĐẠO TỰ DO TRONG DOANH
NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA: NGHIÊN CỨU ĐIỀN HÌNH TẠI VIỆT NAM**

Le Tien Dat

Thuongmai University

tiendatle1509@gmail.com

ABSTRACT

As leadership styles are the choice of leaders for their behavior and models of managing business, leadership styles play a decisive role in operational patterns and business performance of enterprises. Among leadership styles, laissez-faire style is the style in which the leaders hardly use their power to impact on their subordinates but empower subordinates to make decisions. This style has numerous drawbacks such as the poor involvement of leaders in the company business, the uncontrolled employees and the untimely guidance from the leaders to subordinates. However, if this style is effectively used, the high-ranking leaders can devote themselves to strategic matters rather than get tied down by trivial daily activities of the business and the freedom as well as the activeness of subordinates are fully respected and exploited. Therefore, how to use laissez-faire leadership style to take advantage of its benefits and limit its drawbacks is the question. In this study, to investigate the perceptions of Vietnamese SME managers with regard to the application of laissez-faire leadership style, fifty-one participants coming from different business fields were individually interviewed. Based on such investigation, implications on the proper application of laissez-faire leadership style that fits the specific business environment, working conditions, development phrases of the company and the personalities of leaders and subordinates are then provided. Research outcomes are expected to be beneficial to SME managers, training and consulting institutions in assisting Vietnamese SME managers to improve leadership effectiveness and company performance. The study also makes contribution to the knowledge development related to leadership in SMEs in developing countries such as Vietnam.

Key words: *Leadership, leadership styles, laissez-faire style, Vietnamese SMEs.*

TÓM TẮT

Được xem như là sự lựa chọn của các nhà quản trị cho các hành vi và mô tuýp quản lý, phong cách lãnh đạo đóng vai trò quyết định đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong số các phong cách lãnh đạo, phong cách tự do được biết đến là phong cách mà các nhà lãnh đạo hầu như không sử dụng quyền lực của mình để tác động để tác động đến cấp dưới, mà trao quyền cho cấp dưới ngay cả trong việc ra quyết định. Phong cách lãnh đạo này được cho là chứa đựng nhiều hạn chế như thiếu sự tham gia trực tiếp của các nhà lãnh đạo vào các hoạt động kinh doanh, nhân viên thiếu sự kiểm soát và thiếu các hướng dẫn kịp thời từ cấp trên. Tuy nhiên, nếu phong cách này được sử dụng một cách hiệu quả thì các nhà quản lý cấp cao sẽ có thể giành nhiều tâm sức cho các hoạt động mang tính chiến lược thay vì bị ràng buộc bởi các công việc mang tính sự vụ, đồng thời, sự tự do và chủ động của cấp dưới cũng được phát huy triệt để. Do đó, làm sao để có thể phát huy các lợi ích và giảm thiểu các hạn chế khi áp dụng phong cách lãnh đạo tự do là một vấn đề đáng quan tâm. Trong nghiên cứu này, để tìm hiểu nhận thức của các nhà quản lý doanh nghiệp nhỏ và vừa liên quan tới việc sử dụng phong cách lãnh đạo tự do, 51 nhà quản lý hoạt động trong các lĩnh vực khác nhau đã đồng ý và tham gia các cuộc phỏng vấn cá nhân. Dựa trên các ý kiến này, những hàm ý liên quan tới việc sử dụng phong cách lãnh đạo, trong sự cân nhắc về môi trường kinh doanh, điều kiện làm việc, tính cách của nhà lãnh đạo và cấp dưới, đã được đề xuất. Kết quả nghiên cứu được mong đợi là hữu ích cho bản thân các nhà quản lý, cũng như các tổ chức đào tạo/tư vấn trong việc nâng cao hiệu quả lãnh đạo nói riêng, hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nói chung. Nghiên cứu cũng được kỳ vọng đóng góp cho sự phát triển lý thuyết liên quan tới hoạt động lãnh đạo doanh nghiệp nhỏ và vừa trong các nước phát triển như Việt Nam.

Từ khóa: *Lãnh đạo, phong cách lãnh đạo, phong cách lãnh đạo tự do, doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam.*

1. Introduction

Leadership styles have remarkable impacts on loyalty, trust and satisfaction of employees with enterprises and on the entire operational performance of enterprises as well. Selecting the appropriate leadership style may help the managers enhance their operation and management effectiveness. Particularly in SMEs, where the power gap between employers and employees is generally smaller, the involvement and commitment of employees to the company is normally higher, choosing the methods to encourage employees' behaviors becomes more essential. In other words, each member in SMEs should have opportunities to show their capacity to push the development of the company, which also leads to their personal development. Thus, applying autocratic style, or democratic style, or laissez-faire style should be carefully considered. Due to the limited management skills and experiences, many Vietnamese SME managers face difficulties in managing human resources, particularly in making employees volunteer and excited to work. This paper investigates the perceptions of Vietnamese SME managers with regard to benefits and drawbacks of laissez-faire leadership style and then, provides suggestions to make the best use of this leadership style in Vietnamese SMEs. Previous studies mostly focus on the leadership style in big companies, and the research on the leadership styles in Vietnamese SMEs is lacked. Therefore, this paper is expected to fill the gap with regard to both theoretical and practical aspects.

2. Literature review

2.1. Leadership Styles and the Significance of Leadership Styles

Generally, it can be seen that leadership is the capacities to impose influences on employees or organizations to urge them to take actions to meet the goals of the organizations. Leadership is to create motivations, instruct and encourage others so that they will be more eager to work to reach the set-forth targets. Leadership styles are the way a leader instructs his subordinates and encourages them to accomplish the goals that have been set before, a pattern of behavior that a leader chooses to impact on the behavior of employees (Mayowa, 2009). Leadership styles reflect personal features that stem from the characteristics of the leaders (DuBrin 2001).

In his research, Dale Carnegie (2012), tried to evaluate the intellectual and emotional factors affecting the solidarity of employees in the working environment. The research indicated that the methods and behavior of high-ranking leaders are the core issue that needs caring about. Leadership styles may determine the competencies and qualifications of the recruited employees, resources and training programs, the communication with employees as well as the perks or working environment. In particular, Fang, Chang & Chen (2019) emphasizes the remarkable impacts of leadership styles on loyalty, trust and satisfaction of employees with enterprises and on the entire operational performance of enterprises as well. Leadership styles are considered to be related to the creativity at work in particular and work performance of each employee in general (Olawale, 2013).

All things considered, it can be asserted that choosing an appropriate and effective leadership style is of great significance to the business performance of the enterprises.

2.2. Laissez-Faire Leadership Styles

In the research of Kurt Lewin et al (1939) – a research considered as the pioneer study on leadership styles, based on the decision-making - he classified leadership styles into three main types, including autocratic style, democratic style and laissez-faire style.

Accordingly, *Laissez-faire leadership* style, also referred to as *delegative leadership*, is the style in which leaders hardly use their power to impact on their subordinates but empower subordinates to make decisions. They inform followers of the tasks, tell them how they expect the work to be, provide necessary information, tools and resources but little guidance, supervision or controls. Followers are given maximum freedom to make decisions on actions, to solve any problems that arise along the working process but leaders still take responsibility for the actions and outcomes.

Laissez-faire leadership style has its own pros as follows: (1) High-ranking leaders can devote themselves to strategic matters rather than get tied down by trivial daily activities of the business; (2) Freedom and activeness of subordinates are fully respected and exploited, which may bring subordinates the feelings of being valued, so they become more attached to the company. This style especially works when subordinates are expertise and knowledgeable in their particular field; (3) Leaders can easily win the trusts and supports from their followers.

Nevertheless, the cons of laissez-faire leadership style are: (1) Leaders may gradually become uninvolved in the company's business, which may result in the lack of cohesiveness at work; more seriously, their power may be overridden by ambitious subordinates and therefore cannot show their leadership roles; (2) Leaders cannot effectively control their followers and may become dependent on followers; gradually laissez-faire leaders may get passive and tend to avoid true leadership; (3) Without tight supervision and timely interference, the goals of the company may get off tracks, especially when followers are not fully aware of their roles in the team or do not receive timely guidance from their leaders.

3. Research methodology

3.1. Research Objective

This study aims to examine the application of laissez-faire leadership style in Vietnamese SMEs to provide appropriate solutions for managers in adjusting their behaviors. In particular, this research sought to investigate the perceptions of Vietnamese SMEs with regard to benefits and drawbacks when applying this leadership style. Based on the literature on leadership styles and laissez-faire style as well as the opinions of participants, implications on the suitable use of laissez-faire leadership style are then offered. Research outputs are expected to be useful for SMEs and training institutions to help SME managers to adjust behavior to take advantage of laissez-faire style as well as to limit its drawbacks.

The following main research question has been investigated and guides this study:

What are the perceptions of Vietnamese SME managers with regard to the application of the laissez-faire leadership style in Vietnamese SMEs?

3.2. Data Collection

In general, the qualitative interview technique is used in the studies where the perceptions of participants are investigated (Saunders, Lewis and Thornhill, 2012). In this study, using semi-structured interviews helps the researcher to better understand the benefits, drawbacks and application of the laissez-faire leadership style perceived by Vietnamese SMEs. By acquiring the answers, comments, explanation and experience from SME managers, the researcher has opportunities to develop qualitative data in both breadth and depth (Bryman & Bell 2011; Saunders, Lewis and Thornhill 2009).

Participants join this research are SME managers coming from different business fields such as nutritional food, estate business, construction consultants, vocational education. 40 male managers (78.43%) and 11 female managers (18.5%) were individually interviewed. Interviews lasted for more or less 50 minutes and were recorded by electronic recorders. Most of these interviews were conducted at the offices of SME managers to create convenience for participants. The interview protocol developed from literatures was used to seek the opinions of different participants on common issues related to laissez-faire leadership style.

3.3. Data Analysis

To analyze the qualitative data in this study, the step-by-step procedure suggested by Creswell (2014) was used to systemize the data analysis process. Accordingly, researchers are asked to organize the data, conduct a preliminary read-through of the database, code and organize themes, and organize the data in a format for interpretation.

In the process of data analysis, the qualitative QSR support software Nvivo was used. The main themes and sub-themes are used as the “code” of Nvivo. The research results are presented in a descriptive manner, based on the main topics, sub-topics, examples, multi-dimensional views from the interviewees. Descriptive topics are mainly based on the content analyzed from the interviews. In addition, examples and comments by members are also cited directly to help the readers get the “feel” contained in the responses as well as the “lively” in actual business situations, adding to the persuasiveness of qualitative research.

4. Evidence

4.1. Benefits of Applying Laissez-Faire Leadership Style perceived by Vietnamese SME Managers

* Reduce pressure on the leader and leader can focus on strategic issues

In the opinions of Vietnamese SME leaders, one of the advantages of laissez-faire leadership style is that it reduces the workload for the leader. Accordingly, the leader with laissez-faire leadership style may assign work and let staff actively complete the work. The leader therefore has time to find new directions, make strategic planning for the organization. A leader shared: *“I do not have to work with all employees, just with managers such as heads of departments”*. Therefore, this leadership style is considered very flexible; the leader may focus on developing conceptual skills for important issues of the company.

* Promote talents of subordinates and provide opportunities for subordinates to participate in the decision-making process

- Improve the capacity and motivations of employees

Smart use of the laissez leadership style is considered as a method to improve the capacity and motivations of employees. The leader with this leadership style often gives the right to make decisions and assigns the specific work to employees. Employees of these leaders often have the freedom to choose the way they work and how to accomplish their goals, *“to do whatever they believe that it is right”* or *“overly creative”*. As a result, they *“feel respected, listened, feel themselves as important people, and thus they will work harder”*, *“they are more confident and striving for the company”*.

Laissez-faire leadership style also creates opportunities for employees to maximize their activeness. Employees actively provide ideas to solve arising problems. Moreover, this leadership style may promote the roles of team-work when teams are assigned tasks and delegated initiatives to control the team performance. *“And the group must try all their best to satisfy the trusts that the leader places on them”*.

- Create an open working environment

Laissez-faire leadership style is also believed to create an open working environment in the group, as well as in the organization. *“In the organization where this leadership style is applied, each member tends to be the owner of the organizations who can actively find solutions to the problems of the company”*.

- Train capable executives

And when *“each member has the opportunity to be at the center of the company, has opportunities to provide ideas to solve the core problems posed in reality”*, the staff themselves have opportunities to be trained to become managers in the future.

Table 1: Advantages of Laissez-Faire Leadership Style

(Perceived by Vietnamese SME Managers)

* Reduce pressure on the leader and leader can focus on strategic issues
* Promote talents of subordinates and provide opportunities for subordinates to participate in the decision-making process

- <i>Improve the capacity and motivations of employees</i>
--

- <i>Create an open working environment</i>

- <i>Train capable executives</i>

4.2. Drawbacks of Applying Laissez-Faire Leadership Style perceived by Vietnamese SME Managers

*** Cannot promote the roles of the leader**

- Reduce the power of the leader

A major drawback of the laissez-faire leadership style, according to Vietnamese SME managers, is that this leadership style can reduce the power of the leader. In many cases, when the managers abuse this leadership style, they can trust and assign work, even assign the right to employees, but employees do not trust and respect the managers because all the activities are implemented by employees. The managers are responsible for leading activities but they hardly give their opinions and make decisions. And in some cases, *"employees do not believe in the ability of the leader"*. And when leaders do not show their "prestige", they have difficulties in controlling subordinates.

Even worse, the overuse of laissez-faire leadership style can *"give employees the habit of acquiring power; the managers will be dependent on employees"*.

- May cause depression for the leader

As a consequence of the overuse of laissez-faire leadership style, *"this style easily brings depression for leader, leading to arbitrary, neglectful attitudes in working. Employees are less afraid of the authority of the leader"*.

*** Difficult to control work**

Another major disadvantage of the laissez-faire leadership style is that the leader finds it difficult to control the timeline to complete the work as well as the quality of products. The leader assigns tasks and lets employees freely work with each other. As a result, he may become more distracted from work, unable to control subordinates and dependent on subordinates. Gradually, the roles of the leader decline and in many cases, the leader cannot *"immediately correct the mistakes of employees, and slowly response to changes in the business environment"*.

More seriously, when the leader leaves employees too much freedom to decide on their own tasks, it can lead to the situations where employees work without the management of the leader and consequently the leader loses his control. An undesirable consequence that some SME managers in this study have encountered is that employees *"leave the company to set up their own business which may later on become the big competitors of the company"*.

*** May miss the goals if staff are incompetent**

It can be said that laissez-faire leadership style is a style that is not easy to use, as many SME managers shared: *"When the work is uncontrollable, the results will not be achieved and the leader will suffer from the negative consequences"*.

Laissez-faire leadership style should be thoroughly promoted in the working environment where the awareness of most employees is at a certain level. Employees are required to have high self-esteem, solid professional knowledge, good responsibility for the results of the work they undertake. However, in Vietnam, the application of this style is relatively difficult, especially for SMEs, where almost all activities are related to low-tech and the qualifications of workers are relatively low. Moreover, the self-consciousness of workers in Vietnamese SMEs is not high enough, workers cannot control themselves as well as take responsibility for their work. If the leader cannot supervise the production process, the results will not be as the target.

Table 2: Disadvantages of Laissez-Faire Leadership Style

(Perceived by Vietnamese SME Managers)

* Cannot promote the roles of leaders
- <i>Reduce the power of the leader</i>
- <i>May create depression for managers</i>
* Difficult to control work
* May miss the goals if staff are incompetent

5. Implications for appropriate application of laissez-faire leadership style

5.1. Specific Characteristics of Business Activities suited with Laissez-Faire Style

- Apply to stable operation

The development of companies may undergo the basic stages such as the initial stage of formation, the stage of stability and the stage of growth. The laissez-faire leadership is said to be effective when enterprises have entered a stable phase. When the enterprises have implemented a clear regulation and operation, individuals can work actively and have a high sense of responsibility, the laissez-faire leadership should be used. The leader can use laissez-faire leadership to create a comfortable working atmosphere and to connect employees together.

- Apply to sectors which need high creativity and personality

Laissez-faire leadership should also be used for enterprises operating in the areas that require high level of creativity from each employee. Some jobs need creativity, such as design or composition to promote the novelty and the beauty of products. Enterprises operating in highly fluctuating markets (exchange rates, interest rates, international commodity price indexes, securities, etc.) often apply the laissez-faire leadership so that functional departments can make timely decisions to keep up with market fluctuations.

5.2. Job Features suited with the Laissez-Faire Style

- Apply when employee benefits are closely linked to responsibilities

The laissez-faire style can also be used when the leader can closely associate the benefits with responsibilities of employees. At this point, the leader can assign part of the task or the entire task to a group of people in the company.

- Apply for remote management

The leader can also use the laissez-faire leadership when he wants to implement remote management. For example, just in case the leader is absent for a long time, employees will be allowed to handle the job. However, the leader is still able to keep track of the situation through the online reports. The important decision is made by the leader. The results are generally good and business is still running under control.

When the leader cannot directly participate in the work as the team goes to the market to find customers, he may assign the head of team to control this work.

- Apply to work which is hard to manage the whole processes

The laissez-faire leadership should also be applied to jobs where the leader finds it difficult to manage the process, or when the leader chooses to assign the task. Then he just cares about the final result of the task and treats employees based on their results.

- Apply when the leader can control the risks

The leader can also use the laissez-faire leadership when he can control the risk. Even if the team faces any problem, the leader can deal with the problem in time. In other words, the leader needs to skillfully exploit the laissez-faire style, using it in a way that the leader can control the risks, after the strategic direction has been communicated to employees.

It should be noted that the leader using the laissez-faire leadership needs to clarify the framework, limits, levels of empowerment for each level of employees and decision-making levels to ensure that the overall management is kept strictly under the target and direction. In particular, the leader must always ensure that the level of risks of empowerment is within control. The current trend encourages the use of laissez-faire leadership accompanied by the stricter establishment of the organization model, process, mechanism and market practices. As such, the leader can control the risks so that the ethical or operational risks of an individual or a functional department will not have negative impacts on the operations of the enterprises.

In addition, the laissez-faire leadership is often associated with open design from the workspace to the environment and corporate culture (Google is a typical example of this style), creating continuous and smooth communication connection and information channels, so that all employees can maximize their creativity.

5.3. Specific Characteristics of the Leader suited with the Laissez-Faire Style

- Apply to the leaders who are able to allocate and assign tasks effectively

The laissez-faire leadership can be applied when the leader is able to allocate and assign work effectively. To do so, the leader will set priorities for the job and empower certain tasks. Employees are given the full trust and if they are able to handle the situation and determine what to do and how to do, the efficiency of the laissez-faire leadership will be very high.

- Apply to the leaders who do not have experience or expertise knowledge

The laissez-faire leadership can also be used in situations where the leader has employees with better expertise knowledge than himself. In this case, the leader cannot and should not cover everything but let every employee have full control of their work. In addition, this also allows the leader to improve his work performance.

- Apply to the leaders who are the co-founders of the enterprise

The laissez-faire leadership can also be applied to the co-founders of the enterprise. In many cases, with high capacity and responsibility, the co-founders of the enterprise can support the leader to manage certain areas of the business.

5.4. Specific Characteristics of the Employees suited with the Laissez-Faire Style

- Apply to employees with high working capacity and good creativity

The leaders may consider the use of the laissez-faire leadership when the capacity of their employees is high. When employees have good understanding and experience of the work, and can work independently, they can make their own decisions without consulting their leader. All the same, the laissez-faire leadership should also be used when the leader has gained full trusts from his employees.

- Apply to stubborn employees

The laissez-faire leadership can also be used for employees of strong personalities who want to be listened to and respected rather than simply follow the one-way order from the leader. However, in this case, the leader should only use the laissez-faire leadership when employees are good enough, that is, when they know what to do and how to do and they work for the benefits of the enterprises.

Table 3: Solutions related to the context of application of the laissez-faire leadership to the SMEs in Vietnam

* Business activity
- <i>Stable phase</i> - <i>Sectors which require innovation and creativity</i>
* Job features
- <i>When benefits and responsibilities are closely linked</i> - <i>For remote management</i> - <i>Work which is hard to manage processes</i> - <i>When the leader can control the risks</i>
* Leader characteristics
- <i>New leaders</i> - <i>Leaders who can allocate and assign work effectively</i> - <i>Leaders who are the co-founders of the enterprise</i> - <i>Leaders who do not have experience and expertise knowledge</i>
* Employee qualities
- <i>Employees with high responsibility, concentration on work and want to be listened to</i> - <i>Employees with high working capacity and good creativity</i>

In addition to the above factors of business activities, job features, leader characteristics and employee quality, Vietnamese SME managers when applying laissez-faire leadership style should also consider some Vietnamese culture features which may affect to the management. For example, the workers in Vietnamese SMEs are not highly self-disciplined. When they have too much freedom, they may be lazy and lack motivation to gain better achievement. The lack of responsibilities in working may make Vietnamese employees in SMEs just do what they are asked by the leaders. At that time, “freedom may mean do nothing”. Also, a number of Vietnamese SME managers are not highly professional and capable enough to make the best use of laissez-faire leadership style. When the tasks are assigned too much to employees, SME managers may become lazy and rely on subordinates. Furthermore, the gap between employers and employees in Vietnamese SMEs are normally small, and thus, when the freedom is too much provided, the manager may lose their power to manage the business. Therefore, Vietnamese SME managers should also know how to balance among leadership styles.

6. Conclusions

Selecting the suitable leadership style to adjust leadership behaviors is essential for leaders in enhancing management effectiveness. The paper has provided the discussion on the pros and cons of laissez-faire leadership style, based on the review of literatures related to leadership style and laissez-faire style. The recommendation for the appropriate use of this leadership style was then described. The paper is expected to make contribution to business performance of SMEs as well as to the theoretical development related to leadership in SMEs in developing countries.

REFERENCE

- [1] Bryman, A & Bell, E 2011, *Business Research Methods*, 3rd edn., Oxford University Press, USA.
[2] Creswell, JW 2014, *Research Design: Qualitative, Quantitative and Mixed Method Approaches*, 4th edn., SAGE Thousand Oaks Calif.

[3] DuBrin, AJ 2001, *Leadership: Research findings, practice, skills* ., Boston, MA, Houghton Mifflin.

[4] Fang, C-H, Chang, S-T & Chen, G-L 2009, Applying Structural Equation Model to Study of the Relationship Model among leadership style, satisfaction, Organization commitment and Performance in hospital industry, *IEEE*,

[5] Lewin, K, Lippitt, R & White, RK 1939, 'Patterns of Aggressive Behavior in Experimentally Created "Social Climates"', *The Journal of Social Psychology*, vol. 10, no. 2, pp. 269-299.

[6] Olawale, T 2013, *Leadership Style: Impact on employee*, thesis, Lahti University of Applied Sciences.

[7] Saunders, M, Lewis, P and Thornhill, A. 2012, *Research Methods for Business Students*, 5th edn., Pearson Education Limited, UK.

FOREIGN DIRECT INVESTMENT, CORRUPTION AND THE DEVELOPMENT OF PUBLIC SERVICE SECTORS IN EMERGING COUNTRIES

ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP NƯỚC NGOÀI, THAM NHŨNG VÀ SỰ PHÁT TRIỂN CỦA CÁC
NGÀNH DỊCH VỤ CÔNG TẠI CÁC NỀN KINH TẾ MỚI NỔI

Loan Quynh Thi Nguyen^{*}, *Nghi Huu Phan*^{*}, *Van Bui Do*^{*}, *Ngan Kim Thi Tran*^{**}

^{*}National Economics University,

^{**}School of Politics, Economics and International Relations, University of Reading, Reading, United Kingdom

loanntq@neu.edu.vn

ABSTRACT

The aims of this study is to empirically examine the effect of foreign direct investment (FDI) and corruption on the development of public service sectors in emerging countries. It then investigates whether this relationship is different between two FDI sub-types including greenfield FDI and cross-border M&As. Using a panel database from 10 emerging countries during the period 1996-2015, we first find that FDI strongly and positively contribute to the development of the public service sectors in the recipient nations, except for electricity sector. However, we show that this relationship is depended on the type of FDI modes of entry. Specifically, while greenfield investment is found to have a positive impact on the development of telecommunication and transportation sectors, cross-border M&A has no impact on the development of these two sectors, perhaps because of the distinct differences among three public service sectors. Finally, we document that when taking into account the role of corruption, the study can provide a more in depth insight in to the impact of FDI and its two components on the development of public service sectors. Particularly, we found that at high level of corruption, aggregate FDI might have no influence on all three public service sectors, possibly because the two contrasting effects of corruption and two types of FDI components on the development of public service sectors seems cancel each other out.

Keywords: *FDI, greenfield Investment, cross-border M&As, corruption, telecommunication, transportation, Electricity.*

TÓM TẮT

Mục đích của nghiên cứu này là nghiên cứu thực nghiệm ảnh hưởng của đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) và tham nhũng đối với sự phát triển của các ngành dịch vụ công ở các nền kinh tế mới nổi. Bên cạnh đó, nghiên cứu kiểm định xem liệu mối quan hệ này có khác nhau giữa hai hình thức cấu phần của FDI đó là hình thức đầu tư mới (greenfield) và hình thức mua bán và sáp nhập xuyên biên giới (M&As) hay không. Sử dụng bộ dữ liệu bảng từ 10 quốc gia mới nổi trong giai đoạn 1996-2015, kết quả nghiên cứu cho thấy FDI có tác động tích cực đối với sự phát triển của các ngành dịch vụ công tại các quốc gia tiếp nhận đầu tư, ngoại trừ ngành điện. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ này phụ thuộc vào loại hình đầu tư FDI là đầu tư mới hay M&As. Cụ thể, trong khi đầu tư mới có tác động tích cực đến sự phát triển của ngành viễn thông và vận tải, hình thức đầu tư M&As không có tác động đến sự phát triển của hai lĩnh vực này. Nguyên nhân là do sự khác biệt về bản chất của hai hình thức đầu tư cũng như đặc tính riêng biệt của ba lĩnh vực dịch vụ công cộng. Cuối cùng, nghiên cứu chỉ ra rằng việc xem xét vai trò của tham nhũng giúp đánh giá sâu sắc hơn về tác động của FDI và hai thành phần của FDI đối với sự phát triển của các ngành dịch vụ công. Theo đó, ở mức độ tham nhũng cao, tổng vốn FDI có thể không ảnh hưởng đến sự phát triển của ba lĩnh vực dịch vụ công cộng là kết quả của hai chiều tác động trái ngược giữa tham nhũng, hai cấu phần của FDI và sự phát triển của các ngành dịch vụ công đã triệt tiêu lẫn nhau.

Từ khóa: *FDI, đầu tư mới, M&As, tham nhũng, viễn thông, vận tải, điện.*

1. Introduction

In a general sense, FDI may contribute to the development of the host country by increasing the stock of knowledge via the spillover effects from FDI investors to local firms and fostering technological growth via the incorporation of new inputs and foreign technologies in the production of the host country. Unfortunately, the empirical literature examining the impacts of FDI on receiving countries reveals rather

mixed and inconclusive outcomes. While a strand of evidence has documented a positive developmental effect of FDI after controlling for specific host country traits (Borensztein et al., 1998; De Mello, 1999; Alfaro et al., 2004; Fortanier, 2007), there are a number of studies indicate opposite outcomes (Saltz, 1992; Mencinger, 2003). Part of the reason may lie in the choice of theoretical framework and the specification of FDI entry modes (i.e. Greenfield and cross-border M&A). Accordingly, on the one hand, greenfield FDI (referring to the establishment of new companies) is generally believed to exert economic-boosting effects on the host countries as it could increase the stock of capital, create employment opportunities, and subsequently facilitate growth (UNCTAD, 2009; Wang and Wong, 2009). On the other hand, M&As (full or partial takeover of companies by foreign investors) is often criticized as a speculative strategy seeking only the arbitrage profits (Kim, 2008) and might not lead to any capital formation and/or productivity enhancement of the host nations (Luu, 2016). It is also worth noting that although there are a lot of studies focusing on the influence of FDI on the development of the host country, it remains very limited work concentrate on the impact of FDI on the development of the public service sectors, leaving it still ambiguous whether and how FDI affects the development of the public service sectors in the recipient nation.

As suggested by previous studies, the extent to which FDI may contribute to the host country's development is dependent on the degree of corruption in that country (Meyer and Nguyen, 2005). Literature on the corruption-FDI nexus (i.e. Hakkala *et al.*, 2008; and Mudambi *et al.*, 2013) has often recognised the possibility that corruption is harmful and a barrier to entry. This is because corruption is not only perceived as an additional tax that directly augments business costs, but also a source of operating inefficiency and uncertainty since bribery is unofficial and (most likely) illegal, meaning that the firm will be vulnerable to losses and unprotected if the corrupt officers do not fulfill their promises. However, another strand of literature by, for example Cuervo-Cazurra (2008) and Barassi and Zhou (2012), suggests a contrasting view that corruption might act as the "grease for the squeaky wheels", helping to increase market efficiency, reducing the firm's operating costs, and eventually, allowing MNCs to penetrate the market.

Recently, attention has shifted to another important but less explored channel, which is public sector services, particularly in developing countries (Imam et al., 2019; Wren-Lewis, 2015; Estache et al., 2009; Dal Bó and Rossi, 2006; Bergara et al., 1998). The preponderance of evidence from this strand of literature suggests that corruption can inhibit the performance of public goods sectors. For example, in a recent study, Imam et al. (2019) investigate the influence of corruption on electricity sector performance in Sub-Saharan African countries and find that corruption can significantly reduce technical efficiency of the sector and constrain the efforts to increase access to electricity and national income.), while examining the corruption-electricity sector performance linkage in different settings, also captures similar outcomes as Imam et al. (2019). In another strand of literature, Yan and Oum (2014) argue that the cost of providing public goods is affected by corruption of local government since bureaucrats have no strong incentives to pursue mandated tasks under a corrupt environment.

Unfortunately, the empirical literature examining the impacts of FDI and corruption on receiving countries reveals rather mixed and inconclusive outcomes, perhaps due to the fact that the aggregated FDI level is in fact comprised of different compositions (i.e. greenfield investment, and cross-border M&As), and the effect of corruption on each of those FDI sub-types could therefore be inherently dissimilar. In practice, MNCs, in dealing with the existing level of corruption in the host country, might choose to adjust their entry mode to either maximise the beneficial effects of bribery or mitigate their exposure to uncertainty and the added costs associated with corruption (Doh et al., 2003; Brouthers et al., 2008; Mudambi et al., 2013). While greenfield FDI (referring to the establishment of new companies) is generally believed to exert economic-boosting effects on the host countries as it could increase the stock of capital, create employment opportunities, and subsequently facilitate growth (UNCTAD, 2009; Wang

and Wong, 2009), M&As (full or partial takeover of companies by foreign investors), on the other hand, is often criticized as a speculative strategy seeking only the arbitrage profits (Kim, 2008) and might not lead to any capital formation and/or productivity enhancement of the host nations (Luu, 2016).

The purpose of this research is therefore fill these gaps in the literature by investigating how FDI and corruption could affect the development of public service sectors in emerging countries. By doing this, our research can contribute to the literature in several aspects. First, this is the first empirical research that investigate the impact of FDI on the development of public service sector while explicitly controlling for corruption practice. Second, it will provide a deep insight into this relationship by separating the aggregated inward FDI into its two compositions that are greenfield FDI and cross-border M&As to examine whether there is any different impact between these two factors. Third, this study will provide the first empirical evidence about the relationship between FDI, corruption and public service sectors' development in emerging countries, which has been neglected recently since much attention so far have been paid in developed countries.

Using a panel database from 10 emerging countries during the period 1996-2015, we first find that FDI strongly and positively contribute to the development of the public service sectors in the recipient nations, except for electricity sector. However, we show that this relationship is depended on the type of FDI modes of entry. Specifically, while greenfield investment is found to have a positive impact on the development of telecommunication and transportation sectors, cross-border M&A has no impact on the development of these two sectors, perhaps because of the distinct differences among three public service sectors. Finally, we document that when taking into account the role of corruption, the study can provide a more in depth insight in to the impact of FDI and its two components on the development of public service sectors. Particularly, we found that at high level of corruption, aggregate FDI might have no influence on all three public service sectors, possibly because the two contrasting effects of corruption and two types of FDI components on the development of public service sectors seems cancel each other out.

The paper is now proceeded as follow. Section 2 describes the methodology. Section 3 presents and discusses the empirical results. Section 4 provides conclusion and discussion.

2. Methodology

2.1. Model Specification

In this section, we investigate how FDI could affect the development of public service sectors in the host country. The standard model takes the following form:

$$y_{it} = \varphi_1 FDI_{it} + \varphi_2 Corruption_{it} + \varphi_3' X_{it}'' + v_j + \eta_t + \mu_t^1 \quad (1)$$

Where y_{it} is the degree of public service sectors' development in country i at time t and is measured by one of three different sets of indicators, namely transportation, telecommunication, and electricity. As suggested by some previous studies (i.e. Randolph *et al.*, 1996 and Calderón *et al.*, 2015), these three sectors are the most important measures of the degree of development of public service sectors in a country. Specifically, *Electricity* is calculated as the percentage of households with access to electricity. *Telecommunication* is defined as total number of telephone lines (fixed and mobile) per 100 people. *Transportation* is measured as a natural logarithm of total air and rail transportations. Regarding other variables and *Corruption* is the corruption level in each country and will be collected from the Worldwide Governance Indicators provided by the World Bank. *FDI* is a natural logarithm of total inward FDI. $X'' = [Urbanisation, Openness, Income, Exchange, Inflation]$ is the vector of j covariates that often been used in development economic literature and potentially influence the development of public service sectors. Finally, country and year fixed effects (v_j and η_t , respectively) are also captured as in previous models. μ_t^1 is the error term.

In order to investigate the impact of two components of FDI on the development of public service sectors in the host country, we adjust model (1) by replacing variable FDI by its two compositions that are greenfield FDI and merger in which *Greenfield* is the level of greenfield investment and is measured as the natural logarithm of greenfield FDI in the host country while *Merger* is the level of cross-border M&A investment and is measured as the natural logarithm of cross-border M&A sales in the host country as follows:

$$y_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 greenfield_{it} + \varphi_2 corruption_{it} + \varphi_3^K X_{it}'' + v_j + \eta_t + \mu_t^2 \quad (2)$$

$$y_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 merger_{it} + \varphi_2 corruption_{it} + \varphi_3^K X_{it}'' + v_j + \eta_t + \mu_t^2 \quad (3)$$

2.2. Sample overview

We use a sample of 10 emerging countries between the period of 1996 and 2015. All the data is retrieved and merged from a number of sources including the UNCTAD database and the World Development Indicators database provided by the World Bank. Our final dataset contains of 155 country-year observations of 10 emerging countries over the time period of 1996 to 2015. Descriptive statistics and the correlation matrix between all variables are provided in Table 2 and Table 3 respectively.

Table 1: Definitions, measurements and sources of main variables

Variable	Definition and measurement	Source
Electricity	Percentage of population with access to electricity to total population	World Development Indicators database, World Bank
Transportation	Natural logarithm of total air and rail transportations	World Development Indicators database, World Bank
Telecommunication	Total telephone lines (fixed and mobile) per 100 people	World Development Indicators database, World Bank
FDI	Natural logarithm of FDI inflows	UNCTAD
<i>Merger</i>	Natural logarithm of cross-border M&A sales	UNCTAD
<i>Greenfield</i>	Natural logarithm of greenfield FDI	UNCTAD
<i>Corruption</i>	The corruption index provided by the World Bank	Worldwide Governance Indicators, World Bank
Urbanisation	The ratio of urban population to total population	World Development Indicators database, World Bank
Openness	The ratio of trade (exports +imports) to GDP	World Development Indicators database, World Bank
Income	Real per capita income	World Development Indicators database, World Bank
Exchange	The change in real exchange rate	World Development Indicators database, World Bank
Inflation	The inflation rate	World Development Indicators database, World Bank

Table 2: Summary Statistics

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Telecommunication	220	57.95	46.96	0.968	163.4
Transportation	204	16.40	1.708	7.170	19.89
Electricity	220	82.67	25.07	0.013	100
FDI	215	21.93	1.881	17.10	25.63
Merger	171	21.79	2.043	14.22	24.73
Greenfield	206	59.79	1.841	17.10	25.56
Corruption	187	59.79	15.71	28.78	91.70
Income	220	3100	2841	331.7	10925
Urbanisation	220	46.43	19.33	17.57	87.79
Openness	200	0.835	0.495	0.215	2.204
Inflation	202	8.032	13.04	-9.616	85.73
Exchange	220	2475	5268	0.081	21697

Table 3: Correlation matrix

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1. Telecommunication	1											
2. Transportation	0.401	1										
3. Electricity	0.661	0.268	1									
4. FDI	0.367	0.341	0.286	1								
5. Merger	0.297	0.195	0.107	0.368	1							
6. Greenfield	0.358	0.087	0.296	0.372	0.224	1						
7. Corruption	-0.312	-0.235	-0.256	-0.163	-0.311	-0.104	1					
8. Income	0.67	0.311	0.6	0.309	0.349	0.247	-0.240	1				
9. Urbanization	0.544	0.134	0.561	0.103	0.244	0.043	-0.557	0.185	1			
10. Openness	0.244	-0.259	0.352	-0.289	-0.237	-0.262	-0.505	0.196	0.301	1		
11. Inflation	-0.092	-0.076	-0.157	0.049	0.157	0.004	0.268	-0.243	-0.295	-0.325	1	
12. Exchange	0.133	-0.175	0.192	-0.138	-0.391	-0.062	0.351	-0.360	-0.411	0.225	0.146	1

3. Empirical Results

3.1. The impact of the aggregated FDI and Corruption on the Development of Public Service Sectors

Table 4 reports the estimation results of equation (1) to estimate the relationship between FDI, corruption and the development of public service sectors in recipient countries. Column 1 show the results of the telecommunication as a dependent variable, column 2 reports the regression results when the transportation is used, whereas column 3 depicts the results for electricity sector.

Overall, as can be seen from Table 4, the estimated coefficients on FDI are always positive and strongly significant in all three specifications, implying that FDI may contribute positively to the development of public service sectors in the host countries. Our results are, therefore, in line with some prior studies (i.e., Borensztein et al., 1998; De Mello, 1999; Alfaro et al., 2004 and Fortanier, 2007). Accordingly, this positive relationship can be explained by the fact that FDI has increased the stock of

knowledge of the host country via the spillover effects from FDI investors to local firms and fostered technological growth via the incorporation of new inputs and foreign technologies in the production of the host country. In addition, since FDI investors can provide a large amount of capital for the recipient country, these countries can use this money to improve their telecommunication, transportation and electricity system to better serve the society.

In terms of the relationship between corruption and the development of public service sectors, the overarching theme that emerges from Table 4 is that corruption has no impact on the development of public service sectors. This finding implies that the influence of corruption might be much more complicated and thus need further in-depth analysis to explore. Regarding other variables, while urbanization, exchange and the level of income are positively associated with all three public service sectors; inflation is found to be negatively linked with telecommunication sector only.

Table 4: The impact of the aggregated FDI and corruption on the development of public service sectors in emerging countries

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
	Telecommunication	Transportation	Electricity
FDI	6.306** (2.494)	0.135*** (0.036)	0.185* (0.413)
Corruption	-0.472 (0.264)	-0.005 (0.004)	0.071 (0.044)
Income	0.003 (0.002)	0.005*** (0.000)	0.002*** (0.000)
Urban	2.237*** (0.670)	0.031*** (0.010)	0.139* (0.111)
Inflation	-0.204** (0.190)	0.001 (0.003)	0.030 (0.031)
Exchange	0.007*** (0.001)	0.004*** (0.000)	0.003** (0.000)
Openness	-23.186** (10.566)	0.723*** (0.152)	-1.062 (1.749)
Constant	-2.263*** (9.157)	3.208*** (0.994)	8.765*** (1.444)
Year FE	YES	YES	YES
Country FE	YES	YES	YES
Observations	155	155	155
R-squared	0.915	0.914	0.873

Standard errors in parentheses

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

3.2. The impact of FDI compositions, Corruption, and the Development of Public Service Sectors

Previous empirical works (i.e. Kogut and Singh, 1988; Hennart and Park, 1993; Mayer, 2009; and Gopalan et al., 2017) have suggested that FDI in fact comprises of different components and argued that these two forms of investment may produce differential impacts on the host country due to their differences in nature and thus cannot perfectly substitute for each other. According to the transaction cost theory, MNCs tend to undertake FDI in the form of greenfield investment when they seek to exploit their superior managerial abilities and technical expertise as well as intensify R&D (Chang and Rosenzweig, 2001). In contrast, cross-border M&As are often preferred by MNCs as a way to secure key resources of the domestic countries and acquire product-specific knowledge of the local firms (Chang and Rosenzweig, 2001) because this type of entry mode usually involves the ownership transfer of existing assets and resources from domestic to foreign entities. Therefore, in order to examine whether each type of FDI components could have different impacts on the development of public service sectors in the host country, we replace the variable FDI in the model (1) by the variable Greenfield and variable Merger as in model (2) and (3). The results of these models are then presented in Table 5.

Table 5: The impact of FDI compositions, Corruption, and the Development of Public Service Sectors

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Telecommunication		Transportation		Electricity	
Merger	0.701 (1.277)		0.039 (0.019)		-0.153 (0.204)	
Greenfield		3.318*** (2.225)		0.092*** (0.030)		0.434* (0.362)
Corruption	0.072 (0.265)	-0.251 (0.269)	0.002 (0.004)	-0.001 (0.004)	0.070 (0.042)	-0.084 (0.044)
Income	-0.003 (0.002)	-0.003 (0.002)	0.000 (0.000)	0.000*** (0.000)	-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)
Urban	1.600** (0.742)	1.822*** (0.689)	-0.008 (0.011)	-0.038*** (0.009)	-0.184 (0.118)	-0.107 (0.112)
Inflation	-0.122 (0.193)	-0.117 (0.198)	-0.003 (0.003)	0.002 (0.003)	0.030 (0.031)	0.030 (0.032)
Exchange	0.006*** (0.001)	0.006*** (0.001)	0.000 (0.000)	0.000*** (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
Openness	-14.890 (10.654)	-18.770* (11.306)	0.423*** (0.160)	0.792*** (0.153)	-0.239 (1.699)	-1.687 (1.841)
Constant	-63.133 (45.754)	-140.580** (58.646)	15.495*** (0.687)	14.521*** (0.795)	95.426*** (7.295)	83.814*** (9.549)
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES

Country FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	137	150	137	150	137	150
R-squared	0.909	0.914	0.906	0.922	0.875	0.870

Standard errors in parentheses

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

The results from Table 5 show that greenfield investment has a positive influence on the development of all three types of public service sectors since the coefficients of Greenfield are positive and significant in all three models (2)-(4)-(6). Our results therefore lend supports for the proposition that greenfield investment can exert economic-boosting effects on the host countries as it could increase the stock of capital, create employment opportunities, and subsequently facilitate growth (UNCTAD, 2009; Wang and Wong, 2009).

In contrast, since the coefficients of Merger are insignificant in all specifications, our findings imply that FDI in the form of cross-border M&A exert no impact on the development of public service sectors in the host countries. This results can be explained by the fact that since M&As (full or partial takeover of companies by foreign investors), is often criticized as a speculative strategy seeking only the arbitrage profits (Kim, 2008), it might not lead to any capital formation and/or productivity enhancement of the host nations.

With regard to the impact of corruption on the development of public service sectors, our results from all specifications reinforces the findings noted earlier that regardless of the type of FDI are taken into account, corruption always insignificantly. However since the signs of corruption are contrasting between two forms of investment, it suggests that corruption might somehow have different impacts.

3.3. Interactive analysis

The level of corruption in the host country has increasingly been introduced as one of the most important factors affecting the location of FDI investors. From a theoretical perspective, corruption, which is paying bribes to corrupt government bureaucrats in exchange for favors, such as permits, investment licenses, tax assessments, and police protection, is generally viewed as an additional cost of doing business or a tax on profit. Consequently, corruption could decrease the expected profitability of an investment project (Bardhan, 1997). Furthermore, corruption is also believed to deter investment and economic growth (Mauro, 1995), lower the quality of infrastructure and the productivity of public investment (Tanzi and Davoodi, 1997), deteriorate health care and education services (Gupta et al., 2000), and increase income inequality (Li et al., 2000). Investor will, therefore, take the level of corruption in the host countries into consideration in making investment decisions abroad. However, the positive effects of corruption on FDI inflows are also witnessed. In the presence of rigid regulation and an inefficient bureaucracy, corruption may increase bureaucratic efficiency by speeding up the process of decision making (Bardhan, 1997).

However, it is worth noting that, even though corruption may hinder the inflows of FDI into host countries, the joint effects of FDI and the level of corruption on the development of host countries are comparatively complicated. Surprisingly, some countries with high levels of both corruption and FDI inflows still achieve high level of economic development. For example, Cambodia is a telling case study. In 2007, the net inflows of FDI to this country reached 10.38% as a share of gross domestic product (GDP), higher than the world average. Simultaneously, Cambodia is also ranked as one of the most corrupt country in the world by Transparency International, with a corruption index of 2.0 out of 10 in 2007. Despite that, Cambodia has achieved a remarkable rate of economic growth over the last few years. Its per capita GDP growth in 2007 was record high of 8.3%. This achievement is attributed to several factors, among which FDI is undoubtedly significant.

Inspired by this fact, this study will further explore the real impact of corruption on the development of public service sectors in emerging countries despite the fact that corruption is found to have no impact as seen in previous sections. In order to do this, we include into our model the interaction terms between corruption and FDI and its two components. Information about corruption in each country will be collected from the Worldwide Governance Indicators provided by the World Bank. The regression results are provided in Table 6 as follows:

Table 6: The joint impact of FDI and corruption on the development of public service sectors in emerging countries

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	Telecommunication			Transportation			Electricity		
FDI	6.962 (7.469)			-0.126 (0.104)			3.785 (1.186)		
Merger		-2.517 (4.741)			-0.071 (0.070)			1.021 (0.748)	
Greenfield			4.958* (7.931)			0.072* (0.107)			2.653 (1.280)
Corruption	0.676 (2.208)	-0.962 (1.490)	-2.586 (2.623)	-0.076 (0.031)	-0.038 (0.022)	-0.055 (0.035)	1.051 (0.351)	0.308 (0.235)	0.677 (0.423)
Corruption_FDI	-0.009 (0.101)			0.004 (0.001)			-0.052 (0.016)		
Corruption_Merger		0.050*** (0.071)			0.002*** (0.001)			0.018 (0.011)	
Corruption_Greenfield			-0.132*** (0.121)			-0.003*** (0.002)			-0.035 (0.020)
Income	-0.004 (0.003)	-0.002 (0.002)	-0.001 (0.003)	0.000*** (0.000)	0.000* (0.000)	0.000*** (0.000)	-0.003*** (0.000)	-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)
Urban	2.264*** (0.732)	1.483* (0.762)	1.597** (0.719)	-0.042*** (0.010)	-0.012 (0.011)	-0.043*** (0.010)	0.010 (0.116)	-0.141 (0.120)	-0.047 (0.116)
Inflation	-0.204 (0.191)	-0.141 (0.195)	-0.109 (0.198)	0.001 (0.003)	-0.004 (0.003)	0.003 (0.003)	0.032 (0.030)	0.037 (0.031)	0.028 (0.032)
Exchange	0.006*** (0.001)	0.006*** (0.001)	0.006*** (0.001)	0.000*** (0.000)	0.000 (0.000)	0.000*** (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
Openness	-23.443** (10.961)	-13.939 (10.765)	-17.540 (11.353)	0.825*** (0.153)	0.456*** (0.160)	0.816*** (0.153)	-2.471 (1.741)	-0.586 (1.699)	-2.017 (1.832)
Constant	-2.243 (1.111)	1.269 (1.597)	3.337 (1.022)	1.170*** (2.448)	1.880*** (1.613)	1.183*** (2.411)	1.526 (2.811)	7.097*** (1.137)	3.504 (28.894)
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES

Country FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	155	137	150	155	137	150	155	137	150
R-squared	0.915	0.909	0.915	0.919	0.908	0.923	0.883	0.878	0.874

Standard errors in parentheses

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

As can be seen from Table 6, the estimated coefficients on the interaction terms Corruption_FDI remain unchanged that corruption has no significant influence on the development of the host countries. However, it is very interesting to see that this impact turns out to be significant and different when its interaction terms with Greenfield and Merger are taken into account. Specifically, on the one hand, the coefficients on the interaction terms Corruption_Merger are positive and significant in the Telecommunication and Transportation model, while they are both insignificant in two models of Electricity. The possible reason for this is that market penetration through cross-border M&As are more likely to occur in countries that have high corruption levels because it enables investors to reduce the costs arising from unnecessary tangled procedures and mitigate the opportunistic behavior risk. In addition, since cross-border M&As involves the ownership transfer of existing assets and resources from domestic to foreign entities, this entry mode could allow foreign investors to faster market entry, obtain immediate access to local resources, inherit the long-lasting relationships with domestic government authorities from their target firms, and ultimately could foster the development of public service sectors in the host countries (Meyer and Estrin, 2001).

On the other hand, the coefficients on the interaction terms Corruption_Greenfield are found to be positively and significantly associated with Telecommunication and Transportation sector but insignificantly linked with Electricity sector. Our findings therefore show that at high level of corruption, FDI activities in the form of greenfield investment can deter the development of telecommunication and transportation sector in recipient countries, but have no developmental impact in electricity sector. This results suggest that although greenfield investment might have a positive influence on the development of public service sectors in the host countries, in a high corrupt environment, they contribute no developmental value since foreign investors have to spend a large amount of money to deal with corruption, which directly increase their operating costs and risks and subsequently reduce their performance as well as the amount of investment in the host country. As a consequence, they have little or no developmental impact on the development of public service sectors in recipient countries (Bardhan, 1997; Tanzi and Davoodi, 1997; Gupta et al., 2000; and Li et al., 2000).

Overall, it appears that these two contrasting effects of corruption and two types of FDI components on the development of public service sectors come close to cancelling each other out, leading to the impact of corruption and aggregated FDI turns out insignificant regardless of different types of sectors are examined. More interesting, the insignificant impacts of FDI, greenfield FDI, cross-border M&As and corruption on the development of electricity sector suggest that there remain several distinct differences among these three public service sectors. Specifically, since electricity sector is often recognized as having high state ownership and intervention, low competition and strong monopoly power, FDI flow in this sector may exhibit no impact because it is very hard for foreign investors to expedite market entry, obtain scarce resources as well as important licenses. By contrast, telecommunication and transportation sectors have become increasingly competitive markets and attracted greatest amount of FDI thanks to technological changes, regulatory innovations and the quick removal of their monopoly status. In this respect, FDI investors have more opportunities to operate in telecommunication and transportation sectors and thus they could have a positive impact on the development of these two sectors.

4. Conclusion and discussion

The main purpose of this study is to empirically investigate the effect of foreign direct investment (FDI) and corruption on the development of public service sectors in recipient nations. It further investigate the effect of two FDI sub-types and corruption on the development of public service facilities in emerging countries.

Using a panel database from 10 emerging countries between 1996 and 2015, we first find that FDI strongly and positively contribute to the development of the public service sectors in the recipient nations, except for electricity sector. We further find that while greenfield investment has a positive influence on the development of telecommunication and transportation sectors, cross-border M&A has no impact on the development of these two sectors, possibly due to their differences in nature and thus, they may produce different impacts on the host country. We also document that when taking into account the role of corruption, the study can provide a more in depth insight in to the impact of FDI and its two components. We found that at a high level of corruption, aggregate FDI might have no influence on all three public service sectors, possibly because the two contrasting effects of corruption and two types of FDI components on the development of public service sectors seems cancelling each other out.

Taken together, our study may contribute to the literature by providing evidence that since the modes of entry are different in nature, they can have different influences on the development of public service sectors. This findings therefore suggest that policy makers when building their strategy to attract FDI should take the modes of entry into consideration since only FDI investment in the form of greenfield can have a positive impact on the recipient countries. However, in order to benefit more from FDI activities, emerging countries need to control the level of corruption because in a high corrupt environment, greenfield investment might contribute no developmental impact on the host countries. In addition, the different impact of FDI among three public service sectors also imply that foreign investors should specialize on the types of sector that they possess expertise and experience in terms of technology and experts (i.e., telecommunication) and be wary of entering sectors that continue to be very government-dependent (i.e., electricity) to reduce the risk that host governments will renege projects.

REFERENCE

- [1] Aidt, T., (2003). Economic analysis of corruption: a survey. *The Economic Journal*, 113, 632–652.
- [2] Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan, S. and Sayek, S. (2004). FDI and economic growth: The role of local financial markets. *Journal of International Economics*, 64(1), 89–112.
- [3] Barassi, M.R. and Zhou, Y., 2012. The impact of corruption on FDI: A parametric and nonparametric analysis. *European Journal of Political Economy*, 28(3), pp.302–312.
- [4] Bardhan, P., 1997. Corruption and Development: A Review of Issues. *Journal of Economic Literature*, 35(3), pp.1320-1346.
- [5] Bergara, M.E., Henisz, W.J., Spiller, P.T., (1998). Political institutions and electric utility investment: a cross-nation analysis. Program on Workable Energy Regulation (POWER). *California Management Review*, 40(2), 18–35.
- [6] Borensztein, E., De-Gregorio, J. and Lee, J.-W. (1998). How does foreign direct investment affect economic growth? *Journal of International Economics*, 45(1), 115–135.
- [7] Brouters, L.E. Gao, Y. and McNicol, J.P., 2008. Corruption and market attractiveness influences on different types of FDI. *Strategic Management Journal*, 29(6), pp.673-680.
- [8] Cai, H., Fang, H., Xu, L.C., (2009). Eat, drink, firms and government: an investigation of corruption from entertainment expenditures of Chinese firms. *Journal of Law and Economics*, 54, 55–78.
- [9] Calderón, C. and Servén, L., 2010. Infrastructure and Economic Development in Sub-Saharan Africa. *Journal of African Economies*, 19(1), pp.13-89.

- [10] Chang, S.J. and Rosenzweig, P.M., 2001. The choice of entry mode in sequential foreign direct investment. *Strategic management journal*, 22(8), pp.747-776.
- [11] Cuervo-Cazurra, A., 2008. Better the devil you don't know: Types of corruption and FDI in transition economies. *Journal of International Management*, 14(1), pp.12-27.
- [12] Dal Bó, E., Rossi, M.A., (2007). Corruption and inefficiency: theory and evidence from electric utilities. *Journal of Public Economics*, 91(5–6), 939–962.
- [13] De Mello, L. R. (1999). Foreign direct investment-led growth: Evidence from time series and panel data. *Oxford Economic Papers*, 51(1), 133–151.
- [14] Doh, J. P., Rodriguez, P., Uhlenbruck, K., Collins, J., Loraine, E. and Shekshnia, S., 2003. Copping with Corruption in Foreign Markets [and Executive Commentary]. *The Academy of Management Executive*, 17(3), pp.114-127.
- [15] Ehrlich, I. and Lui, F. T. (1999). Bureaucratic corruption and endogenous economic growth. *The Journal of Political Economy*, 107, S270–S293.
- [16] Estache, A., Tovar, B. and Trujillo, L., 2008. How efficient are African electricity companies? Evidence from the Southern African countries. *Energy policy*, 36(6), pp.1969-1979.
- [17] Fortanier, F. (2007). Foreign direct investment and host country economic growth: Does the investor's country of origin play a role. *Transnational Corporations*, 16(2), 41–76.
- [18] Gopalan, S. Ouyang, A. and Rajan. R.S., 2017. Impact of Greenfield FDI versus M&A on growth and domestic investment in developing Asia. *Economia Politica*, 35(1), 41-70.
- [19] Gupta, S. Davoodi, H. and Alosó-Terme, R., 2002. Does corruption affect income inequality and poverty? *Economics of Governance*, 3(1), pp.23-45.
- [20] Hakkala, K.M. Norback, P.J. and Svaleryd, H., 2008. Asymmetric effects of corruption on FDI: Evidence from Swedish.
- [21] Multinational Firms. *The Review of Economics and Statistics*, 90(4), pp.627-642.
- [22] Hennart, J.F. and Park, Y.R., 1993. Greenfield vs. acquisition: The strategy of Japanese investors in the United States. *Management science*, 39(9), pp.1054-1070.
- [23] Imam, M.I, Jamasb, T. and Llorca, M. (2019). Sector reforms and institutional corruption: Evidence from electricity industry in Sub-Saharan Africa. *Energy Policy*. 129, 532-545.
- [24] Kogut, B. and Singh, H., 1988. The effect of national culture on the choice of entry mode. *Journal of international business studies*, 19(3), pp.411-432.
- [25] Kim, Y.H. (2008). Cross-border M&A vs. Greenfield FDI: economic integration and its welfare impact. *Journal of Policy Modeling*, 31(1), 87-101.
- [26] Leff, N. H. (1964). Economic development through bureaucratic corruption. *American Behavioral Scientist*, 8, 8–14.
- [27] Li, H.: Xu, L. C.; and Zou, H. F. (2000). Corruption, Income Distribution, and Growth. *Economics and Politics*, 12(2), 155–82.
- [28] Luu, H.N. (2016). Greenfield investments, cross-border M&As, and economic growth in emerging countries. *Economics and Business Letters*, 5(3), 87-94.
- [29] Mauro, P., (1995). Corruption and growth. *Quarterly Journal of Economics*, 110, 681–712.
- [30] Meyer, K.S and Nguyen, H.V., 2005. Foreign Investment Strategies and Sub-National Institutions in Emerging Markets. *Journal of Management Studies*, 42(1), pp.63-93.
- [31] Meyer, K.S. and Estrin, S., 2001. Brownfield Entry in Emerging Market. *Journal of International Business Studies*, 32(3), pp.575-584.
- [32] Meyer, K.E. Estrin, S. Bhaumik, S.K. and Peng, M.W., 2009. Institutions, Resources, and Entry Strategies in Emerging Economies. *Strategic Management Journal*, 30(1), pp.61-80.

- [33] Mencinger, J. (2003). Does foreign direct investment always enhance economic growth? *Kyklos*, 56(4), 491–508.
- [34] Mudambi, R. Navarra, P. and Delios, A., 2013. Government regulation, corruption, and FDI. *Asian Pacific Journal of Management*, 30(2), pp.487-511.
- [35] Randolph et al., 1996. *Determinants of Public Expenditure on Infrastructure: Transportation and Communication*. World Bank Policy Research Working Paper, No. 1661.
- [36] Randrianarisoa, L. M, Bolduc, D., Choo, Y.Y., Oum, T.H. and Yan, J. (2015). Effects of corruption on efficiency of the European airports. *Transportation Research Part A: Policy and Practice*. 79, 65-83.
- [37] Reinikka, R., Svensson, J., (2005). Fighting corruption to improve schooling: evidence from a newspaper campaign in Uganda. *Journal of European Economic Association*. 3 (2/3), 259–267.
- [38] Rose-Ackerman, S., (1999). *Corruption and Government: Causes, Consequences, and Reform*. Cambridge University, Press, Cambridge.
- [39] Saltz, I. S. (1992). The negative correlation between foreign direct investment and economic growth in the third world: Theory and evidence. *Rivista Internazionale Di Scienze Economiche E Commerciali*, 39(7), 617–33.
- [40] Shleifer, A. and Vishny, R., (1992). Pervasive shortage under socialism. *The Rand Journal of Economics*, 23, 237–246.
- [41] Shleifer, A. and Vishny, R., (1993). Corruption. *Quarterly Journal of Economics*. 108(3), 599–617.
- [42] Tanzi, V. and Davoodi, H., 1997. Corruption, public investment, and growth. IMF Working paper, WP/97/139.
- [43] Wang, M and Wong, S. (2009). What drives economic growth? The case of cross-border M&A and Greenfield FDI actives, *Kyklos*, 62(2), 316-330.
- [44] Wei, S. (2000). Local Corruption and Global Capital Flows. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 303–346.
- [45] Wren-Lewis, L., (2015). *Do Infrastructure Reforms Reduce the Effect of Corruption? Theory and Evidence from Latin America and the Caribbean*. Oxford University Press on behalf of the World Bank.
- [46] Yan, J. and Oum, T. H. (2014). The effect of government corruption on the efficiency of US commercial airports. *Journal of Urban Economics*, 80, 119–132.

DISTRIBUTION SERVICES MANAGEMENT IN VIETNAM IN THE CONTEXT OF INTERNATIONAL ECONOMIC INTEGRATION

BÀN VỀ QUẢN LÝ LĨNH VỰC DỊCH VỤ PHÂN PHỐI TẠI VIỆT NAM TRONG BỐI CẢNH HỘI NHẬP KINH TẾ QUỐC TẾ

Pham Van Kiem

Thuongmai University

phamvankiem.vit@gmail.com

ABSTRACT

In the period of 2011 - 2020, Vietnam has entered the 3rd strategic phase of Doi Moi (Renovation). That scientific bases are studied for making plans for distribution services in Vietnam in the context of integration not only comes from the internal development of such industry but it is also considered as a necessary requirement in implementing the national socio-economic development strategy. On the other, when Vietnam joins many trade agreements (FTAs) on opening up the distribution service market, the management framework is inconsistent, overlapping, specific and transparent ... weak the distribution of domestic services is even more pronounced. The opening of the market also creates pressure on manufacturers, especially domestic distributors. The problem is that it is necessary to manage well Vietnam's distribution services through mechanisms and policies law and trade restrictions. Using qualitative research methods based on analysis of data of the General Statistics Office, analyzing the main state orientations on improving the management of the distribution services as well as institutional framework and regulations, thereby discussing achievements and limitations in this field. As a result, in this article, the author has suggested some recommendations to the Government, the Ministry of Industry and Trade and local Departments of Industry and Trade to improve the distribution services management in Vietnam in the context of integration.

Keywords: *Distribution services, distribution, state management, institutions.*

TÓM TẮT

Trong giai đoạn 2011 - 2020, nước ta bước vào giai đoạn chiến lược thứ 3 kể từ khi thực hiện công cuộc đổi mới. Việc nghiên cứu cơ sở khoa học cho hoạch định chiến lược phát triển ngành dịch vụ phân phối tại Việt Nam trong bối cảnh hội nhập không chỉ xuất phát từ vấn đề phát triển nội tại của ngành mà còn là một yêu cầu cần thiết trong việc thực hiện chiến lược phát triển kinh tế - xã hội của cả nước. Mặt khác, khi Việt Nam tham gia nhiều các hiệp định thương mại (FTA) về mở cửa thị trường dịch vụ phân phối nhưng hiện khuôn khổ quản lý thiếu đồng bộ, chồng chéo, tính cụ thể và minh bạch còn kém, ... sự yếu kém về dịch vụ phân phối trong nước càng thể hiện rõ rệt hơn. Việc mở cửa thị trường cũng tạo áp lực đến các nhà sản xuất, đặc biệt là các nhà phân phối trong nước. Bài toán đặt ra là cần phải quản lý tốt dịch vụ phân phối của Việt Nam thông qua các cơ chế, chính sách pháp luật và hạn chế thương mại. Sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính trên cơ sở phân tích các dữ liệu của Tổng Cục Thống kê, nhưng định hướng chủ yếu của nhà nước về nâng cao quản lý ngành phân phối, khuôn khổ thể chế và quy định để từ đó bàn luận về những kết quả đạt được và hạn chế trong lĩnh vực này. Thông qua kết quả nghiên cứu, bài viết đã đề xuất một số giải pháp với Chính phủ, Bộ Công thương và Sở Công thương các địa phương nhằm nâng cao hoạt động quản lý lĩnh vực phân phối tại Việt Nam trong bối cảnh hội nhập.

Từ khóa: *Dịch vụ phân phối, phân phối, quản lý nhà nước, thể chế.*

1. Main orientations given by the State in developing and improving the distribution services management

Pursuant to the Prime Minister's Decision No. 27/2007/QĐ-TTg dated February 15, 2007, on approving the Scheme on domestic trade development up to 2010 and orientations toward 2020, the overall objectives of the development policy on distribution services in Vietnam is to build a firmly developed and modern domestic trade with a reasonable structure of distribution systems and channels involving all economic sectors and various types of organization and operating in a competitive environment under the State's macro-management and regulation; To attach importance to developing small-sized enterprises and business households; at the same time, to encourage and promote the

formation of large-sized enterprises throughout the course of accumulation and concentration, with a view to establishing big distributors of Vietnamese brands; To open the distribution market in strict accordance with the roadmap of World Trade Organization (WTO) accession commitments; To establish linkages between large-sized and small-sized enterprises in organizing markets, thus gathering strengths for effective cooperation and competition with foreign conglomerates after Vietnam opens its distribution service market [8]. On this basis, to promote the role and position of domestic trade in orientating and boosting production development, guiding and satisfying increasingly diversified consumption demands of the people, thus contributing to developing export and stepping up economic restructuring and growth.

Some main development orientations are as follows:

- To develop enterprises of diversified types and different sizes, which will increase in quantity and operate after modern and professional models in accordance with the rules of goods circulation.

- To develop diversified types of trade infrastructure suitable to the characteristics and development level of the market in each geographical area (region, area, locality or the whole country), and harmoniously combine traditional trade with modern trade.

- To develop models of circulation based on each goods line's market, suitable to production characteristics and level, consumption trend and satisfaction modes, and meeting requirements of the State's macro-management.

2. Some legal frameworks for distribution services management

The current distribution services management system is divided into two levels, namely, central one and local one.

At the central level:

The Government issues legal documents and guides for implementation, modifies policies if necessary, monitors and inspects the implementation, etc. Ministries and Governmental agencies that take part in the management of distribution services are:

- The Ministry of Industry and Trade is a Government agency whose functions are to perform the State management of domestic goods circulation, the market management, and the development of a general trade master plan with a focus on developing the trade infrastructure plannings towards the strategic improvement of domestic distribution channels. A number of regional master plans have also been developed to develop the national market.

- Of the 30 units under the Ministry of Industry and Trade, Planning Department, Domestic Markets Department, Multilateral Trade Policy Department are responsible for advising the Minister about performing the State management of goods circulation (including licensing and/or checking and approving in some cases) and conducting the market development as required by law [15]. In addition, the Ministry of Industry and Trade has its own nationwide market management network that monitors, inspects and prevents all fraudulent distribution acts such as: doing business not in accordance with the license, selling counterfeit and pirated goods, etc.

- In addition, relevant ministries such as Ministry of Planning and Investment, Ministry of Health, Ministry of Agriculture and Rural Development, etc. also coordinate with Ministry of Industry and Trade to perform the state management, especially of the circulation of goods (i.e.: pharmaceuticals, food, plant varieties, domestic animals, veterinary drugs, plant protection drugs, etc.) under the state management of specialized ministries.

At the local level:

- Departments of Planning and Investment in the provinces and cities are agencies that issue "business registration certificates" for Vietnamese enterprises. Business registration is governed by the Enterprise Law and a number of Decrees and Circulars guiding the implementation of business registration (i.e.: Decree 96/2015/ND-CP).

Department of Planning and Investment is also an agency whose function is to receive the dossiers of foreign investment companies that want to do business in Vietnam. Upon approval of applications, Department of Planning and Investment will advise People's Committee about issuing an Investment Certificate, which is part of the business registration process. Investment certificates are issued in accordance with Law on Investment, Decree No. 118/2015/ND-CP, Enterprise Law and Commercial Law, Decree No. 09/2018/ND-CP, Circular No. 08/2013/TT-BCT for distribution and trade activities.

- Departments of Industry and Trade under the People's Committees of provinces and cities are responsible for guiding enterprises on relevant legal documents, licensing, implementation of local trade plans and policies, and supervising market operation, collecting and processing market information, reporting and suggesting recommendations, if any, to the Ministry of Industry and Trade.

3. Legal documents on distribution services management

Policies on domestic trade development can be divided into the following three groups: 1) The first one is to regulate the establishment and operation of enterprises; 2) The second one is to manage activities in the market; and 3) The third one is to monitor, check and control the market. Specifically as follows:

* The system regulating the establishment and operation of enterprises:

- Investment Law and Enterprise Law 2014 stipulating the establishment and operation of private enterprises, foreign-invested enterprises such as limited liability companies and joint-venture companies; Documents guiding the establishment and operation of enterprises under these laws, namely, Decree No. 96/2015/ND-CP on detailing a number of articles of the Enterprise Law regarding business registration; Decree No. 118/2015/ND-CP on detailing a number of articles of the Investment Law; etc.

- Commercial Law 2005 recognizing the legal status of foreign traders in Vietnam in the form of representative offices, branches, joint venture companies and 100% foreign-owned companies; Documents guiding the establishment and operation of enterprises under these laws, namely, Decree No. 35/2006/ND-CP and Decree No. 120/2011/ND-CP of the Government amending the Government's Decree No. 35/2006-CP on detailing the Commercial Law regarding franchise activities; the Government's Decree No. 187/2013/ND-CP on detailing the implementation of the Commercial Law regarding the activities of trading international goods and the commission activities of buying, selling, processing and transiting goods with foreign countries; Decree No. 09/2018/ND-CP on detailing the Commercial Law and the Law on Foreign Trade Management on goods trading and trading activities and activities directly related to the sale and purchase of goods by foreign investors, foreign-invested economic organizations in Vietnam; Circular No. 08/2013/TT-BCT on distribution and trade activities.

- Law on Cooperatives (amended) regulating the establishment and operation of cooperative economy and cooperative organizations in Vietnam.

- For foreign enterprises, the roadmap for the purchase and sale of goods and distribution activities is issued in the Minister of Industry and Trade's Circular No. 34/2013/TT-BCT dated December 24, 2013 to implement Vietnam's WTO commitments.

* The system managing activities in the market:

- Regulations to enforce international commitments in opening distribution markets include: Ordinance on most favoured nation (MFN) treatment and national treatment in international trade; Ordinance on self-defense in importing foreign goods into Vietnam; Ordinance on combat against subsidy for goods imported into Vietnam; Ordinance on anti-dumping of goods imported into Vietnam. These regulations are aimed at preventing unhealthy commercial acts arising from foreign countries into Vietnam, causing negative impacts on fair competition in the market of Vietnam.

- Investment Law (2014) and Commercial Law (2005) classify commercial behaviors belonging to groups such as free business, business bans, business restrictions and conditional business. Also, in order to guide in detail the implementation of Commercial Law, the Government has issued a number of

Decreases related to commercial activities. They are: Decree No. 35/2006/ND-CP and Decree No. 120/2011/ND-CP on amending Decree No. 35/2006-CP on franchise activities; Decree No. 09/2018/ND-CP on detailing the Commercial Law and the Foreign Trade Management Law on the activities of trading goods and the activities directly related to the sale and purchase of goods by foreign investors, foreign-invested economic organizations in Vietnam; etc.

- Competition Law (2018), taking effective from July 01, 2019, an important law governing the market, etc.

- Tax laws such as export & import tax, value added tax, excise tax, corporate income, etc. used to regulate income, encourage or restrict investment and trade in accordance with the economic development plans and strategies.

- Other laws governing activities in the market include: Civil Code (2015), Law on Intellectual Property (2005), Law on Electronic Transactions (2005), Law on Goods and Products Quality (2007) etc.; Price Law (2012) allowing the Government to regulate and stabilize prices of some essential commodities such as petroleum, liquefied gas, cement, steel, fertilizer, rice, coffee, cereals and cotton fiber, sugar, salt, some medicines for human treatment.

- In addition, other legal documents include: Decision No. 27/2007/QĐ-TTg dated February 15, 2007 of the Prime Minister approving the Scheme on domestic trade development up to 2010 and orientations toward 2020; Decree No. 114/2009/ND-CP of the Government on amending and supplementing Decree No. 02/2003/ND-CP dated January 14, 2003; Decision No. 23/QĐ-TTg dated January 06, 2010 of the Prime Minister on approving the Scheme on "Rural trade development in the 2009-2015 period and orientations to 2020"; Decision No. 1371/2004/QĐ-BTM dated September 24, 2004 of the Minister of Trade on promulgating regulations on supermarkets and commercial centers (the only legal document on supermarket activities).

* The system monitoring, checking and controlling the market:

This system are operated by the Ministry of Health, the Ministry of Agriculture and Rural Development, the Ministry of Natural Resources and Environment, Market Surveillance Agency and Vietnam Competition Authority (Ministry of Industry and Trade); Departments responsible for goods quality management and intellectual property rights (Ministry of Science and Technology), etc. to prevent unhealthy trading activities, etc.

4. Assessment of the state management of distribution services

4.1. Some achievements

- The speed of attracting employees into the industry is faster than that of the economy, as well as the service industry. This is a positive contribution of the industry into employment creation and labor structure shift during the industrialization period.

- Along with the transition to a market economy, the wholesale, retail and repair industry is now one of the industries which are less dependent on investment from the state budget. The proportion of state investment in this sector accounts for only 10-20% of total social investment, much lower than the proportion of state investment in the economy (about 37-47%) and in the service sector (about 40-50%).

- In this industry, development investment capital is more highly efficient than that in the whole economy and the service sector. If the capital investment to GDP ratio is calculated against the GDP growth rate, the Incremental Capital - Output Ratio (ICOR) of the economy in 2018 is 6.11 and that of the service sector is 6.3 but that of this industry is only 3.6 [9]. If compared in terms of investment capital and GDP per capita, the industry's average investment capital is 1/4 to 1/3 compared to the average of the service sector and 1/3 to 1/2 of the average of the economy, but a GDP per capita in this industry is only about 20% lower than that in the service sector and 1.1-1.2 times higher than that of the economy [1].

- There has been a rapid increase in the number of enterprises, especially non-state-owned ones and foreign-invested ones in the industry during recent years [14]. Therefore, the structure of wholesale, retail and repair of automobiles, motorbikes and other motor vehicles is becoming more diverse with various types of businesses in term of the number of enterprises and the level of participation in to the distribution channels, etc. A number of large-scale wholesale enterprises are operated towards the integration between wholesale activities and retail ones. Also, state-owned wholesale and retail enterprises still play an important role in the distribution of goods and services, especially in the areas which are considered to be critical.

- Sub-sectors in the distribution services industry have been fully developed, including wholesale, retail, commission activities and franchising. In particular, the franchise sub-sector has tended to grow rapidly in during the recent years and some enterprises have carried out its franchise activities abroad.

- The rapid growth of enterprises in the wholesale sub-sector, on the one hand, shows the increasing trend of demand in ensuring the supply and consumption of goods in the economy [13]. On the other hand, it also shows that wholesale enterprises in the industry are increasingly playing an important and positive role in the growth and expansion of the economy.

- In the retail sub-sector, modern retail forms have established rapidly, changing the appearance of the retail market in Vietnam, especially the retail market in big cities. Also, the quality of retail services on the market is also gradually improved to ensure convenience, comfort level, ability to provide sufficient information about goods, etc. for buyers.

- There has been a lot of great progress in The legal and management system of the distribution sector since reforms, especially merging two previous investment laws (domestic investment and foreign investment), simplifying business licensing system and allowing foreign investors to own 100% capital of enterprises established in Vietnam.

- Through the orientations and policies for domestic trade development, commercial infrastructure has been significantly improved. In particular, traditional markets have been upgraded; many supermarkets and commercial centers, etc. have been newly built. This has better and better met the consumers' needs of spending and purchasing goods and promoted goods circulation.

4.2. Shortcomings, limitations and causes

In addition to the above results, in general, the distribution services industry in Vietnam is still developing at a low level, with a small and dispersed scale, and high costs. Specifically as follows:

- Individual business units are still mainly considered as economic units in the industry. Also, there are mainly small-sized enterprises in the industry. In particular, enterprises with less than 5 employees account for 56.19% and ones with their capital of less than VND 1 billion account for 21.9% [9][1]. This figure will reach 64% of the total number of enterprises in the industry in term of capital of less than VND 5 billion.

Wholesale channels are usually long channels with many participants, including agents, main wholesalers, sub-wholesaler, etc [3]. Also, wholesalers who take part in the small scale are mostly households or very small and small enterprises. Wholesalers have almost no capacity to provide logistics services, as well as other value-added services. As a result, distribution costs are high due to the complexity and length of distribution channels, as well as the shortage of logistics services, etc.

- Wholesale costs have tended to increase in recent years, especially labor costs, transportation costs and warehousing costs. In fact, according to statistics, the profitability of wholesale enterprises decreased from 1.40% in 2010 to 0.95% in 2017 [9].

- Wholesale goods in traditional markets and wholesale markets (mainly agricultural products and handicrafts) are mostly not labeled with the products, or names and trademarks of wholesalers.

- Currently, retail activities in Vietnam are still mainly undertaken by small business households and these households often use their houses as retail stores. According to the results of the General Statistics Office of Vietnam, individual business establishments account for over 90% of the total economic units in the industry and their revenue tends to increase, reaching nearly 60% of the total retail sales [9]. Therefore, it can be said that most of the retail forces still lack professionalism and ability to provide customers with a full range of retail services such as price information, goods quality, sales environment comfort, etc.

- Retail enterprises which only have one sales establishment account for a large proportion. These enterprises often lack the initiative to ensure goods sold, especially the ability to maintain prices due to the dependence on wholesalers, including sub-wholesalers.

- During the recent year, there has been a growing tendency for costs in retail activities, especially labor costs, transportation costs and costs of renting and purchasing retail premises. In fact, according to the statistics, there is a reducing tendency for the the profitability of retail enterprises.

- It is very difficult to control the origin, quality and price of retail goods sold in traditional markets and private stores (Legal regulations on listing retail prices are hardly followed), etc.

- Modern retail methods from multinational corporations (MNC) such as Korean Lotte, Japanese Aeon and Seiyu, Malaysian Parkson, Big C, Hong Kong Dairy Farm, CP All Thailand, etc. has created a dynamic development in the retail sector [17]. However, Vietnam's distribution sector in general and Vietnam's retail sector in particular is still in a state of low productivity and competitiveness.

- The current management system for distribution services is still inconsistent and unclear mainly due to the decentralization of functions and powers from the central to local levels. The current management system is also negatively affected by the lack of transparency and inconsistency in terms of conditions for entering the distribution services market.

Here are some major causes for the above said shortcomings:

Firstly, it can be said that it is the underdevelopment of the economy that is a reason for the underdevelopment of the distribution services industry. In fact, in 2009, Vietnam surpassed the threshold for low-income countries (GDP per capita is 1,000 USD or more) [9]. The majority of consumers are still only able to pay for their essential consumer needs but are not able to pay for value-added services in the distribution sector. Also, industrialization and urbanization have only been strong in the past twenty years. The economy is still in the transition from small farm production scale to industrial one. The scales and modes of production and consumption are small, scattered and outdated. The labor force involved in distribution activities is still mainly untrained people working in the agricultural field. There are many limits in infrastructure conditions, especially transportation infrastructure. Therefore, there are many limits in conducting the large-scale supply of goods because of high and expensive costs.

Secondly, legal frameworks governing distribution activities are still in the development and amendment period. For examples, the Law on Enterprises and the Law on Private Enterprises were first enacted in 1990 and later amended in 1999, 2005 and 2014 or many new legal provisions such as the Competition Law, the Law on Quality of goods and products are enacted [1]. Therefore, most of the enterprises in the private sector in general and in the distribution services sector in particular have a development history of about 10 - 15 years and often need to adjust their operations in accordance with the changes of policies in the innovation and completion process [12]. The majority of State-owned enterprises in the distribution sector have just been equitized and reorganized. Moreover, there has not been a complete clearance between the management rights of the State and the production and business management rights of State-owned enterprises.

Besides, in the field of distribution, regulations related to wholesale and retail activities are still under review. Some people say that it is necessary to develop a Law on wholesale and retail activities,

while others think that it is only necessary to enact by-laws. In addition, a very important issue is transparency during the development of new laws and regulations. In particular, local authorities have no formal obligation to systematically consult with stakeholders in the drafting (and pre-drafting) stages of the regulations. There are also a lot of confusion and inequality in business due to the inconsistency in the interpretation and application of local management agencies' regulations on the same document issued by the central level.

Thirdly, implementing integration policies has had a lot of positive impacts on the economy, especially in production and export development. However, it is domestic enterprises focus more on export that has reduced the development of the domestic market in general and the distribution channels of goods in particular. In fact, social investment levels in the distribution services industry in recent years is quite modest, especially investment from the State sector. Low investment is considered as the main reason for the scarcity of retail premises, especially in big cities, the lack of facilities to ensure the source of goods sold; the limited ability to provide wholesale and retail services, etc.

5. Conclusion and some recommendations

Distribution services play important roles in the economy. They not only make contribution to GDP and employment creation but they also play extremely important roles in supporting manufacturing industries as a service industry. Currently, the distribution services industry contributes about 13-14% of Vietnam's GDP [9]. In fact, during the recent year, the distribution services industry has experienced a rapid growth in most of the development targets, especially an increase in the number of enterprises in the industry. In order to implement solutions for improving the distribution services management, it requires the participation and good implementation of state management functions at all levels and sectors, as well as the efforts of economic units in the industry. Specifically, the Government, concerned ministries, branches, the Ministry of Industry and Trade and economic units, professional associations and organizations are required to perform some of the following major tasks:

5.1. For the Government

- Early review and propose the National Assembly of the Socialist Republic of Vietnam to put into a new drafting program, amend and issue a number of legal documents related to the development of the distribution services industry such as: amending and supplementing the Commercial Law [1]; or formulating a new law on regulating activities by sub-sectors of wholesale, retail, franchise and agent; amending and supplementing the Law on Intellectual Property to create a legal corridor to the development of franchise services; etc.

- Direct ministries and branches to urgently elaborate and submit to the Government for promulgating legal documents on detailing and guiding the implementation of laws and decrees related to distribution activities (on the management of sales of goods subject to business restrictions or conditional business; administrative sanctions in the trade field, etc.); review and revise legal documents concerning hygiene and food safety, environmental protection, sustainable development (quality standards, food hygiene and safety standards, environmental standards) in order to protect the domestic market and consumers' interests; etc.

- Develop a mechanism to coordinate and manage specialized ministries according to their assigned functions and tasks of directing functional bodies in intensifying market inspection and control; strictly handle acts of committing trade frauds, trading in counterfeit goods, goods of inferior quality, goods not up to food hygiene and safety standards, and industrial property-infringing goods, in order to assure the interests of consumers, enterprises and the State;

- Formulate policy directions to support the development of distribution services industry and direct relevant ministries and sectors to issue support policies (investment support policies; incentives on taxation, credit and interest rate, etc.);

5.2. For Ministry of Industry and Trade

- Assume the prime responsibility for formulating and submitting to the Prime Minister a scheme on raising the effectiveness of domestic market inspection in general and of distribution services inspection in particular. In particular, the leading state management agency role of Ministry of Industry and Trade needs to be enhanced in the field of distribution services, in the effectiveness of market inspection and control in goods quality and standards, food safety and hygiene, intellectual property, smuggling and trade fraud combat, business registration, to meet development and integration requirements, creating an equal competitive environment for entities of all economic sectors, and protecting consumers' interests.

- Direct units within the Ministry and Departments of Industry and Trade to develop, review and approve or submit to competent authorities for approval sectorial development plannings and trade infrastructure development plannings throughout the country and in different economic regions, which are compliant with current provisions of law; inspect and supervise the implementation of the master plan on trade development and the plannings on infrastructure development.

- Formulate and submit to the Government for promulgating a decree on regulating the competence and conditions and criteria for licensing wholesale and retail business facilities from the second onwards to foreign distributors; a decree on sanctioning administrative violations in the distribution services, etc.; review and revise legal documents concerning technical barriers (quality standards, food hygiene and safety standards, environmental standards) in order to protect the domestic market and consumers' interests;

- Newly formulate/revise and issue regulations on managing distribution activities. In the immediate future, focus on a number of regulations: Regulations on the standards of retail stores in Vietnam used to replace the Regulations on supermarkets and trade centers under the Ministry of Trade's Decision No. 1371/2004/QĐ-BTM dated September 24, 2004; Regulations on the inspection, check and supervision of wholesale and retail activities in line with the State's management objectives; Regulations on the inspection of food hygiene and safety, origin of goods, quality of goods, expiry date, etc.

5.3. For Department of Industry and Trade

- Review, newly develop and submit trade development plans to the Provincial People's Committee for approval. Particularly, it is necessary to pay attention to the development of wholesale and retail systems and networks in the provinces.

- Advise the Provincial People's Committee about developing, appraising and guiding to implement investment projects on the development of commercial infrastructure in the area according to the schemes and plans approved by the provincial People's Committee.

- Advise the Provincial People's Committee about allocating and using investment capital sources for commercial infrastructure, including State budget-based investment support funds efficiently, practically and properly.

- Improve the state management of wholesale, retail, agent and franchise activities in the provinces to promptly handle or suggest recommendation to competent authorities to handle violations.

REFERENCES

- [1] Bộ Công thương (2019), Dự thảo Đề án chiến lược phát triển thương mại Việt Nam.
- [2] Bộ Công thương (2010), Đề án phát triển thương mại nông thôn giai đoạn 2009-2015 và định hướng đến năm 2020, Hà Nội.
- [3] Bộ Công thương (2010), Quy hoạch tổng thể phát triển thương mại Việt Nam 2010 – 2020, định hướng đến 2030, Hà Nội.
- [4] Bucklin (1972); Betancourt & Gautschi (1990); Messinger & Narasimhan (1997), Lịch sử phát triển các loại hình bán lẻ.

[5] Center for Regional Employment Strategies (2003) Dynamics of the Los Angeles Supermarket Industry.

[6] Cuat, Vicente and Guadalupe, Maria (2009), “Executive compensation and competition in the banking and financial sectors”, *Journal of Banking & Finance*, 33(3), pp. 495-504.

[7] MUTRAP, Dự án hỗ trợ thương mại đa biên (2009), Báo cáo Rà soát khuôn khổ pháp lý về dịch vụ phân phối ở Việt Nam và những khuyến nghị về sự phù hợp của các quy định chuyên ngành với cam kết WTO.

[8] Nguyễn Thanh Bình (2012), Luận án Tiến sĩ kinh tế: “Hoàn thiện chính sách phát triển dịch vụ phân phối bán lẻ hàng hóa ở Việt Nam trong thời kỳ hội nhập”, Viện Nghiên cứu Thương mại.

[9] Niên giám thống kê 2017, 2018, 2019.

[10] Phạm Hồng Tú (2014), *Phát triển thị trường bán lẻ hàng tiêu dùng nông thôn Việt Nam*, NXB Công thương.

[11] Phạm Văn Kiệm (2014), “Một số vấn đề cơ bản về quản trị quan hệ nhà cung cấp của doanh nghiệp bán lẻ hàng tiêu dùng”, *Tạp chí Nghiên cứu Thương mại* 11, 10/2014, p45-52.

[12] Phạm Văn Kiệm, Phạm Hồng Tú (2018), *Nâng cao năng lực phân phối hàng hóa của Việt Nam ở thị trường nội địa*, NXB Công thương.

[13] Sarah Schafer (2005) A Welcome to Wal - Mart, The retail giant has revolutionized the U.S. economy, raising productivity and slowing inflation. Now free to expand at will in China, Wal - Mart could create an economic monster”, *Newsweek International*.

[14] <http://www.gso.gov.vn>

[15] <https://moit.gov.vn>

[17] <http://tapchibanle.org/>

ADVANTAGES OF COST BENEFIT ANALYSIS (CBA) IN PUBLIC INVESTMENT PROJECTS IN VIETNAM

LỢI ÍCH CỦA PHÂN TÍCH LỢI ÍCH CHI PHÍ (CBA) ĐỐI VỚI CÁC DỰ ÁN ĐẦU TƯ CÔNG TẠI VIỆT NAM

Hoang Thi Thu Ha

National Economics University

hoangthuha@neu.edu.vn

ABSTRACT

These days, many governments and investors are more interested in public programs and public projects that promote the welfare of the whole society rather than simply maximizing financial returns. Therefore, public investment projects should be assessed from different viewpoints, from private benefit-cost analysis to benefit-cost analysis to all members of the referent groups, for example sub- groups or social groupings. The following article will present Cost-Benefit Analysis - the method for evaluating public investment projects based on the comparison of the benefits and costs of the project from an comprehensive social - economic point of view. Accordingly, all benefits and costs are taken into account and quantified in order to calculate the net social benefits. This method have been using in many developed countries since 1930s but it seems unpopular in some developing countries. Besides, it will provide readers with the general picture of public investment in Vietnam in the period of 2011-2018. Base on this foundation, this article will also discuss the need for applying Cost-Benefit Analysis to the public investment project appraisal and selection in the country.

Keywords: CBA, allocative efficiency, net social benefits, public project evaluation, willingness to pay.

TÓM TẮT

Hiện nay, các chính phủ và nhiều nhà đầu tư quan tâm hơn tới các chương trình công cộng, các dự án thúc đẩy các lợi ích chung của cả xã hội hơn là chỉ tối đa hóa lợi nhuận tài chính. Do vậy, các dự án đầu tư công cần phải được đánh giá dựa trên nhiều quan điểm, từ phân tích lợi ích chi phí trên quan điểm tài chính đến phân tích lợi ích chi phí dự án trên quan điểm của tất cả các nhóm liên quan trong xã hội. Bài viết dưới đây sẽ trình bày phương pháp phân tích lợi ích chi phí - phương pháp đánh giá các dự án đầu tư công trên cơ sở so sánh lợi ích và chi phí của dự án trên quan điểm kinh tế xã hội toàn diện. Theo đó tất cả các lợi ích và chi phí sẽ được tính toán và lượng hóa nhằm đưa ra lợi ích xã hội ròng của dự án. Phương pháp này đã được sử dụng rộng rãi tại nhiều quốc gia phát triển từ những năm 1930 song vẫn chưa được sử dụng rộng rãi tại các quốc gia đang phát triển. Bên cạnh đó, bài viết cũng cung cấp một bức tranh toàn cảnh về hoạt động đầu tư công tại Việt Nam giai đoạn 2011 - 2018. Trên cơ sở đó, thảo luận về sự cần thiết của việc áp dụng phương pháp phân tích lợi ích chi phí trong quá trình thẩm định và lựa chọn các dự án đầu tư công tại Việt Nam.

Từ khóa: CBA, hiệu quả phân bổ, lợi ích xã hội ròng, đánh giá dự án đầu tư công, mức sẵn sàng trả.

1. Introduction to cost- benefit analysis method

1.1. The concept of cost- benefit analysis

The cost benefit analysis (CBA) method was first developed in the 1930s in the United States when the Federal government decided to carry out projects for the improvement of the waterway system which were funded by the Government of the dry Central and West states. Before that, in 1667, the famous British economist William Petty had established disease prevention programs in London using CBA. The concept of CBA was further developed by many economists.

CBA is a systematic process of analyzing the impacts of a project from different viewpoints; for example, it can take account of the benefits and costs to the owners of the equity in a private firm (private benefit- cost analysis). Alternatively, it can be broadened to include all benefits and costs to members of the referent group. (Harry Campbel, Richard Brown, 2003).

CBA is a policy assessment method that quantified in monetary terms the value of all consequences of a policy to all members of society. The terms policy and project can be used interchangeably. More generally, CBA applies to policies, programs, projects, regulations and other government interventions. The aggregate value of a policy is measured by its net social benefits. The net social benefits are calculated by social benefits minus social costs. (Boardman, Vining, Greenberg, Weimer, 2010).

CBA is a method for assessing the economic efficiency of proposed public policies through the systematic prediction and valuation (i.e., monetization) of social costs and social benefits. While individual decisions focus on benefits and costs to the individual, CBA considers the benefits accruing to and the costs incurred by all members of society – hence the terms social benefits and social costs. (Boardman, 2015).

From the point of the investment project, CBA is a comprehensive comparison and evaluation of the costs and the benefits of the project from the view of the entire economy and the whole society. The benefits that derive from the project are the contribution of the project to the implementation of the overall development objectives of the economy. The cost that the economy has to suffer when an investment project is carried out are all natural resources, material wealth, labor cost (as well as the environmental loss) that be devoted to the investment project instead of using for other purposes. In this framework, CBA can be viewed as an extensive analysis of financial aspects with at least three important adjustments which are as follows: (i) estimate shadow price or economic price (instead of market price) for market-based benefits and costs in non-competitive market, (ii) monetize all non-market price benefits and costs and put them into the cash flow calculation. (iii) replace the financial discount rate with the social discount rate. In addition, CBA also refers to the distribution of benefits and costs to project beneficiaries such as local governments, domestic banks, local workers, and surrounding residential communities.

In developing countries, the government intervention is often stronger than in developed countries. Therefore, the need for analyzing benefits and costs from the point of the entire economy is more important. CBA can be used for both prospective (projects appraisal) and retrospective (projects evaluation). The prospective sense refers to the process of actually deciding whether resources are to be allocated to the project or not. The retrospective sense refers to the process of reviewing the performance of a project. A CBA is also used to make a choice between two or more mutually exclusive projects. CBA is carried out by identifying and attaching monetary value to each input and output of the project. Then compare the values of the inputs and outputs. Basically, if the project benefits bring more value to the society than the cost it consumes, the project will be considered worthy and should be implemented. In the case of having to choose the best project among many proposed projects, cost-benefit analysis will help selecting the project that will bring the greatest net benefits. It is also possible to use cost-benefit analysis to assess the sensitivity of project outputs in case of risks and uncertainties. The decision makers therefore will takes the results of the analysis, together with other information into account in coming to a decision.

In reality, it seems to be difficult to conduct a quality cost- benefit analysis. For example, determining what is the cost and what is the benefit also requires careful consideration. Besides, while some inputs and outputs may have popular and stable prices, others have variable prices during the implementation of the project. And there may be some inputs and outputs that can hardly be added market prices or quantified by money. For some reasons, CBA has not been widely used in many countries, especially in developing countries.

1.2. The major steps in cost- benefit analysis

CBA may be intimidating and complex. To help making the process of conducting a CBA more manageable, it can be broken down into eight steps, which are listed below:

1.2.1. Identify problem and suggest some solutions

Problem identification is the determination of the gap between the current situation and the status that the government and society want to achieve. Like all problem-solving methods, CBA provides information that helps improve the distance and push the current status to the desired position in the most effective way. Based on this theory, some solutions/alternatives will be given to bridge this gap in reality. The amount of solutions/alternatives should be less than six because neither decision makers nor analysts can handle comparisons among such a large number of alternatives.

1.2.2. Identify the benefits-cost of each alternative

Step 2 requires analysts to identify the impacts of each proposed alternative, arrange them into groups of benefits or costs and select measurement indicators. In this situation, the term "impacts" is quite broad to refer to both inputs (required resources- costs) and outputs (gained benefits) of the project. On the whole society, the general principle is to calculate all benefits and costs regardless of who receives or pays them

1.2.3. Monetize (attach money value) to all impacts

The analyst next has to monetize each of the impacts. To monetize is to value in money. For some projects, some benefits and costs may have social value, some may have financial value and others that cannot be measured by either of these values.

For example, there are some economic and social benefits that are measurable in money, such as the incremental value of production value, contribution to the State budget or per capital income. Some economic benefits are difficult to value in monetary term, such as the benefits gained from culture and education investment projects, improving environment and landscape projects or protecting the wild life projects. Some techniques referred to as Travel Cost Method, Contingent Valuation Method and Hedonic Pricing Method can be used to estimate the monetary value of those impacts

1.2.4. Set up an annual cost benefit spreadsheet to calculate the present value of costs and benefits

The annual benefits and costs of each alternative is presented into a spreadsheet according to the years they have arisen. By then, net benefits can be calculated in each year. The process of listing and calculating annual net benefits will help analysts understand the "structure" of the project and the benefit-cost flow over time.

1.2.5. Calculate the net social benefits of each alternative

In order to calculate the total net benefits, it is not possible to simply add the annual net benefits together because people tend to put different importance on the benefits received at different time. Therefore, the total net benefit will be calculated in 2 steps:

Step 1: the project's net benefit is converted to its present value by dividing it by $(1+s)^t$, where "s" is the social discount rate.

Step 2: The present value of each annual net benefit will be summed and the final result will be produced.

1.2.6. Compare alternatives of the project according to net social benefits

In this step, the alternatives will be ranked according to their net social benefits. The alternative with the highest net social benefits will commonly be chosen, the lowest net benefits option is ranked last and the least desirable option. A negative net benefits shows that the project is not economically desirable.

1.2.7. Sensitivity analysis

There may be considerable uncertainty about both the predicted impacts and the appropriate monetary valuation of each unit of the impact. Sensitivity analysis attempts to deal with such uncertainties by:

- Find out some variables reflecting risk.

- Find out the “amplitude fluctuations” of one or more specific variables.
- Identify the variables by which the ranking of alternatives will be changed.
- Identify the variables that make the net social benefit change most (or be sensitive most).

Sensitivity analysis helps analysts ensure the stability of the net social benefit in case of uncertain situations. It provides the information of the variables that make the net social benefit fluctuate most and then suggest some solution for managing them in the future implementation phase.

1.2.8. Make a recommendation

After the previous steps, the analyst have evidence to point out whether an alternative is worth doing or not, or determine which alternative is most desirable. If the net benefit (after eliminating the risk) is a positive number or a benefit/cost ratio is greater than 1, the project will be effective and should be implemented. If there are many options, the greatest positive net benefit will be chosen because normally analysts will encourage the option of having the largest net social benefits.

Generally, CBA is one input to the economical decision making process- one that attempts to push it toward more efficient resource allocation.

2. Public investment in Vietnam and the need to conduct cost benefit analysis for public investment projects

2.1. Overview of public investment in Vietnam

2.1.1. Achievement

Public investment is an important issue in Vietnam's socio-economic development strategy. Therefore, the data given by the General Statistics Office of Vietnam shows that the scale of domestic public investment tends to increase continuously, from VND 341.5 trillion in 2011 to VND 519.8 trillion in 2015 and achieved approximately 600 trillion VND in the last 2 years. However, in terms of proportion, the proportion of public investment capital tends to decrease, from about 40% in the period of 2011-2015 to 35% in the period of 2016-2018.

Table 1: Investment in the period of 2011-2018

Unit: Trillion

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Total	924.4	1010.1	1094.5	1220.7	1366.4	1485	1667.4	1856.6
State	341.5	406.5	441.9	486.8	519.8	557.4	594.9	619.1
Non state	356	385	412.5	468.5	528.5	579.7	676.3	803.3
Foreign invested sector	226.8	218.5	240.1	265.4	318.1	347.9	396.2	434.2

Structure (%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Total	100	100	100	100	100	100	100	100
State	36.9	40.2	40.4	39.9	38.0	37.5	35.7	33.3
Non state	38.5	38.1	37.7	38.4	38.7	39.0	40.6	43.3
Foreign invested sector	24.5	21.6	21.9	21.7	23.3	23.4	23.8	23,4

Source: General Statistics Office of Vietnam, 2019

Public investment capital is largely invested in infrastructure development, including physical infrastructure (roads, airports, ports, water supply and drainage, electricity, telecommunications, etc) and

soft infrastructure (healthcare and education services, etc). The new infrastructure has made an important contribution to the production and business activities of the economy as follows:

- Transport infrastructure: A number of important and large-scale traffic works such as Noi Bai airport, Tan Son Nhat airport, Da Nang airport, Can Tho airport, Vinh airport, Phu Quoc airport, Lien Khuong airport, Pleiku airport, Tho Xuan airport, Cai Mep - Thi Vai international gateway ports (Ba Ria - Vung Tau)... were invested to connect more efficiently among the regions in the country and with the international trade net work. The new transport infrastructure has also promoted commercial activities, reducing logistic costs for many domestic goods and therefore improve the competitiveness of goods.

- Energy infrastructure: Many big projects have been completed and being built such as: Lai Chau Hydropower; Duyen Hai, Vung Ang I and Vinh Tan II thermal power plants; electricity transmission to Phu Quoc, Ly Son, Co To and Van Don islands ... in order to better meet the needs for production and daily life as well as to ensure national security and defense.

- Urban infrastructure: Urban technical infrastructure, especially in big cities have been invested in some recent years, such as radial traffic axes, ring roads, stereoscopic intersections at major intersections, urban bypasses, some major urban belts and railways in Hanoi and Ho Chi Minh City. The construction works of water supply and drainage, solid waste collection and treatment were also invested to solve the problem of flooding and garbage in big cities.

- Infrastructure of industrial and economic zones were centrally completed by the local authorities to attract more domestic and foreign investors and solve the shortage of houses and essential social infrastructures (kindergartens, schools, clinics, etc) for workers in industrial zones, especially in some large industrial zones in Bac Ninh, Thai Nguyen, Binh Duong and Dong Nai.

- Infrastructure for education and training, science and technology, health, culture and other social items... got more attention of public investment: Many public projects building facilities for education were carried out, including in ethnic minority and disadvantaged areas. The construction works for medical and healthcare services were completed and put into operation. Series of large-scale, beautiful cultural and sport constructions (cultural houses, stadiums, children play grounds) were built in many communes, helping improve the spiritual life of people in rural and remote areas.

- Irrigation infrastructure: Focused on investing in new construction and improvement rural irrigation works toward multi-purpose direction. Many large-scale projects in the Central, Central Highlands, Northern Midlands and Mountains, Red River Delta, and Mekong River Delta have been completed, contributing significantly to boost productivity and quality of the agricultural production.

- Infrastructure works to boost new rural areas were also widely invested in localities throughout the country, whereby the rural face has been changed, people's lives have been successfully improved.

2.1.2. Some limitations

It can be seen that the Law on Public Investment in 2015 has brought positive results in tightening discipline and improving efficiency in public investment area. As a result, although public investment capital has decreased in proportion, it still has an important contribution to the economic growth and the development in the country. Apart from remarkable results achieved, quite a few limitations remained in the public investment process. In particular:

Table 2: Expenditure structure in the total state budget expenditure in the period of 2011-2018

Unit: %

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Total state budget expenditure	100	100	100	100	100	100	100	100
- Normal expenditure	70.5	73.7	76.1	73.9	75.4	70.5	71.7	68.7
- Development investment expenditure and other expenses	29,5	26.3	23.9	26.1	23.8	25.7	25.3	31.3

Source: General Statistics Office of Vietnam, 2019

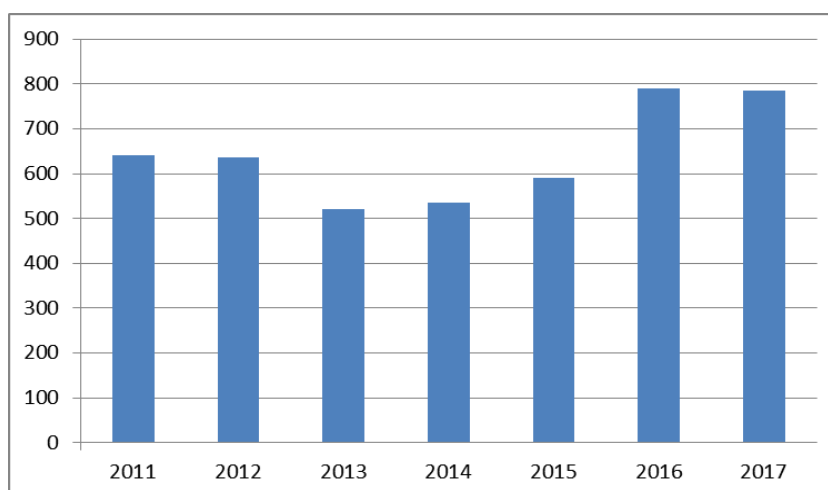
- Although public investment spending in Vietnam has decreased in proportion to the total state budget expenditures, this ratio remains relatively high compared to other countries in the region.

According to the calculations by World Bank in 2017, public investment spending in Vietnam is significantly higher than that of Indonesia (3.3%), Korea (4.2%) and Singapore (6.1%). High public investment spending shows that the demand for infrastructure development in the economy is excessive. It will put more pressure on the economy if the efficiency of public investment is not improved.

- The allocation of investment capital for public projects has not ensured the principle of concentration and efficiency. Vietnam seems to make little progress in concentrating capital for key projects and in avoiding fragmentation of State Budget investment capital. Total public investment in the period of 2016-2020 is VND 2000000 billion which was allocated to 9620 projects. The VND 260000 billion of government bond capital was also allocated to all 63 provinces and cities of the country (Vietnam National Assembly, 2018). It suggests that the average public capital per project and the public capital granted to each locality is too small. Experiences of developed countries show that investment resources from the state mostly focus on projects that have spillover effects and good impact on the whole society. For example, in Australia, the medium-term public investment plan for 2018 focused on only 4 major projects. In South Korea, only 5 projects were invested in by the public sector out of a total of 20 highway projects. But in Vietnam, if we do the division mechanically (take the total capital divided by the projects), we couldn't have any real large size project.

As a result, the number of uncompleted projects is still huge. While the transitional projects have not been allocated enough capital, many new start-up projects continue to be financed. That is the reason why the phenomenon of slow progress and cost overruns is serious and becomes the most frequently problems in Vietnam.

Table 3: The state capital concentration by sector (The Herfindahl - Hirschman index)



Source: Vietnam annual economic report, National Economics University 2018

- The situation of waste and loss in public investment is still complicated and is not yet solved thoroughly. The wasteful use of state budget results from the thinking of “free- money” and unconvincing arguments about the effectiveness of public investment projects. Recently, the society has been frustrating with the situation of public investment spending for the wrong purposes or to serve the achievement obsession such as: luxury events and celebrations in many poor provinces, more headquarters and monument buildings than human's policies implementation. These projects only benefit a small group but not the entire economy in the sense of public investment.

- Public investment has not focused on cost savings purpose. There is no mechanism to pressure investors and contractors to reduce public investment costs. Estimated costs of the projects are often based on these spending quotas and regimes established by the State, which are, nevertheless, often outdated or incomplete, and so are often being capitalized to push up estimated costs. These are then submitted to senior authorities for approval but the appraisals of public investment projects are made by

the agencies directly under those making investment decisions and, therefore, may lose some quality due to the lack of independence.

- Public investment projects have not been remarkably effective: capital recovery for some completed projects was not as originally planned. Typically, a few construction projects imposed charges, but after many years of operation the fees collected were not sufficient for maintenance or renovation of construction works. Consequently, their quality would not be guaranteed, and hardly would beneficiaries feel satisfied with investment outcomes. Inefficient public investment also exacerbated the public debt situation. Vietnam now is in the group of high Public debt/ GDP ratio compared to many developing countries. Although the public debt ratio in Vietnam is still within the 65% public debt ceiling allowed by the National Assembly, the increasing debt scale is making the share of national interest payment higher and accordingly, the budget proportion for development investments in some coming year may be declined.

Table 4: Comparison of Public debt/ GDP between Vietnam and other countries in the period of 2011-2018

Unit: %

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Vietnam	44.7	48.4	52.0	55.0	57.4	59.9	58.5	57.8
Average of developing countries	30.3	30.6	31.5	32.6	36.7	40.6	42.8	44.1
Oil exporting countries	17.9	17.2	17.9	18.5	22.9	27.6	30.3	31.7
Asia	39.3	40.1	40.7	41.4	42.4	43.4	42.6	42.9
Latin America	23.3	26.4	31.5	32.5	33.5	35.4	36.0	37.8
Sub-Saharan	23.6	23.1	24.5	26.2	31.6	36.6	39.2	41.7

Source: IMF, Fiscal Monitor, 2018

2.1.3. Causes of limitations

The following reasons for the aforementioned issues could be regarded:

- *First*, the allocation of public investment capital across sectors and provinces still based on administrative management. Government allocated capital but ministries, branches and localities decided the total investment, leading to that the locals submitted supplemental list or spread investment, lacked focus, which soared demand for capital. This way of allocation did not reach the criteria of giving priority for locals, regions in difficulty, or for special urgent projects. It is very common that in Vietnam, the investment decision is often based on socio-economic development requirements (which can be considered as unlimited) and the ability to mobilize capital (the project owner self-proposed and often unproven), while the criteria for socio-economic efficiency, responsibility for capital repayment have not been strictly regulated and have no legal binding. So it is necessary to have a comprehensive assessment of the proposed projects in order to help the decision maker to select the best investment portfolio.

- *Second*, there still exists a gap between the quality of Vietnam's investment management mechanisms compared to international good practices, especially at the stage of designing, appraising and selecting projects. The two major constraints revealed by provincial authorities are: (1). lack of an investment intention report template and guidelines; (2). absence of methodologies and guidelines on the preliminary assessment of the socio-economic effectiveness of public investment projects (Glenn P. Jenkins & Mikhail Miklyaev & Shahryar Afra & Majid Hashemi, 2017). In particular, the selection of public projects still relies mainly on qualitative criteria (there have not had quantitative criteria to assess and select public investment projects yet). Therefore, many public projects have not met the requirement of improving benefits for the whole society.

For example in the field of transport infrastructure, the lack of a national criteria system in assessing socio-economic efficiency of public investment projects, including social discount rates, project evaluation timeframes, common social ratios for project removal/ acceptance has significantly reduced the ability to select the worthy public projects as well as limited the effectiveness of these projects. Besides that, in some transport infrastructure projects, their benefits were inflated to get high efficiency on paper but then caused serious damage in their actual implementation and operation. Therefore, it is necessary to develop criteria for evaluating the economic -social -environmental efficiency of each type of infrastructure projects as a basis for approval of the projects and sort the investment priority order.

- *Third*, socio-economic analysis is one of the mandatory contents to prove the feasibility of an investment project in accordance with the Law on Investment but the nature of this analysis is assessing the project's contribution to the economy from the investor's perspective. This means that the investor from his point of view to show the project's impacts to the social economy. Typically, for private investment projects, these impacts are usually simple and easy to quantify such as the number of labor employed by the project, the additional contribution to the local budget. For public investment projects are the project's contribution to the implementation of socio-economic development strategies and socio-economic development objectives. The lack of a comprehensive cost benefit analysis methodology from a socio-economic point of view as well as the shortage of quantitative indicators for project impacts assessing that make the evaluation and selection of public investment projects become less effective.

- *Forth*, many unstable factors affect the cost of the project but have not been carefully taken into account in pre-investment phase and will lead to project adjustment. For examples, when prices of construction materials increase, proposal to change project capital have to consider to approve. Whether the adjustment is permitted in this case also depends upon the availability of capital from the State budget or other sources but it will put the State in passive condition and present a risk to the effective implementation of the project.

2.2. The significance of using CBA in Public investment projects in Vietnam

It can be seen that public investment activities have made significant contributions to improve the welfare of all members of the economy, but there still exist some limitations. Meanwhile, CBA has been considered as an useful tool to boost the effectiveness of investment projects, widely used in OECD member countries and some big institutions in the world. Some countries have mandatory application of CBA in public investment projects depending on their different capital scale. Applying CBA in public projects will bring us many advantages, including:

- *First*, CBA takes into account all impacts of the project that happen to all groups of the economy thanks to its rigorous steps in analysis process. Therefore all benefits and costs of the project will be calculated, without missing any items. This method overcomes the subjective assessment from the investor's perspective when considering the project's impacts on the socio-economy. This is also entirely consistent with the characteristics of public investment projects that bring maximum benefits to all members of the society. In the context of constrained resources, Vietnam needs to focus on the investment projects that benefit as many groups as possible.

- *Second*, CBA provides precise data for the calculation. A typical feature of public investment projects is using social resources to provide social benefits. The objectives in these projects are excessively broad and vague, which ease the process of preliminary screening but seriously compromise its quality. So the biggest challenge for these projects is how to identify and quantify the benefits and costs, especially those have nonmarket value. CBA estimates and totals up the equivalent money value of the benefits and costs to the community of projects to establish whether they are worthwhile. This means that all benefits and costs of a project would be measured in terms of their equivalent money value and in particular times. It is not only the financial costs that must be considered, but also the potential positive and negative impacts on the community as well as the possible environmental changes that could affect our future generations.

There are some techniques in CBA can be use to calculate nonmarket value. With such benefits that cannot be quantified in term of money (eg, fresh air, improved water resources, reduced noise pollution), Hedonic pricing method often be applied. For example, the difference in real estate prices can approximate the value of tranquility - the price the user is willing to pay extra to enjoy quietness (although in fact, there may be other problems arising in this deal). So the procedure for evaluating the monetary value of noise is based on the behavior of the property market. Certain studies have shown significant relationships between the level of exposure to noise and the depreciation of property values (CGP, 2001). In other example, the benefits of a public investment project to dredge heavily polluted canals near the residential areas will be measured by the willingness to pay by the people in order to get a cleaner environment in Contingent valuation method.

Similarly, the costs in CBA are calculated by the opportunity cost of the investment. Opportunity costs represent the benefits a government misses out on when choosing one alternative over another. For example, the local government wants to fund VND 500 billion for park construction investment project. If this capital is used to fund other projects of the private sector, it will bring a revenue of VND 550 billion. Thus, the real cost of this capital is the lost income of VND 550 billion rather than the VND 500 billion cash expense and VND 550 billion is an opportunity cost. Or the preservation of the wild environment by eliminating the income from the use of wood or pasture for cattle- the lost money from timber or livestock is the opportunity cost of preserving the environment.

With the specific and meticulous calculation of the impacts of such public investment projects, it will help to calculate the criteria for evaluating the efficiency of public investment projects more accurately. Therefore opportunity to limit investment projects with ambiguous benefits will be realized.

- *Third*, in many countries, governments sometimes are fluctuated by social arguments. Therefore, the allocation of public investment capital is still mechanically distributed to all the locals and sectors. But when all the corresponding benefits and costs of the project are monetized, the evaluation criteria for project selection will become clear and transparent. Projects with negative net benefits value or have smaller net benefits value comparable to other projects will not be allowed. The comparison and evaluation of investment projects based on quantitative criteria will help the decision-making process more effectively, the spread distribution therefore will be solved thoroughly.

- *Fourth*, CBA provides not only quantitative evaluation indicators but project analysis in case of risks and uncertainties. Identifying potential risks, assessing the sensitivity of efficiency evaluation criteria can help investors be proactive in project management. When investors have opportunities for gaining additional information about costs or benefits, they may be able to value the information by explicitly modeling the uncertainty inherent in their decisions. This also contributes to reducing the situation of project adjustment, which often affects the financial budget plan.

- *Fifth*, every society has certain goals, some of them would be: improving economic welfare and people's living standard, ensuring social justice and improving environmental quality. Improving economic welfare is an increase in total social welfare. It is measured by the increase in net benefits generated from production and consumption of goods and services. Ensuring social justice is to make the reasonable distribution of net benefits among individuals in society and is often explained by the increase in opportunities for those who suffer most. The goal of improving environmental quality includes the improvement of the surrounding environment and human living conditions. It means any kind of better changes that people desire. CBA will show which projects contribute the most to economic benefits, including environmental results. Therefore, based on CBA, projects will be selected to ensure the sustainable development objectives in terms of both economy, society and environment purposes.

- *Sixth*, public investment programmes and projects, as per the Public Investment Law, are subject to evaluation by different types of review, including ex ante, mid-term, terminal and post-completion reviews. Compliance with these requirements, however, is reportedly poor. A greater emphasis on outcomes might support a more effective approach to project. CBA in sense of both

prospective and retrospective can provide project evaluative tools, including ex ante, ex post, in medias and other comparative types of CBA which is useful to all decision makers.

3. Conclusion

The implementation of CBA method in public investment projects is necessary, especially in the current situation in Vietnam. The application of CBA will help overcome the weakest stage in the process of designing and evaluating public investment projects: to accurately quantify the benefits and costs of project, reveal their real social-economic value and select appropriate quantitative evaluation criteria. Since then, the selection of public investment projects will be more objective and scientific. This is also one of the steps to help Vietnam get closer to the international good practices in improving the effectiveness of public investment area.

REFERENCE

- [1] Anthony Boardman, David Greenberg, Aidan Vining and David Weimer (2010), *Cost-Benefit Analysis: concepts and practice* (4th Edition), Prentice Hall.
- [2] CGP, 2001. *Transports: choix des investissements et coût des nuisances*, Commissariat Général au Plan, La Documentation Franc-aise.
- [3] Diep Gia Luat, Dang Van Cuong, Bui Duy Tung (2015), *Enhancing Quality and Efficiency of Public Investment in Vietnam up to 2020*, *Journal of Economic Development* 23(1) 02-24
- [4] Harry Campbell, Richard Brown (2003), *Benefit- Cost Analysis- Financial and economic appraisal using spreadsheets*, Cambridge University Press.
- [5] Harry Campbell, Richard Brown (2015), *Benefit- Cost Analysis- Financial and economic appraisal using spreadsheets*, Cambridge University Press.
- [6] Bộ môn Kinh tế Tài nguyên & Môi trường (2003), *Nhập môn Phân tích Lợi ích chi phí*, Tái bản lần 1, NXB Đại học Quốc gia.
- [7] Đại học Kinh tế quốc dân (2018), *Đánh giá kinh tế Việt Nam thường niên 2018- Hướng tới chính sách tài khóa bền vững và hỗ trợ tăng trưởng*, NXB Đại học Kinh tế quốc dân
- [8] Krystyna Brzozowska (2007), *Cost-Benefit Analysis in Public Project Appraisal*, *Engineering economics*. 2007. No 3 (53).
- [9] Glenn P. Jenkins & Mikhail Miklyaev & Shahryar Afra & Majid Hashemi (2017), *Prioritization of Public Investment Projects in Vietnam*, *Development Discussion Papers 2017-08*, JDI Executive Programs.
- [10] Sebastien Damart, Bernard Roy (2009), *The uses of cost-benefit analysis in public transportation decision-making in France*, *Transport Policy* 16 (2009) 200-212.
- [11] Bùi Tất Thắng (2018), *Đầu tư công: Những vấn đề đặt ra cho năm 2018*, accessed at <http://tapchitaichinh.vn/nghien-cuu--trao-doi/trao-doi-binh-luan/dau-tu-cong-nhung-van-de-dat-ra-cho-nam-2018-135411.html> on 15th of March, 2019
- [12] Quang Hong Doan, Tuan Minh Le, and Duong Anh Nguyen, *Public Investment in Vietnam*, accessed at http://siteresources.worldbank.org/PUBLICSECTORANDGOVERNANCE/Resources/285741-1286300587143/I_Public_Investment_in_Vietnam.pdf on 10th of April, 2019
- [13] World Bank (2015), *Fiscal Decentralization review in Vietnam: making the whole greater than the sum the parts*, Summary Report.
- [14] World Bank (2017), *Vietnam Public Expenditure Review*, Summary Report.
- [15] White, R & Smoke, P (2005), *East Asia decentralizes: making local government work*, World Bank.
- [16] General Statistics Office, *Statistical Yearbook and Socio-Economic annual Report 2011-2018*.

**THE ROLE OF PSYCHOLOGICAL CAPITAL AND THE MEDIATING
MECHANISM OF THRIVING AT WORK ON EMPLOYEE WORK
INNOVATION IN THE HOSPITALITY INDUSTRY**

**VAI TRÒ CỦA VỐN TÂM LÝ VÀ CƠ CHẾ TRUNG GIAN CỦA SỰ TRƯỞNG THÀNH
TRONG CÔNG VIỆC CHO SỰ ĐỔI MỚI TRONG CÔNG VIỆC CỦA NGƯỜI LAO ĐỘNG
TRONG NGÀNH CÔNG NGHIỆP KHÁCH SẠN**

Pham Hong Liem*, Le Tran Tuan*, Nguyen Xuan Lan**

**University of Khanh Hoa, **University of Economics, The University of Da Nang*

letrantuan@ukh.edu.vn

ABSTRACT

Reaching the “Tipping point” of Vietnamese tourism requires tourism businesses to improve the quality of services and employees' capabilities. Employee work innovation is considered a solution to balance the benefits between service providers and customers. This study proposes an addition to predictive factor (psychological capital) for thriving at work, and explores the mediating mechanism of thriving at work between psychological capital and employee work innovation. With 627/650 samples collected from hotels and resorts in Khanh Hoa province, a hierarchical linear model is used to test hypotheses. This may be a pioneering study that explores the prerequisite role of psychological capital for thriving at work, and the mediating mechanism of thriving at work for employee work innovation in the hospitality industry. This result has important implications for the sustainable development of the hospitality industry, through human resource management and the strategies for the development of value-added products and services.

Keywords: *Employee work innovation, psychological capital, thriving at work, hospitality industry, accommodation facilities.*

TÓM TẮT

Việc chạm ngưỡng “điểm bùng phát” của du lịch Việt Nam đòi hỏi các doanh nghiệp du lịch nâng cao chất lượng dịch vụ và năng lực của người lao động. Sự đổi mới trong công việc của người lao động được xem là giải pháp cân bằng lợi ích giữa nhà cung cấp dịch vụ và khách hàng. Nghiên cứu này đề xuất thử nghiệm biến tiền đề vốn tâm lý đối với sự trưởng thành trong công việc và khám phá cơ chế điều tiết của sự trưởng thành trong công việc giữa vốn tâm lý và sự đổi mới trong công việc của người lao động. Với 627/650 mẫu thu được từ các khách sạn và khu nghỉ dưỡng tại Khánh Hòa, mô hình hồi quy thứ bậc được sử dụng để kiểm định các giả thuyết. Đây có thể là nghiên cứu tiên phong khám phá vai trò tiền đề của vốn tâm lý cho sự trưởng thành trong công việc, và cơ chế trung gian của sự trưởng thành trong công việc cho sự đổi mới trong công việc của người lao động trong ngành công nghiệp khách sạn. Kết quả này có ý nghĩa quan trọng cho sự phát triển bền vững của ngành khách sạn, thông qua công tác quản trị nguồn nhân lực và chiến lược phát triển các sản phẩm và dịch vụ gia tăng.

Từ khóa: *Sự đổi mới trong công việc người lao động, vốn tâm lý, sự trưởng thành trong công việc, ngành công nghiệp khách sạn, cơ sở lưu trú.*

1. Introduction

Today, the businesses want to create a competitive advantage and develop sustainably, internal businesses must be stable via ownership and creative human resources and employee work innovation are vital. Especially in tourism service, the more customers have choices, the less they feel unsatisfied (Prahalad & Ramaswamy, 2004).

That makes pressure on hotels and resorts in trying to meet their needs via quality products and services. Therefore, businesses need employees who have positive motivation, can create positive attitudes and behaviors at work. It is the foundation for them to feel more excited to learn skills constantly

and pass challenges in the process of providing services. So, thriving at work is considered a employees's sustainable aspect in the organization (Spreitzer et al., 2012). Moreover, thriving at work is also a positive results and an effective maintenance at work (Porath et al., 2012). Therefore, psychological capital and thriving at work are the factors that can contribute sustainable development of tourism businesses, especially accommodation facilities.

The employee work innovation in theory and practice is vital. It improve competitiveness efficiency, quality, productivity and brand of the business (Vilanova et al., 2009). The customers always care about service's characteristics (uniqueness and difference). In this field, The employees need more flexibility, creativity and skills for improving competitiveness and increasing customer's satisfaction (Ayupp & Chung, 2010). Therefore, this is an extremely vital problem for human resources to build a team who are brave, dynamic, competent and creative to be able to identify, understand, analyze and respond customer needs as quickly as possible (Stock & Hoyer, 2005).

There have been relevant studies about psychological capital, thriving at work on increasing employee work innovation in organization. The psychological capital is considered as an vital factor for helping employees to have a thriving at work (Paterson et al., 2014). It is also a direct foundation to form positive attitudes and behaviors (Avey et al., (2010), particularly a their creativity in work (Sweetman et al., 2011).

Some other scholars mention thriving at work play an efficient role on employees (Shan, 2016). However, those studies also stopped at a single-level model. Therefore, the role of factors in the same study model, especially the mediating mechanism of thriving at work in relationship between psychological capital and employee work innovation in tourism service, has not been considered at the same time. Moreover, psychological capital is considered to be a core factor that has more vital effect on the attitude and behavior of employees than other characteristics (Avey et al., 2010).

There are still a lack of extensive studies about the impact of psychological capital on solving problem and employee work innovation (Luthans et al., 2013). Basing on the theoretical discussion of psychological capital (Luthans et al, 2007) and job characteristics (Oldham & Hackman, 2010) in human resource management, this study proposes employees's positive motivation are basis for them to have thriving at work, and form innovative ideas as well as employee work innovation. Therefore, the expectation of this study can make practical application implications to improve the accommodation facilities's competitiveness, brand value of the organization are increased, too. As we known, there have never been previous studies which examined the relationship between psychological capital, thriving at work and employee work innovation in Hospitality in Vietnam before, especially in tourism service.

2. Literature Review

2.1. Employee work innovation

The employee work innovation is defined as the employee's autonomy in building, developing and applying new processes, methods or products to improve performance and gain the benefits for individuals, groups or organizations (Carmeli & Spreitzer, 2009; Janssen, 2000; Scott & Bruce, 1994; Yuan & Woodman, 2010). For individuals, the employee work innovation is the activities of individuals which involved in initiating and proactively coming up with useful ideas, processes, products, or new mechanisms. The employee work innovation is the foundation that promotes efforts in the creation of new products and services (Janssen, 2000). For service, employee innovation is the result of customer interaction (Hartline et al., 2000). In this study, the author focuses on considering the employee work innovation is as multi-stage process (Scott & Bruce, 1994).

Many previous studies have shown the different benefits of employee work innovation such as: Job satisfaction, well job performance, promoting collaboration as well as interpersonal communication at work. (West & Anderson, 1996), competitive advantages creating for businesses (Scott & Bruce, 1994;

Yuan & Woodman, 2010) and also positive conflicts (Janssen et al., 2004). Moreover, it can also understand is the employee's clever when detecting and solving the problem. So the employee work innovation is not only improves the performance of employees, but also reduce the stress and pressure in their work. These will stimulate employees to explore and learn more knowledge, professional skills, so creating more excitement to develop themselves (West & Anderson, 1996).

2.2. Psychological capital and the relationship with thriving at work

In recent years, the research of Organization Behavior (OB) change a lot when recognizing each employee as a platform to help organizations deal with challenges, as well as promote their strengths and willingness at work (Wright, 2003). From this perspective, psychological capital was born as a positive orientation (Luthans & Youssef, 2007). Psychological capital is the positive state of psychological manifestations in the development of an individual. This is a general concept which consisting of four basic components: (i) Confidence that means the ability to complete tasks, the ability to deal with challenges, and willpower to succeed; (ii) Optimism that always makes things positively, and has maintain a positive attitude in the future; (iii) Resilience is the ability of recovering quickly, even change and grow more and more after difficulty or failures; (iv) Hope that has positive motivation to achieve goals via various means (Luthans et al., 2004; Luthans & Youssef, 2007).

H1: Psychological capital positively affects the thriving at work.

2.3. Thriving at work, and the relationship with employee work innovation

The development of science and technology have made consumers increasingly careful in assessing the quality of services were provided. This is a great pressure for businesses and workers in competing efforts to survive, as well as constantly learning to improve themselves and it will be appropriate for the specific working

Thriving at work is considered the way that make workers respond to difficulties or challenges in long - term. According to Spreitzer et al. (2005). Thriving at work is a psychological state which showing the individual's experience of vitality and learning ability in work. Vitality relate to the feeling of survival and think positive and the sufficient energy preparation for working while learning ability means the acquirement and manipulation of skills and knowledge to increase personal capacity. These are the basic foundations which reflecting of awareness (learning) and emotions (energy) of personal promotion.

Survival and learning capacity are two vital components for workers's promotion. If employees, who have negative moods and lack of energy, are trying to learn and gain experience in a difficult work environment, they will be easy to give up. As a result, there is no thriving at work of workers.

When workers learn more problems and progress at work, they give some conditions and identify resources for assessing the current situation, thereby that will orient appropriate action. Amabile (1998) showed that on-the-job learning is necessary for employees to improve their skills, which is a solid foundation for all work-related behaviors. On that basis, they can realize the possible performance of innovative solutions and new initiative at work. Moreover, learning also helps workers improve their abilities and makes them gain more confidence for approaching to new things.

Besides that, when workers achieve an excited mood/motivation to participate many activities related to work. These are vital factor to help employees pass common standards and have creative thinks and actions. It includes the positive emotions when workers are sufficiently accumulated power to carry out a specific action or task (Quinn & Dutton, 2005). At that time, it is the excitement at work that will help employees deal to challenges better (Dutton et al., 2001).

Many recent researchs show that when workers have a improvement in work, they will adapt to the work form, as well as promote personal growth (Porath et al., 2012). By promoting employee self-growth, thriving at work has contributed to creat advantage conditions for them to complete their work (Spreitzer

et al., 2005). Therefore, thriving at work is considered as a motivation for employee work innovation (Carmeli & Spreitzer, 2009). So on, the second hypothesis is proposed:

H2: Thriving at work positively affects employee work innovation.

2.4. Thriving at work play a mediating role

Thriving at work in organization is a factor in increasing employee work innovation. It is a psychological state which form the positive workers's behaviors. Therefore, thriving at work play a mediating role is significant and moreover, it can also helps individuals adapt to the working framework as well as promote their growth (Wallace et al., 2013).

Combining between thriving at work and employee work innovation has expanded viewpoint about vitality of thriving at work for employees. Employee work innovation is the basis for an organization's efficient work. When workers have same goals, they will share their creative ideas with colleagues and supervisors and work together effectively.

Knowledge, experience were shared as well as employee interaction, has increased the behavior and their employee work innovation, especially in the service (Hu, 2009). Previous studies, for example, Kumar & Uz Kurt, 2010 also concluded that employees have high confidence are creative people and tend to promote innovative behaviors. On the other hand, the psychological capital plays an important role in increasing learning capacity, professional skills, as well as problem solving and employee work innovation (Luthans et al., 2013). The next hypothesis is proposed:

H3: Thriving at work mediates the relationship between psychological capital and employee work innovation.

2.5. Theoretical research model

From the literature review and hypotheses, the theoretical research model is shown in Figure 1.

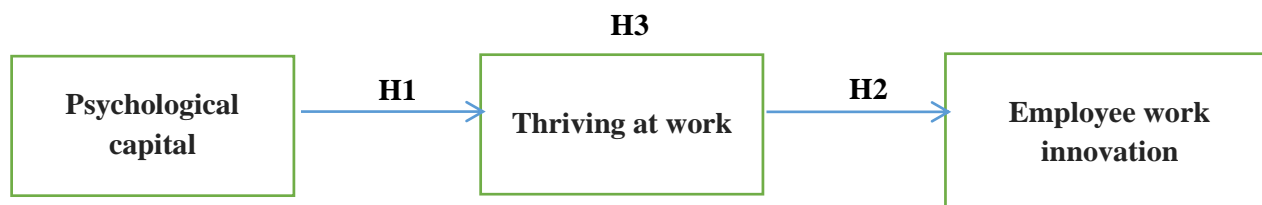


Figure 1: Theoretical research model

3. Research Methodology

The design of the study considered as the causality category test. The research has two steps, including: preliminary (qualitative) and formal (quantitative) studies. Firstly, the author has looked for relevant documents. After that, according to experts's advice in Khanh Hoa, we designed the appropriate questionnaires with calibrated scale. The experts were lecturers or managers in the hospitality industry. This research was proceeded via the survey method, using questionnaires to examine the research model and evaluate hypotheses. A quantitative preliminary study with 30 questionnaires was surveyed employees working in hotels and resorts. The results showed the relevance between content and concepts. The formal study was proceeded with 627/650 valid samples which collected from May 2016 to March 2017 at hotels and resorts in Khanh Hoa.

The use of scales from previous studies can be considered relevance in quantitative studies. Specifically, the psychological capital which were tested by Nguyen Thi Mai Trang (2014) in Vietnam, has four components (with 13 indicators), including: (i) the hope of reaching goals, having solutions to solve problems, and ways to achieve goals (Snyder et al., 2002); (ii) optimism and belief in good things

(Carver & Scheier, 2002); (iii) resilience of recovering the failure, generosity, overcoming anger (Block & Kremen, 1996); (iv) confidence in analysing problem, job presentation, communication, and presentation (Parker, 1998)

These were eleven items measured for Thriving at work (with two components: survival energy and learning capacity) were adapted from Carmeli & Spreiter (2009). And finally, six items on the scale of Scott & Bruce (1994) were used to measure Employee work innovation. The five-point Likert scale was used to facilitate measurement. The software SPSS 18.0 was used for supporting.

4. Results and Discussion

4.1. Results

4.1.1 Reliabilities and Correlation coefficients

Reliability and correlation between research concepts (Table 1): psychological capital (PC), thriving at work (TW), employee work innovation (EW) were shown as well as control variables including working hours of people labor (WT), star rating of accommodation (SR). The results were shown in the correlation matrix provided the initial data supporting the proposed hypotheses. Specifically, the correlation coefficients indicated a significant relationship between psychological capital and thriving at work ($r = 0.624$, $p < 0.01$) as the relationship between thriving at work and employee work innovation ($r = 0.513$, $p < 0.01$). Both coefficients were relevant with the hypotheses H1 and H2.

Table 1: Descriptive statistics and correlation between research concepts

Stt	Variables	Mean	S.D	1	2	3	4	5
	WT	3,69	1,48	1				
	SR	3,74	0,89	-0,015	1			
	PC	3,66	0,57	0,053	0,202**	0,862		
	TW	3,66	0,69	-0,009	0,207**	0,624**	0,908	
	EW	3,51	0,73	0,021	0,268**	0,502**	0,513**	0,859

P/s: ** $p < 0,01$; reliabilities (in parentheses) appear on the diagonal.

4.1.2. Evaluating the hypothesis

For evaluating the hypothesis in research model, the author used hierarchical linear modeling (Bryk & Raudenbush, 1992).

The result of evaluation was shown psychological capital has a positive effect on employee's thriving at work (Table 2) and contributed significantly into explanation the change of dependent variables ($R^2 = 0.398$, $\Delta R^2 = 0.355$).

Table 2: Linear Regression for employee work innovation

Concept	Model 1	Model 2
WT	-0,006	-0,040
SR	0,207***	0,083***
PC		0,609***
R^2	0,043	0,398
ΔR^2		0,355

P/s: dependent variables: TW, *** $p < 0,001$.

The regression results in Model 2 (Table 2) reflected that when the psychological capital (independent variable) was regressed to thriving at work (intermediate variable) together with the controlled variables (Working time, hotel star), the regression coefficient was considered to be significant for the relationship between these two factors ($\beta = 0.609$; $p < 0.001$, $R^2 = 0.398$; $\Delta R^2 = 0.355$). So hypothesis H1 was supported.

Hypothesis H2 suggested that thriving at work has a positive effect on employee work innovation. The results of hypothesis analysis were presented in Model 2 (Table3).

Table 3: Linear regression results for employee work innovation

Concept	Model 1	Model 2
WT	0,025	0,028
SR	0,268***	0,169***
TW		0,478***
R ²	0,072	0,291
ΔR^2		0,119

P/s: dependent variables: EW, *** $p < 0,001$.

The regression results in Model 2 (Table 3) reflected that when thriving at work (mediating variable) was regressed on the employee work innovation (dependent variable), the regression coefficient was seen to be significant. ($\beta = 0.478$; $p < 0.001$, $R^2 = 0.291$; $\Delta R^2 = 0.1119$). This result supported second hypothesis (H2). The third hypothesis (H3) stated that, thriving at work play a mediating role for relationship between psychological capital and employee work innovation. Research used the mediation test of Baron & Kenny (1986) has required:

- i. Independent variables (psychological capital) was used for predicting dependent variables (employee work innovation) and mediating variables (thriving at work).
- ii. The mediating variable must also predicted the dependent variable.
- iii. The relationship between the independent variable and the dependent variable will reduce when the mediation variable participated in.

Table 4: Linear regression results for employee work innovation

Concept	Model 1	Model 2	Model 3
WT	-0,006	0,001	0,001
SR	0,207***	0,175***	0,148***
PC		0,467***	0,279***
TW			0,309***
R ²	0,043	0,280	0,334
ΔR^2		0,237	0,054

P/s: dependent variables: EW, *** $p < 0,001$.

Psychological capital (PC) was a significantly predicted factor to employee work innovation (EW) (Model 2 - Table 4.), also effected on thriving at work (TW) (relevant to Hypothesis 1). So (i) requirement was adapted. Next, the results (see Model 3 - Table 4.) also showed that TW (mediating variable) has a significant impact on EW (dependent variables with $\beta = 0.309$, $p < 0.001$) adapted next

requirement (ii). Finally, PC (independent variable) was no longer a significantly predicted factor to EW (because the results showed that its influence level was significantly reduced after mediating variable participated in the test (with $\beta = 0.279$; $p < 0.001$). This suggests that employees whose a positive motivation will have thriving at work, thereby employee work innovation will be increased too. So, Hypothesis 3 was supported

4.2. Discussion

This study is an significant proposal to human resource management for the sustainable development of accommodation facilities. This is an interesting study which considered the impact of psychological capital on thriving at work. The result will promote employee work innovation in hotels and resorts in Khanh Hoa. It has shown the importance of learning, perseverance and determination of employees working in the tourism. Those experiences will help them have the capacity for identifying all difficult proactively, find appropriate solutions and catch opportunities efficiently.

Therefore, determining the factors that create the passion or the capacity of workers are always concerned by tourism businesses. The results which showed positive influence of the psychological capital on employees' thriving at work, have oriented of action for managers. It provided an evidence that the psychological capital is a "positive judgment in every situation, as well as the ability to succeed, based on the positive efforts and perseverance" of a individual (Luthans & et al., 2007, p.550).

The employees who believe in their goals, always have optimism in all situations, and believe in themselves are vital resources that businesses can not be ignored. This result is also relevant to the research of Nguyen Thi Mai Trang (2014) about the positive influence of psychological capital on employee efforts; or Spreitzer et al's study (2012) showed that thriving at work of employees members was a key factor to create competitive advantages for businesses (Spreitzer et al., 2005), discover and look for new solutions (Niessen et al., 2012). In addition, the results which has showed that thriving at work has a positive impact on employee work innovation, also was relevant to the research of Carmeli & Spreitzer (2009).

Another interesting result, we discovered discovered the thriving at work play a mediating role in relationship between psychological capital and employee work innovation in hotels and resorts. All these results increased experimental model precisely. When workers have a positive motivation, it increased their vital energy and ability to learn at work; for creating positive attitudes and behaviors and employee work innovation.

This study contributed to understand employee work innovation better by exploring how employees become more innovative in work. In service bussiness and accommodation facilities, employee work innovation plays a vital role in business environment. And this study has made certain contributions in theory and practice.

As we known, there have never been previous studies which examined the relationship between psychological capital, thriving at work and employee work innovation in hospitality in Vietnam before. Moreover, there also have never been studies which examined the mediating mechanism of thriving at work in the relationship between psychological capital and employee work innovation in this field.

Our study showed that thriving at work seemed an vital mediating factor in increasing employee work innovation. Moreover, the result of analysis about mediating mechanism has taken to aware of understanding of workers' positive motivation and development in increasing employee work innovation better. Besides that, this study provided overview sight and evidence for supporting the point issued that thriving at work is an vital self-regulation mechanism, which was come from individual's mind, and helped them not only to finish work by themselves, but also promoted their growth.

Our study not only contributed to theory, but also provided practical significance for managers and researchers. If workers have a positive motivation, they will gain more thriving at work and employee work innovation will be increased. On the other hand, if organizations pay more attention to the employees's mental health, they will get more energy to learn knowledge, skills and employee work innovation will be increased, too. This was a reliable basis for the manager can give appropriate decisions.

5. Conclusion

In conclusion, the study contributed to understand better about the link between psychological capital; thriving at work and employee work innovation, especially the employee who worked in hospitality services. Today, the workforce today not only concerned with job satisfaction, but also work environment that can get them more positive motivation to learn and promote them better day by day (Spreitzer et al., 2012). So on, this study proposed some suggestion:

- The result has demonstrated the positive influence of psychological capital on thriving at work and employee work innovation. Therefore, accommodation facilities need to focus on managing human resource, particularly the function of training and developing human resources. Since then, it can be created an environment that helps workers to have psychological capital. Specifically, the accommodation facilities should organize training activities, and sharing experiences to help employees promote their strengths and face to difficulties confidently.

- The result has showed that the accommodation facilities can encourage employee work innovation via thriving at work which was demonstrated by the survival energy and learning ability. Therefore, manager should create a cultural environment in sharing knowledge and learning opportunities for employees. Because employees are expected will tend to be more satisfied with their behaviors and relationships in workplace. This is the foundation to help workers become more thriving at work.

However, limitations of study have still existed. Firstly, the research sample were collected from participants in the accommodation facilities in Khanh Hoa – Vietnam. Thereby, the findings of this study cannot get overview for all. Secondly, we used cross-sectional study method. It limited our ability to test causality or duality of relationships. Thirdly, the study has just only considered the overview the relationship between the concepts, without evaluating specific impact. Finally, the variety of concepts, and correlations in the study was still limited. These limitations will be the suggestions for further studies.

REFERENCES

- [1] Amabile, T. M. (1998). How to kill creativity. *Harvard Business Review*, 76, 77-87.
- [2] Ayupp, K., & Chung, T. (2010). Empowerment: Hotel employees' perspective. *Journal of Industrial Engineering and Management*, 3(3), 561-575.
- [3] Avey, J., Luthans, F., & Youssef, C. (2010). The additive value of positive psychological capital in predicting work attitudes and behaviors. *Journal of Management*, 36, 430-452.
- [4] Avey, J., Reichard, R., Luthans, F., & Mhatre, K. (2011). Meta-analysis of the impact of positive psychological capital on employee attitudes, behaviors and performance. *Human Resource Development Quarterly*, 22(2), 127-152.
- [5] Baron, R.M., & Kenny, D.A. (1986). The moderator – mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173-1182.
- [6] Bryk, A.S. and Raudenbush, S.W. (1992). *Hierarchical linear models: Applications and data analysis*. Methods. Newbury Park, CA: Sage.
- [7] Carmeli, A., & Spreitzer, G. (2009). Trust, connectivity, and thriving: Implications for innovative behaviors at work. *The Journal of Creative Behavior*, 43(3), 169-191.

- [8] Dutton, J.E., Ashford, S., O'Neill, R., & Lawrence, K. (2001). Moves that matter: Issue selling and organizational change. *Academy of Management Journal*, 4, 716-737.
- [9] Etebarian, A., Tavakoli, S., & Abzari, M. (2012). The relationship between psychological capital and organizational commitment. *African Journal of Business Management*, 6(14), 5057-5060.
- [10] Hartline, M., Maxham III, I., & O'McKee, D. (2000). Corridors of influence in the dissemination of customer-oriented strategy to customer contact service employees. *Journal of Marketing*, 64 (April), 35-50.
- [11] Hu, M. (2009). Knowledge sharing and innovative service behavior relationship: Guanxi as mediator. *Social Behavior and Personality*, 37(7), 977-992.
- [12] Janssen, O. (2000). Job demands, perceptions of effort-reward fairness and innovative work behaviour. *Journal of Occupational and Organizational Psychology*, 73(3), 287-302.
- [13] Janssen, O., Van de Vliert, E., & West, M. (2004). The bright and dark sides of individual and group innovation: A special issue introduction. *Journal of Organizational Behavior*, 25, 129-145.
- [14] Kumar, R., & Uzkuurt, C. (2010). Investigating the effects of self-efficacy on innovativeness and the moderating impact of cultural dimensions. *Journal of International Business and Cultural Studies*, 4, 1-15.
- [15] Luthans, F., Avolio, B.J., Avey, J.B. & Norman, S.M. (2007). Positive psychological capital: Measurement and relationship with performance and satisfaction. *Personnel Psychology*, 60, 541-572.
- [16] Luthans, F., Avoloi, B., Walumbwa, F., && Li, W. (2005). The Psychological capital of Chinese workers-Exploring the relationship with performance. *Management and Organization Review*, 1(2), 249-271.
- [17] Luthans, F., Luthans, K., & Luthans, B. (2004). Positive psychological capital: Beyond human and social capital. *Business Horizons*, 47(1), 45-50.
- [18] Luthans, F., Norman S.M., Avolio, B.J., & Avey, J.B (2008). The mediating role of psychological capital in the the supportive organizational climate: Employee performance relationship. *Journal of Organizational Behavior*, 29, 219-238.
- [19] Luthans, F., & Youssef, C. (2007). Emerging positive organizational behavior. *Journal of Management*, 33(3), 321-349.
- [20] Luthans, F., Youssef, C., & Rawski, S. (2013). A tale of two paradigms: The impact of psychological capital and reinforcing feedback on problem solving and innovation. *Journal of Organizational Behavior Management*, 31(4), 333-350.
- [21] Niessen, T., Sonnentag, S., Sach, F. (2012). Thriving at work – A diary study. *Journal of Organizational Behavior*, 33, 468-487.
- [22] Paterson, T.A., Luthans, F., & Jeung, W. (2014). Thriving at work: Impact of psychological capital and supervisor support. *Journal of Organizational Behavior*, 35, 434-446.
- [23] Porath, C., Spreitzer, G., Gibson, C., & Granett, F. (2012). Thriving at work: Towards its measurement, construct validation, and theoretical refinement. *Journal of Organizational Behavior*, 33(2), 250-275.
- [24] Prahalad, C., & Ramaswamy, V. (2004). Co-creating unique value with customers. *Strategy and Leadership Strategy and Leadership*, 32(3), 4-9.
- [25] Quinn, R.W., & Dutton, J.E. (2005). Coordination as energy-in-conversation: A process theory of organizing. *Academy of Management Review*, 30, 38-57.

- [26] Shan, S. (2016). Thriving at workplace: Contributing to self -development, career development, and better performance in information organizations. *Pakistan Journal of Information Management & Libraries*, 17, 109-119.
- [27] Scott, S.G., & Bruce, R.A. (1994). Determinants of innovative behaviour: a path model of individual innovation in the workplace. *Academy of Management Journal*, 37(3), 580-607.
- [28] Sharifi, N., & Shahtalebi, B. (2014). The relationship between dimensions of psychological capital with organizational commitment studies: Staffs of general directorate of education of Isfahan. *Kuwait Chapter of Arabian Journal of Business and Management Review*, 3(11a), 23-30.
- [29] Spreitzer, G.M., Porath, C.L., & Gibson, C.B. (2012). Toward human sustainability: How to enable more thriving at work. *Organizational Dynamics*, 41(2), 155-162.
- [30] Spreitzer, G.M., Sutcliffe, K., Dutton, J., Sonenshein, S., & Grant, A.M. (2005). A socially embedded model of thriving at work. *Organization Science*, 16(5), 537-549.
- [31] Sweetman, D., Luthans, F., Avey, J. B., & Luthans, B. (2011). Relationship between positive psychological capital and creative performance. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 28, 4-13.
- [32] Trang Nguyen (2014). Does psychological capital promote marketing efforts? *Journal of Economic Development*, 285, 83-94.
- [33] Vilanova, M., Lozano, J.M. & Arenas, D. (2009). Exploring the nature of the relationship between CSR and Competitiveness., *Journal of Business Ethics*, 87, 57-69.
- [34] Wallace J.C., Butts M.M., Johnson P.D., Stevens F.G, & Smith M.B., (2013). A multilevel model of employee innovation: understanding the effects of regulatory focus, thriving, and employee involvement climate. *Journal of Management*, 20(10), 1-23.
- [35] West, M., & Anderson, N. (1996). Innovation in top management teams. *Journal of Applied Psychology*, 81(6), 680-93.
- [36] Yuan, F., & Woodman, R. (2010). Innovative behavior in the workplace: The role of performance and image outcome expectations. *Academy of Management Journal*, 53(2), 323-342.

THE MONITOR OF SOCIO-ECONOMIC ADMINISTRATION OF SOUTHERN REGION IN VIETNAM: CLUSTER APPROACH

GIÁM SÁT QUẢN LÝ KINH TẾ XÃ HỘI CỦA VÙNG NAM BỘ Ở VIỆT NAM: TIẾP CẬN PHÂN CỤM

Huynh Ngoc Chuong, Bui Hong Ngoc

*VNUHCM-University of Economics and Law
chuonghn@uel.edu.vn*

Abstract

One of the targets of Vietnam in the national development strategy in the period 2011 - 2020 is growth and sustainable development with the equity and social enhancement. Vietnam yearns for reaching the economic efficiency but causing no harm to the environment and resources. The population of the Southern takes up more than 36% that of the country. Besides, the Southern contribute significantly to the the foundation of agriculture and industry for Vietnam. Thus, the analysis attempts to figure out the monitor of social economic administration of Southern region in Vietnam with the application of cluster approach in 2011, 2017 and period 2011 - 2017. The result shows different fluctuations in the clusters in different time considered.

Keywords: *Cluster analysis, socio-economic governance, Southern region.*

Tóm tắt

Một trong các mục tiêu của Việt Nam trong chiến lược phát triển giai đoạn 2011 - 2020 là tăng trưởng và phát triển bền vững đi đôi với công bằng xã hội. Việt Nam đã đạt được một số hiệu quả kinh tế nhưng cũng tác động đến môi trường và các nguồn tài nguyên. Bên cạnh đó, vùng Nam bộ ở Việt Nam chiếm đến 36% dân số cả nước, là một nền tảng cốt lõi trong nông nghiệp và công nghiệp của Việt Nam. Do đó, nghiên cứu này cố gắng đưa ra một bức tranh về các chỉ báo quản trị kinh tế xã hội của các địa phương trong vùng với cách tiếp cận phân tích cụm ở các thời điểm 2011, 2017 và giai đoạn 2011 - 2017. Kết quả nghiên cứu cho thấy, các biến động khác nhau và các nhóm cụm thay đổi khác biệt qua thời gian.

Từ khóa: *Phân tích cụm, quản trị kinh tế xã hội, vùng Nam bộ.*

1. Introduction

In the national development strategy in the period 2011 - 2020, Vietnam set a target in which growth and sustainable development goes along with the equity and social improvement, and the economic efficiency is harvested without harming the environment and resources. Vietnam has to face various issues during the sustainable development process, for instance, the economic development is unsustainable and there is no linkage among provinces and cities. Besides, the problems about the East Sea disputes, employment, corruption, infrastructure quality, income, quality of education, national defense and security attract the concern of the citizens (UNDP, 2011; UNDP, 2015).

At the local governance level, many socio-economic criteria that local governments can govern or control when decentralized (Anh, 2012) Whilst, the environmental issues often relate to the ability in cooperation among provinces, regions based on the natural characteristics, the valley, the problem of producing, and pollution. Hence, using the socio-economic criteria to analyze the ability of local governance is applicable.

The Southern lies in the south of Vietnam, including two subregions: South East with the area and population is 23.564,4 km² and 16,64 million people, respectively. There are 6 provinces and cities in this subregion: Ba Ria - Vung Tau Province, Dong Nai Province, Ho Chi Minh City, Binh Duong Province, Binh Phuoc Province, and Tay Ninh Province. The second subregion is South West, which has 13

provinces and cities: Long An Province, Tien Giang Province, Dong Thap Province, Ben Tre Province, Vinh Long Province, Tra Vinh Province, Hau Giang Province, Soc Trang Province, An Giang Province, Kien Giang Province, Bac Lieu Province, Ca Mau Province, and Can Tho City. The area and population of this subregion is 40.548,2 km² and 17,3 million people, respectively. The Southern takes up more than 36% population of the country and contribute the foundation of agriculture and industry for Vietnam.

The target of this research is to cluster the local based on the socio-economic criteria. This is also a way to categorize the governance quality in the social and economic development process at the provinces of Vietnam.

2. Literature review

2.1. Monitor of Local socio-economic indicators

Indicator is one of the most crucial factors of empirical research. According to Innes (1990), indicators are “a set of rules for gathering and organizing data so they can be assigned meaning” (Hoernig & Seasons, 2004). Researchers suppose that social indicators should be established due to the advantages and disadvantages of the dependence on economic measures (Hoernig & Seasons, 2004). Three characteristics of social indicators: (1) relating to individual and household than other social aggregates; (2) relating to broader goals of society; (3) measuring outputs instead of inputs are the notion of Noll (2002).

Analyzing the quality of social economic administration is one of the topics attracting the varied scholars. The approach of using cluster analysis is plausible in investigating the fluctuation of the social and economic improvement and public administration. In the research of Mlachila and others (2016), the authors investigate the quality growth index based on the various indicators.

2.2. Empirical Approach

Our analysis does not figure out a general index to scrutinize the quality of social and economic administration. Instead, the variables considered in the study are divided into different clusters. From these clusters, it is plausible to evaluate the changes of the provinces/cities.

The paper conducts the cluster of local's social economic governance quality based on 7 socio-economic criteria: GRDP capita (*cap_grdp*), FDI capita (*cap_fdi*), PAPI (*papi*), household's average income (*income*), inversed GINI (*gini_inverse*), the rate of adult literacy (*literacy*), the immunization rates for children (*medi*). The 5 indicators – GRDP capita, FDI capita, PAPI, household's average income, inversed GINI are evidently close to sustainable economic development. However, the other two indicators – the rate of adult literacy (stand for education) and immunization rates for children (stand for health) also affect significantly growth pace, since they can influence the productivity of the economy. According to Mlachila et al. (2016), a country's level of human capital - education and health - may influence the productivity of its economy, and hence its growth pace, and vice versa.

The variable of import and export can be thought as good one. However, the appearance of these variables can force the results implausible, since not all the provinces/cities have the harbor where the trading activities can be taken place. Furthermore, the factory of a province/city can be allocated at another harbor-city; the trading activities will be counted for the harbor-city, not for the city owning the factory.

The categorization of social economic governance quality is evaluated in terms of 2 aspects: point of time (the year 2011, and the year 2017) and period of time (2011 - 2017) based on the fluctuation of the indicators in the period.

3. Data and methodology

3.1. Data collection

The data in the research are collected from Statistical Yearbook of southern provinces and cities in the in the time period 2011 - 2017.

3.2. Methodology - Cluster Analysis

The cluster analysis is used to investigate the quality of social economic administration of the southern region. There is a myriad of scholars applying cluster analysis to establish the indexes or evaluate, categorize the groups based on the observations. Cluster method attempts to determine the natural groupings (or clusters) of observations. The cluster analysis does not aim for verifying the hypothesis but likely the art in data mining in order to classify the observers in datasets (Everitt, Landau, Leese, & Stahl, 1980; Wilks, 2011). Mathematically, the K-mean can be represented by the general equation for a mixture of distributions:

$$f(x) = \sum_{k=1}^K \pi_k f_k(x)$$

Where K is the number of clusters, π_k is the probability of observing the kth cluster, and f_k is the probability distribution function of that generates the data observed in the kth cluster.

The technique of cluster analysis can support the analyst in checking and categorizing the clusters based on various criteria, sometimes the number of criteria can reach 30 (Milligan & Cooper, 1985). In this research, 3 indexes used are: the proportional reduction of error (PRE) coefficient (Makles, 2012), lower bound technique (LBT) (Steinley & Brusco, 2011) and Calinski-Harabasz pseudo-F index (Milligan & Cooper, 1985). The larger the value of PRE and Calinski, and the smaller the LBT, the better the results are.

The steps analyzing cluster in the research:

Step 1: Data collection from province's statistic yearbook.

Step 2: Standardize variables (variables in year 2011, 2017 and the changes in period 2011-2017).

Step 3: Estimating K-mean Cluster the dataset with the range of the number of clusters: 2-10.

Step 4: Choosing the optimal clusters through the post-estimation indexes.

4. Results

4.1. Variables Description

Table 1 is the statistical description of the variables used in the study and it has three parts. The first part and the second part show the descriptive statistics of variable in 2011 and 2017, respectively. Regard to the economic index, average GRDP capita stands at more than 43 million per year. The gap among provinces/cities is high (std.dev more than mean). The maximum of GRDP capita is 250 million per capita; while this figure for the minimum province/city is only 19 million per capita. This happens similarly for other indexes. Concerning social index and public administration, there is no significant gap among the province/city, except the case of medical index.

Table 1: Statistical Description in year 2011, 2017

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
cap_grdp2011	19	43.435	51.626	19.1084	249.4882
cap_fdi2011	19	2.615	5.387	0.0003	22.8401
gini2011	19	0.359	0.020	0.33	0.39
income2011	19	1.791	0.564	1.18	3.2
papi2011	19	35.812	2.125	31.93	39.95
literacy2011	19	93.484	3.255	85.8	97.5

medi2011	19	91.821	9.333	64	99.4
cap_grdp2017	19	64.792	52.814	31.083	249.496
cap_fdi2017	19	3.964	5.982	0.017	19.067
gini2017	19	0.365	0.022	0.33	0.42
income2017	19	3.614	0.988	2.51	5.91
papi2017	19	36.883	1.547	33.49	39.52
literacy2017	19	94.347	2.626	88.5	98.5
medi2017	19	95.837	2.740	88.5	98.3

The last part displays the statistical description of variables in the period 2011 – 2017. The provinces/cities in the region show positive changes in terms of economics – income. The GRDP and FDI index all increase. However, this period also witnesses the classification among provinces/cities in growth and FDI attraction aspect (the std. dev. is high for all the variables investigated). Regarding social aspect, GINI index has a low average increase. Whereas, medical index rises markedly. This proves the improvement of medical system of the region. Concerning public administration, there is a great fluctuation in the process of enhancing public administration of province/city. Several provinces/cities possess greater improvement than the average of enhancement of the region.

Table 2: Statistical Description in period 2011-2017

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.
delta_cap_grdp	19	21.357	19.797
delta_cap_fdi	19	1.349	3.223
delta_papi	19	1.071	2.390
delta_income	19	1.823	0.506
delta_gini	19	0.005	0.011
delta_literacy	19	0.863	1.368
delta_medi	19	4.016	9.068

4.2. Cluster Estimation

4.2.1. The number of cluster estimation

The research applies 3 criteria in the selection of the number of suitable clusters: PRE, LBT, Calinski. The result shows that 19 provinces are divided into 3 clusters in 2011. However, the result for the year 2017 is 6 clusters. In the period 2011 - 2017, the number of clusters is 5.

Table 3: The result of cluster estimation

Year	k (cluster number)	WSS	log(WSS)	eta-squared	PRE	lbt	calinski
Year 2011	3	54.611	4	0.567	0.468	0.433	10.458
Year 2017	6	21.939	3.088	0.826	0.402	0.174	12.333
Period 2011-2017	5	41.365	3.7224	0.6717	0.3596	0.3283	7.1612

Source: Authors' estimation

Cluster classification to calibrate the fluctuation in the period 2011 – 2017 is more evident than that of the analysis in the point of time (2011 and 2017). Thus, despite the stability in the cluster classification, the criteria to select the number of clusters still remain significant difference.

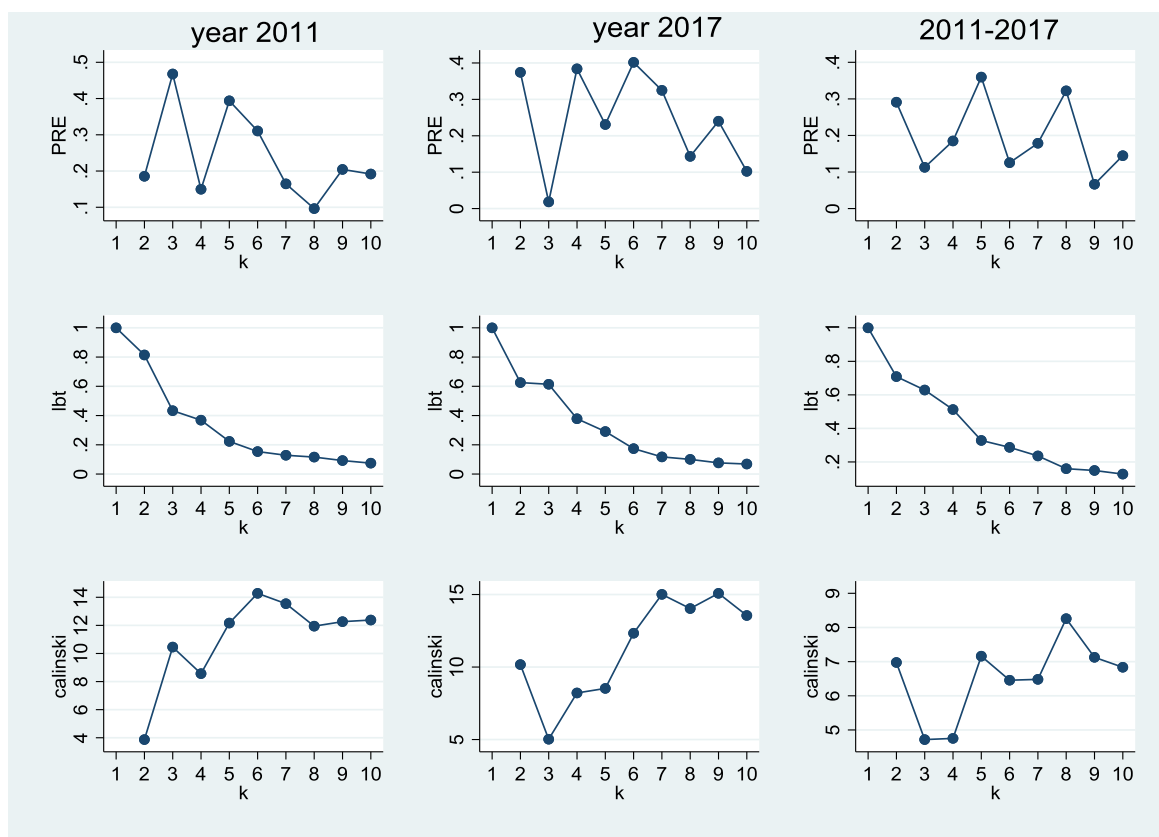


Figure 1: The selection of the number of clusters

4.2.2. Cluster analysis

In 2011, the provinces and cities are divided into 3 clusters, in which Cluster 1 has only one province – Ba Ria Vung Tau, Cluster 3 has 3 provinces (Tra Vinh, Soc Trang, and An Giang), and Cluster 2 has 15 provinces.

All the indexes of Ba Ria Vung Tau are high. The four highest indices are GDP per capita, FDI, public administration (papi), and inequality (highest GINI). The abovementioned indexes prove that Ba Ria Vung Tau is good at economic administration but having high inequality (while other indexes are ranked at position 3 and 4).

3 provinces – Tra Vinh, Soc Trang, and An Giang belong to Cluster 3. In 2011, these provinces possess the lowest social economic indexes among 19 provinces and cities in the Southern. Specifically, the indexes of Tra Vinh, for instance, GDP per capita, education (the rate of adult literacy), public administration stand at the lowest position; the medical and income index belong to the second lowest group. Whilst, GDP per capita and educational index of Soc Trang are ranked at the lowest and second lowest group, respectively. Concerning An Giang, the lowest position is medical index and others are also low. Hence, Cluster 3 is the low social economic index cluster.

Cluster 2, which has 15 provinces and cities, the socio-economic indexes are varied. Ho Chi Minh City and Binh Duong stand at the top among the income and education indexes. Tien Giang and Hau Giang possess the highest medical index. Cau Mau and Tay Ninh belong to the lowest group about FDI. Almost all of the indexes are varied and the gap among the provinces and city is insignificant.

Table 4: The result of cluster analysis in 2011

Year 2011			
Cluster 1	Cluster 2		Cluster 3
Ba Ria-Vung Tau	Binh Duong	Ca Mau	Tra Vinh Soc Trang An Giang
	Dong Nai	Binh Phuoc	
	Ho Chi Minh City	Tay Ninh	
	Tien Giang	Long An	
	Dong Thap	Ben Tre	
	Kien Giang	Vinh Long	
	Hau Giang	Can Tho	
		Bac Lieu	
Good economic administration but high inequality. Great trade-off between equity and economics.	Average socio-economic administration		Bad socio-economic administration

The result in Table 5 shows that in 2017, the provinces and cities are divided into 6 clusters, in which Cluster 1 and Cluster 4 has only one province – Binh Duong and Ba Ria – Vung Tau, respectively. Cluster 2 includes Dong Nai and Ho Chi Minh City; Cluster 5 includes Binh Phuoc and An Giang. Cluster 3 has 7 provinces, and Cluster 6 has 6 provinces.

Table 5: The result of cluster analysis in 2017

Year 2017					
Cluster 1	Cluster 2	Cluster 3	Cluster 4	Cluster 5	Cluster 6
Binh Duong	Dong Nai	Tien Giang	Ba Ria-Vung Tau	Binh Phuoc	Tay Ninh
	Ho Chi Minh City	Tra Vinh		An Giang	Long An
		Dong Thap			Ben Tre
		Kien Giang			Vinh Long
		Hau Giang			Can Tho
		Soc Trang			Bac Lieu
		Ca Mau			
Good social economic quality, but bad at public administration.	Good social economic quality, equality, but average public administration.	Low socio-economic quality, equality and public administration.	Good economic quality but high inequality	Average economic quality and public administration, but low social quality.	Low average economic quality but quite good at social quality and public administration.

Regarding Binh Duong, though the indexes of economics and income are high and social index is good, public administration stands at the lowest position among the region (at 19th position). This is an important issue that the province has to consider in giving the adjustment to improve.

Concerning Ba Ria Vung Tau, all the indexes are high, the highest one is GDP. Other indexes, for example FDI and public administration (papi) are also high. Nevertheless, the inequality index of the province belongs to the lowest group. This shows that Ba Ria Vung Tau administrates economics well but the inequality remains at high level.

Cluster 2 has Dong Nai and Ho Chi Minh City. This Cluster has highest indexes at economic aspect, social equality and education. However, the public administration index is at average. These results lead this cluster to be a good socio-economics and equality but average public administration.

7 provinces belong to Cluster 3 are Tien Giang, Tra Vinh, Dong Thap, Kien Giang, Hau Giang Soc Trang and Ca Mau. These provinces possess highest index of inequality and lowest index of income. Besides, the index of public administration is also low (except Dong Thap). Thus, these provinces are ranked to the group in which all the aspects socio-economics, social equality and public administration are low.

Cluster 5 has two provinces – Binh Phuoc and An Giang. In 2017, these two provinces have the lowest social indexes, especially, the medical index. Others stand at average level. Therefore, Cluster 5 is listed as the cluster which has average economic quality and public administration and low social index.

The provinces in Cluster 6 show a high social equality index but economic index is low. The social index is at average level and public administration is good. Thus, this Cluster is sorted as the cluster having low average economic quality but good at social and public administration.

To analyze the fluctuation in economic, social aspect and public administration of the provinces and city in the time period 2011 – 2017, the research categorizes the cluster based on the indexes. The result shows that 5 clusters are sorted based on the fluctuation of indexes in these provinces and cities considered in the study as in Table 6.

Table 6: The result of cluster analysis in period 2011 - 2017

Period 2011-2017				
Cluster 1	Cluster 2	Cluster 3	Cluster 4	Cluster 5
Ba Ria-Vung Tau	Binh Duong	Tra Vinh	Binh Phuoc	Tay Ninh
Long An		An Giang	Ben Tre	Dong Nai
Soc Trang			Vinh Long	TP. Ho Chi Minh
			Dong Thap	Tien Giang
			Kien Giang	Can Tho
			Bac Lieu	Hau Giang
			Ca Mau	
Good improvement in income and education, but significantly increase in inequality	Very good improvement in economics and income, bad at social and environmental criteria, decrease in public administration	Very good improvement in social issues, equality and public administration, but stagnant improvement in economics.	Stagnant improvement in economics, income.	Good improvement in economics but stagnant improvement in social issues.

Cluster 1 includes 3 provinces - Ba Ria-Vung Tau, Long An, Soc Trang. There is a significant decrease in social equality index in these provinces compared to others, though the income and education are enhanced. Hence, the characteristics of Cluster 1 are good improvement in income and education and the inequality increases markedly.

With the specific characteristics, Binh Duong is separated to one cluster in the period 2011 – 2017. Namely, the indexes of very good improvement in economics and income belongs to the top. Whereas, social index and public administration of the province show decreases.

Tra Vinh and An Giang are two member of Cluster 3. These provinces prove a marked enhancement in social index, social equality, and public administration. However, the index of economics and income is at average. Thus, good at social improvement, equality and public administration is the characteristic of Cluster 3.

7 provinces of Cluster 4 are Binh Phuoc, Ben Tre, Vinh Long, Dong Thap, Kien Giang, Bac Lieu, Ca Mau. These provinces have slow speed of economic and income enhancement.

Cluster 5 and Cluster 6 include the rest of provinces. This Cluster has good improvement in economics but slow in social issue.

5. Discussion

This research investigates the categorization of socio-economic quality based on the social and economic indexes and cluster analysis. The result shows that when considering the social and/or economic aspect at different point of time 2011 and 2017, the provinces and cities of south east, especially, Ba Ria Vung Tau, Binh Duong, Dong Nai. Ho Chi Minh City possess very good economic and income quality. During the development process in the period 2011 – 2017, each province/city shows different enhancement. Binh duong proves a very good economic improvement but social enhancement is still slow and public administration decreases. besides, various provinces show improvement in economics but slow enhancement in social aspect and vice versa.

REFERENCES

- [1] Anh, V. T. T. (2012). Phân cấp kinh tế ở Việt Nam nhìn từ góc độ thể chế. *Kỷ yếu Diễn đàn Kinh tế mùa Thu 2012* (pp. 226–249).
- [2] Everitt, B. S., Landau, S., Leese, M., & Stahl, D. (1980). Cluster Analysis. *Quality and Quantity*, 14(1), 75–100. <https://doi.org/10.1007/BF00154794>
- [3] Hoernig, H., & Seasons, M. (2004). Monitoring of indicators in local and regional planning practice: Concepts and issues. *Planning Practice and Research*, 19(1), 81–99. <https://doi.org/10.1080/0269745042000246595>
- [4] Makles, A. (2012). Stata tip 110: How to get the optimal k-means cluster solution. *Stata Journal*, 12(2), 347–351. <https://doi.org/10.1177/1536867X1201200213>
- [5] Milligan, G. W., & Cooper, M. C. (1985). An examination of procedures for determining the number of clusters in a data set. *Psychometrika*, 50(2), 159–179. <https://doi.org/10.1007/BF02294245>
- [6] Noll, H. (2002). Social Indicators and Quality of Life Research: Background, Achievements and Current Trends. *Advances in Sociological Knowledge over Half a ...*, 1–36. Retrieved from <http://ajph.aphapublications.org/doi/pdf/10.2105/AJPH.23.6.639%5Cnhttp://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.199.5341&rep=rep1&type=pdf>
- [7] Steinley, D., & Brusco, M. J. (2011). Choosing the Number of Clusters in K-Means Clustering. *Psychological Methods*, 16(3), 285–297. <https://doi.org/10.1037/a0023346>
- [8] Undp. (2011). Dịch vụ xã hội phục vụ phát triển con người. Báo cáo Quốc gia về Phát triển Con người năm 2011.
- [9] UNDP. (2015). Báo cáo Phát triển con người năm 2015: Việc làm vì phát triển con người.
- [10] Wilks, D. S. (2011). *Cluster Analysis. International Geophysics* (Vol. 100). <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-385022-5.00015-4>

**THE IMPACT OF CORPORATE PERFORMANCE ON THE EARNINGS
MANAGEMENT AND REASONABLE VALUE OF EARNINGS:
EMPIRICAL EVIDENCE IN VIETNAM STOCK MARKET**

**TÁC ĐỘNG CỦA THÀNH QUẢ HOẠT ĐỘNG LÊN HÀNH VI QUẢN TRỊ LỢI NHUẬN
VÀ GIÁ TRỊ THÍCH HỢP CỦA LỢI NHUẬN: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM
TẠI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

Anh Hoang Thi Phuong, Minh Le Thi Hong, Dan Tran Nguyen

University of Economics Ho Chi Minh City

minhtcdn@ueh.edu.vn

ABSTRACT

This paper aims to examine the impact of the corporate performance on earnings management and reasonable value of earnings by using a sample of 218 companies listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE) in the period of 2012 - 2016. The results show that poor-operating performance companies are motivated to implement earnings management through discretionary accruals than high operating performance companies. The research suggests that the performance that businesses achieved has an impact on earnings management of managers. Besides, we also find that the poor performance companies have lower reasonable value of corporate earnings than that of high performing companies.

Keywords: *Performance, earnings management, reasonable value.*

TÓM TẮT

Bằng việc sử dụng một mẫu gồm 218 công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán TP.HCM (HOSE) trong giai đoạn từ năm 2012 - 2016, mục tiêu của bài nghiên cứu này nhằm kiểm định tác động của thành quả hoạt động của doanh nghiệp đến hành vi quản trị lợi nhuận và giá trị thích hợp của lợi nhuận. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng, những công ty có thành quả hoạt động kém có động cơ thực hiện hành vi quản trị lợi nhuận thông qua các khoản kế toán dồn tích có thể điều chỉnh được (DAC) hơn những công ty có thành quả hoạt động cao. Những kết quả này cho thấy rằng, thành quả hoạt động mà doanh nghiệp đạt được có tác động lên hành vi quản trị lợi nhuận của các nhà quản trị. Bên cạnh đó, chúng tôi còn thấy rằng, giá trị thích hợp của lợi nhuận của những công ty có thành quả hoạt động kém thì thấp hơn so với các công ty có thành quả hoạt động cao.

Từ khóa: *Thành quả hoạt động, quản trị lợi nhuận, giá trị thích hợp.*

1. Introduction

Managers believe that earnings on the financial statement will affect the decision of investors and creditors. Therefore, they have tendency to manipulate the earnings of company. By this way, they may attract more financial resources. Especially low-performing enterprises's managers usually use this technique to enhance the quality of earnings as a measure of a firm's performance or to manipulate earnings to benefit managers' own interests (Watts and Zimmerman, 1986; Jiraporn et al., 2008).

The earnings management is the act of using techniques to change the accounting parameters on the financial statements in order to achieve profits at the discretion of the manager. When managers seek to manage company's earnings, they are looking for ways to increase their personal benefits, disguise the company's real performance and hide valuable information in financial statement from stakeholders (Dechow and Skinner, 2000). In addition, because the directors believe that the earnings on the financial statements will affect the decisions of investors and creditors, they strive to manage the earnings (Sevin and Schroeder, 2005). Earnings management has become a major concern in recent decades. Therefore, the objective of this paper is to consider whether the performance of an enterprise is an incentive for businesses to conduct earnings management activities and reasonable value (or value relevance) of good earnings or not. The results of this study are intended to contribute more empirical evidences for studies

of earnings management in Vietnam, thereby helping stakeholders who use information on the financial statements have a better view of business, thereby making more appropriate investment decisions.

2. Literature review

2.1. Theoretical overview

The earnings management of managers can be explained by the following two main theoretical bases:

2.1.1. Accrual basis

According to the accounting standard No.1 in 2002 of Ministry of Finance (Vietnamese Government), based on the accrual basis, all economic and financial operations of the enterprise relate to assets, liabilities, owners' equity, turnover and expenses must be recorded in the accounting book at the time of arising, not based on the actual time of collection or actual payment of money or cash equivalents.

Financial statements are prepared based on accrual principle reflecting the financial situation of enterprises in the past, present and future. This makes financial statements fully reflect the accounting transactions in the period. However, the accrual basis makes the recognition of revenue and expense not based on the corresponding cash flow collected or spent on the time of the transaction. Especially the recognition is influenced by the subjective will of the managers to implement earnings management.

2.1.2. Agency theory

The theory of agency by Jensen and Meckling published in 1976 shows the distinction between rights and interests of managers and owners. This leads to a conflict of interests between the two parties. Managers can make decisions that benefit themselves and intentionally hide important information, thereby causing information asymmetry between stakeholders. Therefore, investors will require a higher rate of returns to compensate for the risks on these issues, making the value of the business decrease. In order to improve this issue, managers implement earnings managements to change some information on the financial statements in order to increase corporate's value in financial market.

2.2. Overview of previous studies

Research by Yoon and Miller (2002), using a sample of 663 Korean industrial companies in the period 1994-1997. The objective of this paper is to examine the relationship between performance and earnings management. By adjusted -Jones model in 1995, the research results show that companies with poor performance have tend to choose an earnings management strategy to increase profits in financial statement.

Study of Yoon et al. (2006), had conducted on 2,895 observations during the period 1995-2001, to examine the methods that Korean businesses use when they want to increase or decrease their earnings on financial statements. The results also show that low-performing enterprises tend to increase non-cash costs as a bad debt expense, loss of transfer as the reasons of earnings decreasing. Businesses with high operating results tend to increase earnings on the report by recording additional income from capital transfer.

Hunt et al. (2000), conducted a study on a sample of 2,225 enterprises in the US market between 1982 and 1994, to consider earnings smoothing would increase or decrease the information of earnings. The paper has concluded that the earnings can change level of earnings management and the smoother earnings the better the information of earnings (i.e. the reasonable value of earnings). It means that the more earnings management is, the more reasonable value of earnings will be.

The study of Tucker and Zarowin (2006), studied a sample of 17,019 observations in the period from 1988–2000, to check whether the smoothing of earnings (earnings management) would distort or improve the information of earnings (reasonable value of earnings). Through Collins's method in 1994,

the paper concluded that the company's current stock price with smoother earnings (more earnings management) contains more information about future earnings rather than companies that make less smooth earnings, meaning earnings management improves reasonable value of earnings.

The research of Warfield et al. (1995), studied sample of 1,348 companies in the UK during 1988-1990. Data taken from the Securities and Exchange Commission in the UK, found evidence that earnings management makes earnings on reports less meaningful to investors.

Research by Christensen et al. (1999), collected data from 483 income reports of 47 US insurance companies in the period of 1989-1992, to consider the relationship between the motives of the company's directors manage the earnings to value information of earnings. The research has shown that the more earnings management is the less reasonable value of earnings it is for investors.

Marquardt and Wiedman (2004), performed on a sample of 192 companies that shares secondary issuing in the period 1984-1991 in the US, with the aim of finding out the impact of earnings management on the reasonable value of earnings through stock price. By the revised Jones model (1991) presented in the study of DeFond and Jiambalvo (1994), the paper shows the reduction in the reasonable value of earnings in the year in which the offering of secondary shares takes place.

The study of Habib (2004), was conducted on a sample of 5318 observations in the period 1992-1999. The research objective was to find the impact of earnings management on the reasonable value of earnings of accounting information in the Japanese companies. The paper shows that earnings management has a negative impact on the reasonable value of earnings.

Cheng and Li's research (2014), in the Chinese market during the period 2003-2008, aimed at examining the impact of earnings "make-up" on information of earnings. The study shows that earnings-making up in state-owned companies do not affect the information of earnings in contrast with companies in private sector.

Mostafa's study (2017), uses data of enterprises on the Egyptian stock market from 2003-2009 to study the impact of earnings management on the reasonable value of earnings. Using the revised Jones model (1991) presented in the study of Dechow et al. (1995), research results show that low-performing enterprises conduct earnings management to obscuring their low performance (assuming high-performing businesses will not be motivated to implement earnings management).

3. Research methodology

3.1. Data

Data of paper included 208 enterprises were listed on HOSE continuously in the research period from 2012-2016. Data source is taken from Datastream of Thomson Reuters.

3.2. Research Model

3.2.1. Estimating the relationship between firm performance and earnings management

Based on accruals, when earnings management occurs, there will be a difference amount between cash flow on cash flow statement and earnings on income statement. The researchers call this variable TAC- total cumulative accrual. According to Dechow et al (1995), TAC can be calculated using the following formula:

$$TAC = (\Delta CA - \Delta Cash) - (\Delta CL - \Delta STD) - DEP$$

(In which: ΔCA : changes in short-term assets, $\Delta Cash$: changes in cash and cash equivalents, ΔCL : changes in short-term debt, ΔSTD : changes in short-term bank loans, DEP : depreciation).

In addition, according to Mostafa (2017), TAC can be calculated by taking earnings before extraordinary items minus the operating cash flow ($TAC = \text{Earnings} - CFO$). We selected this calculation because the formula is simple and gives the same results.

In TAC, there are 2 parts: the Discretionary Accruals (DAC) and the accrual accounting cannot be adjusted (Non-Discretionary Accruals –NDAC). The NDAC variable reflects the business conditions of each company so managers cannot manipulate it. According to previous studies, to adjust earnings, managers will pass the DAC variable. Thus, DAC represents the level of earnings management of businesses. The bigger the DAC, the more earnings are managed. However, according to Healy and Wahlen (1999), DAC estimation models may get parameter deviation causing DAC errors. Therefore, in the process of research, we compare both TAC and DAC parameters to make the best conclusions about earnings management between companies with high and low performance. This study uses CFO to represent the performance of enterprises such as previous studies: McNichols and Wilson (1998), DeAngelo (1988), Givoly and Hayn (2000); Barth et al (2001); Yoon and Miller (2002); Mostafa (2017). The companies with high performance will have CFO > 0 and vice versa, companies with low performance will have CFO < = 0).

According to previous studies, there are many models used to estimate DAC variables such as Healy (1985), DeAngelo (1986), Jones (1991), modified Jones model of Dechow et al. (1995)... However, according to Nguyen Cong Phuong (2005), the modified Jones model is considered to be preminent to consider earnings adjustment because this model is more realistic when recognizing NDAC changed over the years and controlled this change through the variables in the model, thereby making the results more accurate than the others. Therefore, this study uses the modified Jones model (Dechow et al., 1995) to calculate the DAC variable. DAC is the residual (ϵ_{it}) of the modified Jones model in 1995 as follows:

$$TAC_{it}/A_{it-1} = \alpha [1/A_{it-1}] + \beta [(\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it})/A_{it-1}] + \gamma [PPE_{it}/A_{it-1}] + \epsilon_{it} \text{ (Model 1)}$$

In wich:

- TAC_{it} : Total cumulative accrual of company i in year t.
- A_{it-1} : Total assets of company i at the beginning of year t.
- ΔREV_{it} : Changes in revenues of company i in year t.
- ΔAR_{it} : Changes in receivables of company i in year t.
- PPE: Fixed assets of the company i in the year.
- ϵ_{it} : The residual of the model.

This model 1 seeks to find a DAC to measure the level of earnings management in the entire sample, the group of enterprises with high and low performance. DAC positive shows that this enterprise has an earnings management and vice versa. Then, calculating the average (Mean), median (Median) of TAC, DAC represents the level of earnings management for the group of high and low-achieving enterprises in the 2011-2015 research period. It is expected that companies with low performance will manage their earnings (mean and median of TAC, DAC > 0), companies with high performance will not manage earnings (TAC, DAC < 0). This may conclude that: enterprises with high operating performance are not motivated to implement earnings managements, while those with poor performance, may seek to manage earnings to hide their weak business performance.

For more accurate results, research conducted to calculate the difference between Mean DAC, TAC of the group of enterprises with low and high operating performances. We use t-statistic to test the significance of this difference. The positive and significant difference will show that the level of earnings management at the companies with low performance is higher than the group with high performance. Therefore, the better relationship between performance and earnings management can be concluded.

Table 1: Description of variables in the earnings management model

Variable	Sign	Description
Earnings	Earnings	This variable is an earnings item before an extraordinary item. Earnings variable is divided by the total assets to reduce heteroskedasticity problem.
Operating cash flow	CFO	This variable is the operating cash flow. CFO variable is divided by the total assets to reduce heteroskedasticity problem.
Total accrual cumulative accounting	TAC	This variable is calculated by the formula: TAC = Earnings - CFO (earnings before the extraordinary item minus the operating cash flow).
Change in turn over	ΔREV	This variable is calculated by the formula: $\Delta REV_t = REV_t - REV_{(t-1)}$ (revenues of year t minus revenues of year t-1)
Changing in company's receivables	ΔAR	This variable is calculated by the formula: $\Delta AR_t = AR_t - AR_{(t-1)}$ (receivables of year t minus receivable in year t-1)
Fixed Asset	PPE	This variable is collected from fixed asset item in financial statement

3.2.2. Estimating the relationship between performance and reasonable value

The reasonable value of earnings is the value of earnings that reflects the operating performance of the business, so this value does not negatively affect investors. The reasonable value of earnings is represented by the earnings response coefficient. According to previous studies (Easton and Harri (1991), Lev and Zarowin (1999), Francis and Schipper (1999), Hellström (2006); Ragab and Omran (2006); Filip and Raffournier (2010), we use pooled regression model OLS to estimate the earnings response coefficient as follows:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \Delta E_{it} + \alpha_2 \cdot E_{it} + \epsilon_{it} \quad (\text{Model 2})$$

In which:

- R_{it} : Annual net enterprises's rate of returns.
- ΔE_{it} : Change in net earnings before the extraordinary items of firms.
- E_{it} : Net earnings of enterprises.

The estimated coefficient ($\alpha_1 + \alpha_2$) in model 2 is the earnings response coefficient. Positive and significant value ($\alpha_1 + \alpha_2$) implies that earning is reasonable value and vice versa if ($\alpha_1 + \alpha_2$) is negative and significant, earning is unreasonable value.

In order to examine the impact of the performance factor, we based on Mostafa's research (2017) by adding dummy variables to determine the differences in the coefficient of earning responses coefficient between companies with high and low operating performances. The research model is described as follows:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \Delta E_{it} + \beta_2 \cdot E_{it} + \beta_3 \cdot D_{it} \cdot \Delta E_{it} + \beta_4 \cdot D_{it} \cdot E_{it} + \epsilon_{it} \quad (\text{Model 3})$$

In which, the coefficient $\beta_1 + \beta_2$ is the earnings regression coefficient of enterprises with high operating performance; ($\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4$) is the earnings response coefficient of low-performing

enterprises, $(\beta_3 + \beta_4)$ is the difference in the coefficient of earning response between companies with low and high operating performance. Positive values $(\beta_1 + \beta_2)$ and $(\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4)$ imply that firms with high and low performance are reasonable value. Therefore, in this paper we expect that the coefficients $(\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4)$ are negative to reflect the impact of low performance on the reasonable value of earnings. Because low-performing companies will have an incentive for earnings management, this will make the information of earnings fall, the reasonable value is smaller, so the earning responses coefficient is small and may have a negative value.

Similarly, the study expects the coefficient $(\beta_1 + \beta_2)$ to be positive to clearly reflect the impact of high performance on the reasonable value of earnings, because these companies are not motivated executing earnings management, therefore, the reasonable value of earnings is also high, leading to a higher earning response coefficient than a company with low performance and may be positive. And finally, the study expects the coefficient $\beta_3 + \beta_4$ to be negative, because this is the difference in earning coefficient of the company with low and high performance $(= (\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4) - (\beta_1 + \beta_2))$, the earning response coefficient of the company with low performance minus the earning response coefficient of the company with high performance, which implies that the reasonable value of earnings of businesses with poor performance is less than the reasonable value of earnings of enterprises with high performance.

Table 2: Description of variables in reasonable value models (models 2 and 3)

Variable	Sign	Description
		Wael (2017), R is calculated by the formula:
R	company 's annual net rate of returns	$R = \ln\left(\frac{P_t + D_t}{P_{t-1}}\right)$ (with Pt: closing price of the company's stock price at year t, Dt: the company's dividend at year t, Pt-1: closing price of the company's stock price at year t-1)
		This variable is calculated by the formula:
Change Earnings	ΔE	$\Delta E_{it} = E_{it} - E_{(i,t-1)}$ (change in net earnings for firm i at year t subtract the net earnings for firm i in year t-1)
Net earnings	E	Net earnings
Dummy	D	D: is a dummy variable, valued at 0 or 1. D is 0 when the company is one of the companies with high performance (company group with CFO > 0) and vice versa D will value equal to 1.

4. Empirical results

4.1. Estimating the impact of performance on corporate's earnings management.

Based on the modified Jones model in 1995, we conducted data collection to calculate the variable DAC - representing the level of earnings management. Through the model, we find DAC by estimating the remaining of each year for all businesses. Then consider the average (mean) and median of the following four variables: EARNING, CFO (operating cash flow), TAC (Total cumulative accruals), DAC (Discretionary Accruals) results help us go to conclusions about the earnings management in two business groups and the entire sample. The results are presented in the following table:

Table 3: Descriptive statistics (EARNINGS, CFO, TAC, DAC, NDAC)

	Sample			high CFO			low CFO		
	Mean	Median	Std	Mean	Median	Std	Mean	Median	Sd
Earnings	0.066	0.044	0.095	0.084	0.062	0.101	0.036	0.027	0.071
CFO	0.047	0.042	0.148	0.123	0.099	0.106	-0.087	-0.056	0.1097
TAC	0.019	0.007	0.145	-0.039	-0.029	0.109	0.123	0.091	0.144
DAC	0.000	-0.010	0.144	-0.057	-0.048	0.110	0.101	0.068	0.143
NDAC	0.019	0.021	0.015	0.018	0.020	0.016	0.022	0.023	0.013

Source: Author's calculations

In the high CFO group: The mean and median values of CFO (0.123; 0.099) were higher than EARNINGS (0.084; 0.062), and Mean and Median of TAC (-0.039; -0.029) were negative, which proved that there is a difference between cash flow and earnings. Besides, Mean and Median of DAC (-0.057, -0.048) < 0 prove that there is no earnings management. From here, it can be seen that companies with high performance do not have earnings managements.

In the group with low CFO: Mean and Median values of CFO (-0.087; -0.056) are smaller than EARNINGS (0.036; 0.027), in addition Mean and Median of TAC are positive (0.123; 0.091), which proves that there is a difference between cash flow and earnings. Moreover, Mean and Median of DAC (0.101; 0.068) > 0 proved that existence of earnings management. Thus, in high-performing companies, there is earnings management.

Compare two business groups: The group with CFO > 0 has EARNINGS smaller than CFO and the group with CFO ≤ 0 has EARNINGS larger than CFO. This also shows that low-performing enterprises tend to adjust their earnings to cover up their poor performance and high-performing enterprises do not implement earnings management.

On the whole sample: Mean and Median values of CFO (0.047; 0.042) are smaller than EARNINGS (0.066; 0.044), in addition Mean and Median of TAC are positive (0.019, 0.007). This result shows that there is a difference between CFO and EARNINGS, showing signs of earnings management. Moreover, Mean and Median of DAC (0.000; -0.010) > 0, this shows that there is no earnings management. This can be explained by the unbalance sampling of the study between two business groups. The group of enterprises with more high performance included 665 observations, the low performance enterprises only 375 observations. It is because the better operating businesses out number of the versa so the whole sample tends to not implement earnings management, resulting in DAC < 0.

In summary, from the results in Table 3, enterprises with high and low performance both have differences between CFO and EARNINGS, however, only the group with low performance is taking actions to manage earnings.

Next, the study will find the difference between Mean and Median of TAC, DAC to compare the level of earnings management between two groups of companies. Results are presented in the following two tables:

Table 4: Descriptive statistics, the mean difference of TAC and DAC

Mean	low CFO	high CFO	Difference	T-stat	P-value
TAC	0.123	-0.039	0.162	20.4337	0.0000
DAC	0.101	-0.057	0.158	19.9049	0.0000

Source: Author's calculations

Table 5: Descriptive statistics, the median difference of TAC and DAC

Median	low CFO	high CFO	Difference	T-stat	P-value
TAC	0.091	-0.029	0.120	15.136	0.0000
DAC	0.068	-0.048	0.116	14.6137	0.0000

Source: Author's calculations

The paper uses t-statistics to test the significance of the difference of mean, median TAC and DAC for two groups of businesses. The results in 2 Tables 4 and 5 show that the difference between two groups is always positive and statistically significant. Specifically, the mean difference of TAC and DAC of the two groups is 0.162 respectively (with t-stastic = 20.4337), 0,158 (with t-stastic = 19.9049), the median difference of TAC and DAC of the two groups respectively is 0.120 (with t-stastic = 15.136), 0,116 (with t-stastic = 14.6137). This shows that companies with low performance always manage earnings more than companies with high performance. This result is also consistent with the results of the statistics description above.

4.2. Estimating the impact of business performance on the reasonable value of earnings

Table 6: Regression results of measuring the reasonable value of earnings model

R	β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	$(\beta_1+\beta_2)$	$(\beta_3+\beta_4)$	$(\beta_1+\beta_2+ \beta_3+ \beta_4)$	Adjusted-R2
	0.041	-0.180	0.326	0.271	-0.293	0.0124	-0.022	-0.0096	0.0064
t-statistics	2.1	-2.01	3.12	1.40	-1.51	0.146	-0.11	0.036	
p-value	0.038	0.138	0.011	0.168	0.145				

Source: Author's calculations

The results in Table 6 show that the regression coefficient $(\beta_1 + \beta_2) = 0.0124$ tells us the earnings coefficient of the company with high performance is 0.0124, the earnings coefficient of the company low performance is $(\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4) = -0.0096$. The earnings coefficient of a company with low performance is smaller than a company with high performance. Furthermore, the coefficient $(\beta_3 + \beta_4)$ - the difference between the profitability coefficient of the company with low and high operating results- has a value of -0.022, further clarifying the above conclusion. This suggests that companies with low performance are of low reasonable value of earnings (because of their low earnings coefficient) and vice versa those companies with high performance are of reasonable value of earnings (because of the high earnings coefficient).

5. Conclusion

Based on data from Vietnamese companies listed on HOSE, this study aims to test the impact of corporate performance on earnings management and the reasonable value of earnings. In particular, the paper examines the effects of low/high performance on the earnings management motivation, thereby impacting the reasonable value of earnings.

First, we consider the difference in earnings management among companies with low performance compared to companies with high performance, through DAC (Discretionary Accruals). Research results indicate that companies with low performance tend to increase earnings in financial statements (particularly in the Income Statement) than those with high performance. The first reason to explain this behavior of the directors is because that earnings management through this accruals method is only the transfer of earnings of previous period to the next period. Thereby making the earnings superior, helping managers get more benefits. Second, this behavior helps to cover the eyes of investors, raise the company's stock price, and certainly the benefits of the managers are not small. Moreover, the high price of stocks makes investors expect high profitability, which inadvertently puts pressure on administrators to

create greater value. Having both external and internal impacts, it is easy for managers of enterprises attempt to take earnings management.

After that, we re-examine to see if the reasonable value of earnings of companies with poor performance is different from those of high performing companies. The results show that, the decrease in the value of information of earnings. The reasonable value of earnings of companies with low performance is higher than that of high-performing companies.

The paper provides additional empirical evidence on the impact of performance on earnings management and reasonable value of earnings, contributing to the results of debates surrounding this topic. Currently, earnings management is an issue that investors in particular and financial statement's users in general are very interested in, because it affects the information of earnings, reasonable value of earnings and especially affect their decisions. We hope that the results of this study will provide more empirical evidence and raise awareness about businesses for stakeholder who uses information in financial statement, for making better investment decisions.

REFERENCES

- [1] Barth, M. E., Cram, D. P., & Nelson, K. K. (2001). Accruals and the prediction of future cash flows. *The accounting review*, 76(1), 27-58.
- [2] Cheng, C. A., & Li, S. (2014). Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness?—A Comparison between the US and China Markets. *China Accounting and Finance Review*, 16(2), 1-20.
- [3] Christensen, T. E., Hoyt, R. E., & Paterson, J. S. (1999). Ex ante incentives for earnings management and the informativeness of earnings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(78), 807-832.
- [4] DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *Accounting review*, 400-420.
- [5] DeAngelo, L. E. (1988). Managerial competition, information costs, and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contests. *Journal of accounting and economics*, 10(1), 3-36.
- [6] Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225.
- [7] Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). "Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators". *Accounting horizons*, 14(2), 235-250.
- [8] DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of accounting and economics*, 17(1), 145-176.
- [9] Easton, P. D., & Harris, T. S. (1991). Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of accounting research*, 19-36.
- [10] Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance?. *Journal of accounting Research*, 37(2), 319-352.
- [11] Filip, A., & Raffournier, B. (2010). The value relevance of earnings in a transition economy: The case of Romania. *The International Journal of Accounting*, 45(1), 77-103.
- [12] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- [13] Jiraporn, P., Miller, G.A., Yoon, S.S. and Kim, Y.S. (2008), "Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective", *International Review of Financial Analysis*, 17(3), 622-634.
- [14] Givoly, D., & Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative?. *Journal of accounting and economics*, 29(3), 287-320.

- [15] Habib, A. (2004). Impact of earnings management on value-relevance of accounting information: Empirical evidence from Japan. *Managerial Finance*, 30(11), 1-15.
- [16] Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, 7(1-3), 85-107.
- [17] Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting horizons*, 13(4), 365-383.
- [18] Hellström, K. (2006). The value relevance of financial accounting information in a transition economy: The case of the Czech Republic. *European accounting review*, 15(3), 325-349.
- [19] Hunt, A., Moyer, S., & Shevlin, T. (2000). Earnings volatility, earnings management, and equity value. *Unpublished working paper. University of Washington*.
- [20] Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 193-228.
- [21] Lev, B., & Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting research*, 37(2), 353-385.
- [22] Marquardt, C. A., & Wiedman, C. I. (2004). The effect of earnings management on the value relevance of accounting information. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(3-4), 297-332.
- [23] McNichols, M., & Wilson, G. P. (1988). Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of accounting research*, 1-31.
- [24] Mostafa, W., (2017). The impact of earnings management on the value relevance of earnings: Empirical evidence from Egypt. *Managerial Auditing Journal*, 32(1), 50-74.
- [25] Ragab, A. A., & Omran, M. M. (2006). Accounting information, value relevance, and investors' behavior in the Egyptian equity market. *Review of Accounting and Finance*, 5(3), 279-297.
- [26] Ronen, J., & Yaari, V. (2008). *Earnings management*. Springer US.
- [27] Sevin, S., & Schroeder, R. (2005). "Earnings management: evidence from SFAS No. 142 reporting". *Managerial Auditing Journal*, 20(1), 47-54.
- [28] Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial economics*, 50(1), 63-99.
- [29] Tucker, J. W., & Zarowin, P. A. (2006). Does income smoothing improve earnings informativeness?. *The Accounting Review*, 81(1), 251-270.
- [30] Warfield, T. D., Wild, J. J., & Wild, K. L. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of accounting and economics*, 20(1), 61-91.
- [31] Watts, R.L. and Zimmerman, J.L. (1986), *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall, NJ.
- [32] Yoon, S. S., & Miller, G. A. (2002). Cash from operations and earnings management in Korea. *The International Journal of Accounting*, 37(4), 395-412.
- [33] Yoon, S. S., Miller, G., & Jiraporn, P. (2006). Earnings management vehicles for Korean firms. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 17(2), 85-109.

ECONOMIC EFFICIENCY OF HI-TECH CANTALOUPE PRODUCTION IN THUA THIEN HUE PROVINCE: A CASE STUDY IN HAI FARM, THUY BIEU WARD, HUE CITY

HIỆU QUẢ KINH TẾ CỦA HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT DƯA LƯỚI CÔNG NGHỆ CAO Ở TỈNH THỪA THIÊN HUẾ: TRƯỜNG HỢP NGHIÊN CỨU TẠI TRANG TRẠI HẢI FARM, PHƯỜNG THỦY BIỀU, THÀNH PHỐ HUẾ

Tran Huynh Bao Chau, Tran Huynh Quang Minh

University of Economics, Hue University

baochau1989@gmail.com

ABSTRACT

This research aims to estimate the economic efficiency of hi-tech cantaloupe Hai Farm in Hue city. Both qualitative and quantitative research method are applied. Data is collected from the manager of Hai Farm as well as 40 customers who used Hai Farm product. The results show that: (1) With 1,500 m² total area, Hai Farm has increased their revenue and profit through three crops. At the first crop, the profit is only 11.45 million dong. Until the second crop, this result has changed to 125.9 million dong, and received the best result in the third crop, with 210.91 million dong. This is a good indication of Hai Farm's cantaloupe when they change the density of crop. (2) This research also conducts the sensitivity analysis of profit when the retail price of cantaloupe is from 55,000 dong to 75,000 dong. When price level is changed, the profit has a large change and still positive. (3) The customers are completely trust for the quality, safety standard, and the form of cantaloupe from Hai Farm. In the future, this model should be expanded in Thua Thien Hue province to respond for the market.

Keywords: *Hi-tech production model, cantaloupe, Hai Farm.*

TÓM TẮT

Nghiên cứu này nhằm ước tính hiệu quả kinh tế của trang trại dưa lưới công nghệ cao Hải Farm ở thành phố Huế. Phương pháp nghiên cứu định tính và định lượng đều được áp dụng. Số liệu được thu thập từ người quản lý trang trại Hải Farm và 40 khách hàng đã sử dụng sản phẩm dưa lưới của trang trại này. Kết quả cho thấy: (1) Với tổng diện tích 1.500 m², Hải Farm đã tăng doanh thu và lợi nhuận qua ba vụ. Ở vụ đầu tiên, lợi nhuận chỉ đạt được 11,45 triệu đồng. Đến vụ thứ hai, kết quả đã thay đổi thành 125,9 triệu đồng và tốt nhất là vụ thứ ba, với 210,91 triệu đồng. Đây là một dấu hiệu tốt cho trang trại dưa lưới Hải Farm khi thay đổi mật độ cây trồng. (2) Nghiên cứu này cũng tiến hành phân tích độ nhạy của lợi nhuận khi giá bán lẻ dưa lưới từ 55.000 - 75.000 đồng. Khi mức giá được thay đổi, lợi nhuận có sự thay đổi lớn và vẫn tích cực. (3) Khách hàng hoàn toàn tin tưởng vào chất lượng, tiêu chuẩn an toàn và hình thức dưa lưới của trang trại Hải Farm. Trong tương lai, mô hình này nên được mở rộng tại tỉnh Thừa Thiên Huế để đáp ứng cho thị trường.

Từ khóa: *Mô hình sản xuất công nghệ cao, dưa lưới, Hải Farm.*

1. Introduction

Cultivation of cantaloupe trees by traditional methods is only suitable in the dry season while the rainy season is not favorable. In the context of negative impacts of climate change such as drought, high temperature during summer, and flood in the rainy season, the application of high technology in agricultural production using greenhouse is on the rise. Cultivation in the membrane house will overcome the disadvantage of rainy season. By applying hi-tech agricultural production in cantaloupe, it has created a large number of products with high productivity, good quality and especially environmentally friendly, which are widely used. Therefore, the production process is continuous, not seasonal as traditional farming which helps plants will not be affected much by the weather and climate factors [1].

Cantaloupe had not planted in Thua Thien Hue province before due to the weather condition. Hai Farm certifies for their success in the application of high technology in cantaloupe cultivation when has

founded since May 2017. Their product sells at some organic agricultural product stores, supermarkets in Hue city. However, at the current price level, the product still does not really have a position in the domestic market despite of having the high safety level. Adopting the hi-tech cantaloupe production, the producers must prepare a large source of capital, thoroughly investigate and select varieties of cantaloupe will fit and bring high value. It is important to pay attention to the control and selection of clean water sources (regular pH test...), the substrate must be carefully treated before starting a crop, do not abuse of pesticides... [3]. Based on that fact, we select the topic: *"Economic efficiency of hi-tech cantaloupe production in Thua Thien Hue province: A case study in Hai Farm, Thuy Bieu ward, Hue city"* to have the fully evaluation of this production and identify the direction in the future.

2. Overview of hi-tech cantaloupe production in Vietnam

Initially, cantaloupe is grown in Da Lat, Ho Chi Minh, Binh Duong, and expanded to Dong Nai, Lam Dong and some provinces in the Mekong Delta as: Ben Tre, Dong Thap...

In Northern of Vietnam, Delco Agriculture Company has 6 ha Delco Farm which is one of the most intelligent and modern farming models. This farm is located in Thuan Thuanh district, Bac Ninh province and applies 100% of information technology to produce clean agricultural products. In which, a Japanese cantaloupe greenhouse has built for nearly 60 billion dong. A sensor installation system is set up to connect via software to measure all parameters of the soil and water environment. The operation of farm system restricts human labor, the technical staff mainly monitors and controls through the system of machines. In addition, all products are produced which has a traceability code (QR Code) to check origin and process. By the application of advanced technology, the management and production strictly follow the 5S practice model and VietGAP standard. The agricultural production eliminates the damage factors, giving the clean products and high quality. Delco cantaloupe growing area has increased from 3.500 m² to 7.300 m², giving an output of 48 tons/year for supermarkets, shops and clean food chain stores. Currently, cantaloupe is sold to the market about 150.000 dong/kg, resulting in billions dong profit annual [4].

In Ho Chi Minh City, the cantaloupe is grown mainly in greenhouse - Israel technology house. Most of the cantaloupe varieties are grown in the greenhouse reached highly effective. Several trials when grow orange flesh cantaloupe, hard skin, have nets on the fields in the dry season and the rainy season has been conducted but the results have not achieved as expected. According to Department of Agriculture and Rural Development in Ho Chi Minh City, while the average value per hectare of agricultural land has not reached 400 million dong per year, each hectare of cantaloupe cultivation can bring 3-4 billion dong. In addition, the survey of the Agricultural hi-tech Park shows that the profits of growing cantaloupe are quite high, about 28-32% [4].

Currently, neighboring provinces have advantages in terms of land prices and the land area has begun to experiment with growing cantaloupe in the greenhouse and achieved some positive results. The price and output of cantaloupe is often stable because of clear agreement in production. According to some traders, cantaloupe growers in Binh Duong and Dong Nai are quite united in terms of price and control of output. Therefore, in the past years, the output of the cantaloupe continued to grow steadily. It did not meet the case of reducing price as have a good harvest like other fruits [4].

Cantaloupe grows well in warm and dry climates, with plenty of light. This fruit provides vitamin A, vitamin C, nutrients such as vitamin E and folic acid, which are important antioxidants in the process nutritional metabolism of human. Therefore, although there is no cantaloupe farm in Hue, the consumption of cantaloupe is very high. In Hue city, the temperature of summer is above 30°C and high humidity, growing cantaloupe in outdoor conditions is a challenge. Therefore, they need the intervention of machinery and equipment for regulating the climate that help the tree better adapted.^[5] To respond for local demand, supermarkets or clean agricultural products shops have imported cantaloupe from other regions. Hai Farm is the first hi-tech cantaloupe farm in Hue city. This research focuses on analyzing the

economic efficiency of hi-tech cantaloupe production at Hai Farm as well as conducting the sensitivity analysis of profit when the retail price increases or decreases. From this, recommending some solutions to expand this production in Thua Thien Hue province.

3. Research methods

3.1. Data collection

This research utilizes the qualitative and quantitative method. Qualitative data is from in-depth interview with the owner of Hai Farm. Semi-structured questionnaire is prepared to collect the information about their motivation, initial investment cost for production, cantaloupe season, total cost per crop, production results, and distribution chain of cantaloupe in Hai Farm. From this, calculating the economic efficiency of this production and figure out the experience lessons for other hi-tech farms. Furthermore, data also sums up from reports, articles on book, magazines, internet materials...

Quantitative data collects from the customer survey about Hai Farm's hi-tech cantaloupe. There are 40 customers are selected by random sampling, non-repeat with a structure questionnaire. This investigation focuses on consumers' perception and evaluation about Hai Farm product at selling places such as Big C, Hue Viet organic agricultural shops and Hai Farm. In detail: we interviewed 19 customers who were being selected cantaloupe at the agricultural products counter on the 2nd floor of Big C supermarket. At Hue Viet organic agricultural product shop in No.19 Truong Chinh street, we directly interviewed 8 people. Finally, we directly interviewed 10 customers at Hai Farm and 3 customers via online by using the google form tool.

3.2. Data analysis

The data is synthesized and analyzed to achieve the research objectives. The statistical method of description, comparison,... are used to have the comments, explanation for the research problem. The indicators such as revenue, cost, profit, total revenue/ total cost, profit/ total cost, profit/ total revenue are referred in this research.

Due to high initial investment cost, it is necessary to clarify the effects of profit when retail price changes by applying the sensitivity analysis.

4. Results and discussion

4.1. Overview of hi-tech cantaloupe production in "Hai Farm"

Hai Farm is a hi-tech agricultural production facility, designed in accordance with Watanbe's standards - a leading Japanese company in the greenhouse sector. The houses are made of galvanized steel which bearing the force, withstand winds of 120 km/h, the thick net system 180-200 microns, around with insect barrier. The membrane system can close or open depending on weather condition. The production process of hi-tech cantaloupe in Hai Farm is as follow:

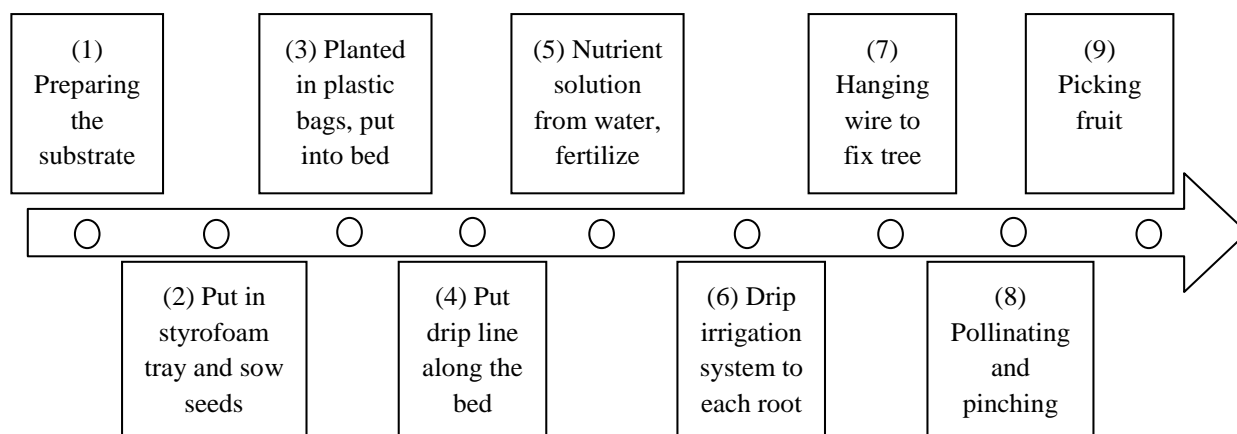


Figure 1: Process of cantaloupe production in Hai Farm

Source: In-depth interview with Hai Farm manager, 2018

Cantaloupe is grown in the plastic bags and care according to the hydroponic method. After making beds, it is placed drip line running along the bed, parallel and been far from each tree about 5-7 cm. Fertilizer is mixed with the nutrient solution in the fixed proportion to be calculated, followed a drip irrigation system to each root. This irrigation system not only saves water but also limits nutrient loss. When the tree grows well, start hanging the vertical wire to fix tree which will supported by a cable system linking with the frame to save space, help trees have enough space, light to develop as well as easy for pruning, picking fruit, pollinating and preventing diseases for trees. After 90 days, farm will harvest the cantaloupe for selling. Annual, Hai Farm grows 3 seasons: the first crop from April to June, the second crop from August to October, and the last crop from December to February of the following year for serving customer's demand during Lunar New Year. Hai Farm plants average 3.000 trees/crop and let only one fruit/ tree to increase the quality of cantaloupe.

4.2. Economic efficiency of hi-tech cantaloupe production in "Hai Farm"

4.2.1. Investment costs in producing cantaloupe

In agriculture, the land directly affects and decides on the production process. It is the main material in agricultural production. When every cantaloupe crop ends, Hai Farm spends one month to renovate the land, conduct the treatment, clean farm to limit the pathogens to the maximum, increase the soil fertility, help each seedling of cantaloupe grow up healthy, not pests. Hai Farm has used up 1.500 m² of land for cantaloupe production. According to manager of Hai Farm, the initial investment cost for technical equipment and production materials on 1.500 m² in 2017 is identified as follow:

Table 1: Initial investment cost of Hai Farm on 1,500 m² area

No.	Initial investment	Depreciation period (years)	Cost (Million VND)
1	Land		600,00
2	Greenhouse	10	500,00
3	Drip irrigation system	5	30,00
4	Controller for fertilizer, mist spraying system	10	28,50
5	Irrigation system, fertilizer automatic	10	25,50
6	The frame and rack system	10	20,00
7	Air convection fan	5	10,00
8	pH test machine	10	1,00
Total			1.215,00

Source: Hai Farm, 2018

The greenhouse is also equipped with roof irrigate and air convection fan. Accordingly, when experiencing hot weather, the system will automatically water to reduce the temperature and amount of sunlight from the roof. The fan will mix the air in the membrane to the temperature region and then push the air through the roof to help prevent thermal shock to trees. Hai Farm is also equipped with temperature control systems, humidity, intelligent lighting device comes with include: Israel drip irrigation system, automatic irrigation system, temperature, and humidity sensors,... All of them connect to the central controller. That function receives the parameters from the sensor which program to adjust automatically watering, fertilizing, ventilation, ensuring an ideal environment, nutrients for growing trees. From table 1, we can see that the total initial investment cost for the production of cantaloupe reached 1.215 million VND. In which, the owner's capital spent is 715 million VND, the remaining 500 million VND is borrowed from the bank at an interest rate of 7,2% per year.

Cost of hi-tech production is expensive and it takes long time to recover the investment for farmers. This system requires the producer to have the good knowledge of science and technology in the production process. These expenses are mainly for the purchase of land production (600 million dong) and construction of greenhouses for production (500 million). In addition, Hai Farm also invested in other equipments such as drip irrigation system, controller for fertigation system and mist spray system, irrigation system, fertilizer automatic, frame and rack system, air convection fan, pH test machine. These devices have a total cost of 115 million VND. In general, the total investment cost for technical equipment, production materials in Hai Farm is very large. The straight line depreciation is applied to calculate the cost of materials, labor and fixed costs for producing the cantaloupe. The results are described as follow:

Table 2: Total cost per crop on 1,500 m² in the period of 2017-2018

Unit: million VND

No.	Costs	Crop 1 (Apr – Jun)		Crop 2 (Aug – Oct)		Crop 3 (Dec – Feb)		Average cost
		Quantity	Price	Quantity	Price	Quantity	Price	
I	Material costs		57,72		47,27		50,76	51,92
1	Seeds (300.000 dong/package)	7	2,10	6	1,80	6	1,80	1,90
2	Material for substrate		8,50		7,50		7,95	7,98
3	Nursery tray (40.000 dong/tray) reused in 3 crops ^(1*)	70	0,93	54	0,93	60	0,93	0,93
4	Electric		9,72		8,68		9,01	9,14
5	Wire, hangers fixed trees		15,30		9,59		11,7	12,20
6	PE bag (4.000 dong/bag) reused in 3 crops ^(2*)	3.500	4,67	2.700	4,67	3.000	4,67	4,67
7	Fertilizer (300.000 dong/liter)	55	16,50	47	14,10	49	14,70	15,10
II	Labor cost (3 labors/month /crop)	3	27,00	3	27,00	3	27,00	27,00
III	Fixed cost		33,83		33,83		33,83	33,83
1	Depreciation of equipments ^(3*)		21,83		21,83		21,83	21,83
2	Paying bank interest ^(4*)		12,00		12,00		12,00	12,00
TOTAL (I + II + III)			118,55		108,1		111,59	112,75

Source: Hai Farm and self-calculated data, 2018

Note:

The straight line depreciation method is calculated as follow:

(1) Nursery tray, reused in 3 crops, average cost for nursery trays each cantaloupe crop:*

*(40.000 dong/ tray * 70 trays) /3 crops = 933.333 dong/crop*

(2) PE bag is reused in 3 crops, average cost for PE bag per crop:*

*(4.000 dong/ bag * 3.500 bags)/3 crops = 4.666.666 dong/crop*

(3*) Average depreciation of equipment for each cantaloupe crop (data from Table 2.1):

$$(500.000.000/10 + 30.000.000/5 + 28.500.000/10 + 25.500.000/10 + 20.000.000/10 + 10.000.000/5 + 1.000.000/10)/3 \text{ crops} = 21.830.000 \text{ dong/crop}$$

(4*) Average payable interest for each cantaloupe crop:

$$(500.000.000 \text{ dong} * 7,2\% / \text{year}) / 3 \text{ crops} = 12.000.000 \text{ dong/crop}$$

From the collected data of Hai Farm and self-calculated, it can be seen that total cost of producing cantaloupe in each crop is more than 100 million dong, this is a relatively large cost. Cantaloupe seed source must depend on import sources, causing difficulty in controlling seed quality, affecting quality and productivity. The cost for crop 1 was the highest in the three crops with 118.55 million dong, and the cost for crop 2 was the lowest with 108.10 million dong. In which, the labor cost paid for three people in 3 months will be 27 million dong. The average salary is 3 million dong/ person/ month. The fixed cost for each crop is 33.83 million. The reason for the difference between total costs of materials is the number of seeds, nursery tray, electric, fertilizers, materials used differently in each crop.

4.2.2. Results and production efficiency of Hai farm's cantaloupe

Since the establishment in May 2017, Hai Farm has grown 5 crops cantaloupe with an average output of 3 to 4 tons on an area of 1.500 m² per crop, equivalent to 2.700 to 3.000 fruits, each fruit is heavy from 1,3 to 1,6 kg. The average price of Hai Farm cantaloupe is 60.000 dong/kg.

Table 3: Production results per crop on 1.500 m² in the period of 2017-2018

No.	Indicators	Unit	Crop 1	Crop 2	Crop 3	Average
1	Area	m ²	1.500	1.500	1.500	1.500
2	Number of trees	tree	3.500	2.700	3.000	3.067
3	Output	kg	2.000	3.900	4.300	3.400
4	Yield	kg/m ²	1,33	2,60	2,87	2,27
5	Price	dong/kg	65.000	60.000	75.000	66.67
6	Revenue	million VND	130,00	234,00	322,50	228,83

Source: Hai Farm and self-calculated data, 2018

Looking at the above table, we can see that: The number of tree is different between three crops. The first crop is 3.500 trees and 2.700 trees in crop 2 while 3.000 trees in crop 3 and each tree gives only one fruit. The reason why they change the density is the quality of cantaloupes. At the first crop, they plant too thick and the second crop is too sparse in sensitive. Hai Farm has adjusted the number of cantaloupes planted in the third crop and found that: with this area of 1.500m² will plant maximum 3.000 trees of cantaloupe. If grown like that, the cantaloupes will ensure enough nutrients, space to grow and give the best output and yield.

When cantaloupe is bought at farm, the average retail price is 65.000 dong in crop 1; 60.000 dong in crop 2; and 75.000 dong in crop 3. This difference is explained due to the season of cantaloupe. Crop 1 and 3 is summer and Lunar New Year so that the price of these crops is very high. The highest retail price is 75.000 dong/kg in crop 3. It has brought the high revenue for Hai Farm. Specifically, crop 3 has the highest revenue with 322,5 million dong from selling cantaloupes products. If this result is maintained, Hai Farm can recover capital and quickly gain a profit.

Planting with high technology has less affected by weather factors. Hai Farm is the leader in the successful cantaloupe production in Thua Thien Hue province. With a hi-tech production model, farmers are not required to put much effort, quite idle. Growing cantaloupe brings high income because of low production costs (no pesticides), short time of care, mainly using machine technology, low labor cost. The nature of work is relatively light, creating jobs, stable income for farmers. The application of science and technology does not require too much care techniques and the production team has a lot of experience in applying science and technology.

Economic efficiency is the premise to evaluate the results of production process. It is also the basis for selecting the optimal solution in production and business. The production efficiency of Hai Farm is evaluated through some indicators such as revenue, cost, profit, total revenue/total cost ratio, profit/total cost ratio, profit/total revenue ratio:

Table 4: Cantaloupe production efficiency of Hai Farm on 1,500m² in the period 2017 - 2018

Indicators	Unit	Crop 1	Crop 2	Crop 3	Crop 2/ Crop 1		Crop 3/ Crop 2	
					+/-	%	+/-	%
Revenue	Million VND	130.00	234.00	322.50	104.00	80.00	88.50	37.82
Cost	Million VND	118.55	108.10	111.59	-10.45	-8.81	3.49	3.23
Profit	Million VND	11.45	125.90	210.91	114.45	999.85	85.01	67.52
Total revenue/Total cost	Times	1.10	2.16	2.89	1.07	97.40	0.73	33.51
Profit/Total cost	Times	0.10	1.16	1.89	1.07	1106.17	0.73	62.28
Profit/Total revenue	Times	0.09	0.54	0.65	0.45	511.03	0.12	21.55

Source: Hai Farm and self-calculated data, 2018

We can see that: revenue and profits increased through three crops. For revenue: in the first crop is 130 million dong, the second crop is 234 million, up 80%, the third crop is 322,5 million equivalent to increase 37,82% over the second crop. The profit of the first crop was very low at only 11,45 million dong, in the second crop, profit increased very fast, approximately 999,85% compared to the first crop. The third crop has a profit of 210,91 million, this is the highest profit in 3 crops. It is a good sign of the production potential of Hai Farm and should be maintained in the future.

The total revenue/ total cost ratio tells that if spend one dong of cost will bring about how much dong of revenue. In crop 1, this index is equal to 1,10 means that one dong of cost spent to collect 1,10 dong of revenue, this rate is very low. Meanwhile, in the second and third crop, total revenue/ total cost were 2,16 and 2,89 times which means that one dong of cost spent in crops 2 and 3, revenue would be more than 2 times the amount spent.

Profit/total cost ratio: This indicator shows spend one dong of cost will bring about how much profit. In crop 1, this index is equal to 0,10. It means that you spend one dong of cost will almost have no profit. In crop 2 and crop 3, this index is 1,16 and 1,89 respectively, which means that one dong of cost will create more than 1 dong of profit. This suggests that in the period 2017-2018, the efficiency of the farm's production and business has improved significantly.

Based on the ratio of profit and total revenue show that one dong of revenue will correspond to how much dong of profit. In all three crops, profit/ total revenue ratio is less than 1 which means that one dong of revenue will bring less than 1 dong of profit. However, this indicator has the fast rise trend: 0,09 in crop 1 to 0,65 in crop 3.

4.2.3. Sensitivity analysis of the retail price at Hai Farm

To know the affects of the retail price on profit, we used sensitivity analysis method. Table 2.5 shows the results of sensitivity analysis of profit based on the different retail price for cantaloupe. In

detail, we used five levels of price: 55.000; 60.000; 65.000; 70.000 and 75.000 dong. As expected, the calculations indicate that as the price received for cantaloupe went up, the profit went up.

Table 5: Sensitivity analysis of profit by the cantaloupe price at Hai Farm in the period 2017 - 2018

Profit (million VND)	Price/ kg of cantaloupe (VND)				
	55,000	60,000	65,000	70,000	75,000
Crop 1	-8.55	1.45	11.45	21.45	31.45
Crop 2	106.4	125.9	145.4	164.9	184.4
Crop 3	124.91	146.41	167.91	189.41	210.91

Source: Hai Farm and self-calculated data, 2018

In normal condition, the retail price of Hai Farm cantaloupe is at 60.000 dong. Depend on the festival or holiday, the price will gradually increase. Based on the sensitivity analysis of retail price, we can see that: In the crop 1, if the retail price of cantaloupe is 55.000 dong, profit will be negative and equal to -8,55 million dong. But when the price is large than 60.000 dong the profit will be positive and increase gradually. In the crop 2, the profit increase average 19,5 million dong for each price level. In the crop 3, the profit increase average 21,5 million dong for each price level. It means that hi-tech cantaloupe cantaloupe production will bring the positive benefit for the investors.

4.2.4. Distribution chain of Hai Farm's cantaloupe

Hai Farm has no way of preserving cantaloupe after harvesting. Mainly cantaloupe consumed is fresh, unprocessed. The farm must sell the cantaloupe immediately after harvesting to avoid serious damage. Most of the cantaloupe has ordered by supermarkets and safe vegetable stores. The remaining part is sold for customers who order at the farm because of the limited quantity.

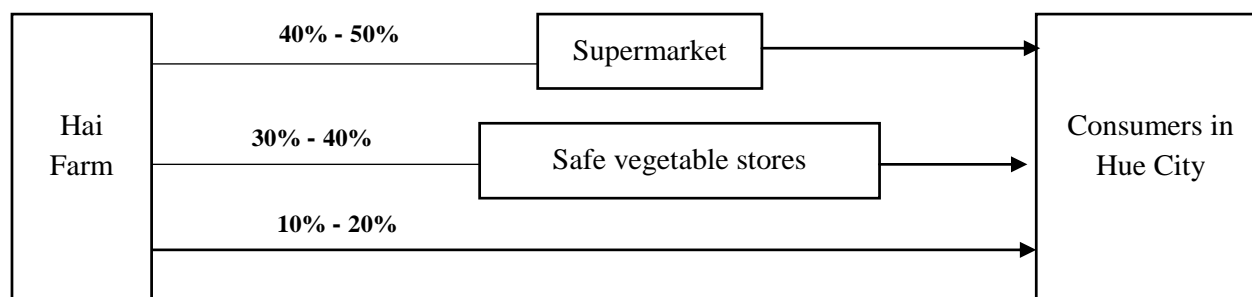


Figure 2: Consumption market of Hai Farm cantaloupe

Source: In-depth interview with Hai Farm manager, 2018

- Direct distribution channel

In this consumption channel, consumers will order via the phone number, fan page or directly to the farm to buy cantaloupe, accounting for 10% to 20% of total cantaloupe. Therefore, consumers get the benefit because they buy the product directly from the producers at low price. The price of cantaloupe does not fluctuate too much per year, on average about 60.000 to 65.000 dong/kg when directly buy at Hai Farm. The price will be higher from 10.000 to 15.000 dong if it is on the holidays. The producers need to meet the demand of retailing at the farm such as visiting preference, witnesses the production process from consumers. On the other hand, directly sales to customers at the farm also increase the reliability of product quality.

- Indirect distribution channel

Hai Farm cantaloupe product is only through a single intermediary element that is the supermarket or safe vegetable stores. This intermediary will order directly at the farm with the large quantity so that

the price usually fixe before harvesting. Due to transportation costs, packaging, depreciation, the price will be higher than directly buy at the farm. However, the supermarkets and stores usually buy a large amount at the wholesale price. Thus, the difference on price between supermarkets, agricultural stores with the retail prices at the farm is not large, in range from 5.000 to 10.000 dong/ kg.

Although Hai Farm cantaloupe is mostly sold in the supermarket (from 40% to 50% of total harvested product) but the main distribution channel that Hai Farm towards is the agricultural product shops channel by many reasons. Firstly, customer's demand for safe and healthy product is increasing which leads to more and more agricultural product shops are established. They are the location where many people trust about quality and safe level. Moreover, the agricultural product shops often sell one product line for one type. If Hai Farm cantaloupe is sold here, there are lower competitive. Secondly, when customers buy the product at shop, they do not take more time to select and pay money. Moreover, the discount of supermarket in general is from 25% to 30% for agricultural products and they have paid for the unreasonable costs. Supermarkets usually have big sale program, it creates the pressure for the supplies. Finally, the products need to meet the requirements of safety certificate, packing, code, invoice, correct quantity,... before appearing in the supermarket.

4.2.5. Consumer evaluation about cantaloupe of Hai Farm

4.2.5.1. Customer demand and habits of using cantaloupe

To have the fully evaluation about Hai Farm cantaloupe, this research interviews 40 customers which is selected by random method at 3 locations: Big C, Hue Viet organic agricultural product shop and Hai Farm. Although the number of respondent is not high, this research already focuses on the mainly markets as refered in the distribution chain. The questionnaire is prepared to collect the characteristics of customers, their demand, and evaluation of Hai Farm cantaloupe. Most of customers show that they know Hai Farm cantaloupe through various media. This is the potential way which promote Hai Farm product to the consumers and expand the business market.

Table 6: Characteristics of customers bought Hai Farm cantaloupe

Demographic characteristics		Frequency (people)	Percent (%)
1. Gender	Male	15	37.5
	Female	25	62.5
2. Age	20 – 35 years old	19	47.5
	36 – 50 years old	14	35.0
	> 50 years old	7	17.5
3. Education	Junior high school	1	2.5
	High school	11	27.5
	College	28	70.0
4. Career	Student	4	10.0
	Public servant	16	40.0
	Private	15	37.5
	Free labor	5	12.5
5. Income	< 5 million dong	9	22.5
	5 - 7 million dong	13	32.5
	> 7 million dong	18	45.0

Source: Survey data, 2018

Looking at the above table, we can see that Hai Farm's customers are mainly female (62,5%), aged between 20 and 50 (for 82,5%) and stable career with high income. More than 97% of respondents who have used the hi-tech agricultural products have high education level (high school, college). Taking care of customer demand and habits is one of the most important factors to maintain and grow enterprise. The result of investigation is expressed in the following table:

Table 7. Customer's demand for Hai Farm cantaloupe

	Criteria	Frequency (people)	Percentage (%)
1. Frequency	1-2 times/ week	4	10
	1-2 times/ month	15	37.5
	Less than 1-2 times/ month	21	52.5
2. Interested factors	Quality	40	100
	Price	34	85
	Brand	24	60
3. Potential for buying in the future	Can not buy anymore	8	20
	Buy as normal	22	55
	Increasing	10	25

Source: Survey data, 2018

With 40 interviewees, there are 52,5% of them using cantaloupe less than 1-2 times per month. It means that they use very little, sometimes not using, or using irregular frequency. All consumers care about the quality, accounted 100% of people interviewed. Besides quality, the price is a factor that customers interest. With 85% of respondent, the price is the factor has the importance role when customers purchase commodities. Consumers are always looking for affordable cantaloupe, safety and high nutritional value. Brand factor also gives customers a peace of mind when choosing the product. The brand contributes 60% to the decision to use cantaloupe of customers.

The survey results show that 55% of customers think that they will continue to buy the Hai Farm cantaloupe as usual, 25% of them will continue to use it more in the future. This number indicates that the quality of Hai Farm cantaloupe has satisfied customers, making them trust and continue to use it for the long term. It shows the success in the production and promotion of brand Hai Farm cantaloupe in the market.

4.2.5.2. Customer's evaluation about cantaloupe of Hai Farm

The cost of producing cantaloupe is high so that Hai Farm needs to pay attention to quality and the acceptability of consumers. Quality and price need to balance which make customers feel pleasure with high-quality product. Thus, it will increase the number of loyal customers. Taking care of the opinions as well as the evaluation of customers to improve the quality and product price is very necessary.

In general, the average valuation level of customers is more than 4 which means that the customers are completely trust for the quality, safety standard, and the form of Hai Farm cantaloupe. Specifically, the evaluations for the reliable quality; no trace of pest; the quality of the products are good and sweet, and the customers evaluated average in the range from 4 to 5 and the average is 4.6 and even higher. The price is high but the customers trust the safety and quality of the product. The result of this investigation is shown by the following table:

Table 8: Customer's evaluation about Hai Farm cantaloupe

No.	Characteristics	Min	Max	Mean	Percentage (%)
I	Reliability of cantaloupe in Hai Farm				
1	Hai Farm's cantaloupe has the reliable quality	4	5	4,7	94,0
2	Hai Farm's cantaloupe meet safety standards, do not use pesticides	3	5	4,4	88,0
3	Hai Farm's cantaloupe has the position in the hi-tech production market	3	5	4,5	90,0
II	Cantaloupe form of Hai Farm				
4	No tracing of diseases	4	5	4,6	92,0
5	Fresh cantaloupe, eye-catching shape	3	5	4,5	90,0
6	Smooth and thinner than the normal cantaloupe	3	5	4,1	82,0
7	The shape is larger than normal cantaloupe	3	5	4,1	82,0
8	Hai Farm's cantaloupe has a good taste and sweet	4	5	4,7	94,0
III	Cantaloupe price of Hai Farm				
9	Cantaloupe price of Hai Farm is suitable with customer's income in Hue city	2	4	3,3	82,5
10	Cantaloupe price of Hai Farm is commensurate with the quality of product	3	5	4,3	86,0

Source: Survey data, 2018

** Note: 1-Totally disagree; 2-Disagree; 3-Neutral; 4- Agree; 5- Totally agree*

From the evaluation of 40 customers using Hai Farm cantaloupe, we can be confident that most customers are satisfied with the quality and the price. It proves that Hai Farm's cantaloupe ensures the quality and standards to become a key agricultural product of Hue and can compete with other hi-tech products in the market.

5. Conclusion and policy implication

Hi-tech farm use the biotechnology in disease testing and biological products for agriculture (such as soil improvement, fertilizers, pest and disease treatment) and environmental treatment (microorganisms, algae...). By ensuring the best habitat for plants, we can grow to give the best quality products without pests. This research clarifies the economic efficiency of hi-tech cantaloupe production in Hai Farm. With 1.500 m² total area, farm has increased their revenue and profit through three crops. At the first crop, the profit is only 11,45 million dong. Until the second crop, this result has changed to 125,9 million dong, and received the best result in the third crop, with 210,91 million dong. This is a good indication of Hai Farm's cantaloupe when they change the density of crop. This research also conducts the sensitivity analysis of profit when the retail price of cantaloupe is from 55.000 dong to 75.000 dong. When price level is changed, the profit has a large change and still positive.

Moreover, the customers are completely trust for the quality, safety standard, and the form of Hai Farm cantaloupe. Producing hi-tech cantaloupe is a new product, so it is necessary to increase marketing activities to attract more consumers to know the products. From there, finding new potential markets such as restaurants, safe agricultural shop,... which create more opportunities for Hai Farm. Developing the products based on large distribution chain such as Big C, Co.op mart,... to reach closer to consumers. Hai

Farm needs long-term cooperation with retailers. Moreover, it is necessary to have full bills, certificates of safe products as well as beautiful packaging, ensuring stable product quality.

Futhermore, establishing the information channels such as website, fan page,... to update price, type of cantaloupe and allocation of supermarkets which selling products to help the consumer buy products easily. Through these activities such as trade fairs, advertising or sponsorship promote Hai Farm brand to consumers. In addition, Hai Farm not only focuses on researching the best markets for cantaloupe products in Hue city but also in neighboring provinces and the whole country.

REFERENCES

- [1] David R. Lee (2005), *Agricultural Sustainability and Technology Adoption: Issues and Policies for Developing Countries*.
- [2] J Henderson (2002), *Globalization of High Technology Production*.
- [3] McIntyre, Beverly D (2009), *International assessment of agricultural knowledge, science and technology for development (IAASTD)*.
- [4] Phan Thi Mai Anh, Nguyen Thi Kim Anh, Tran Nhu The (2013), “*Development of hi-tech agriculture in Vietnam*”.
- [5] Phạm S (2015), *Nông nghiệp ứng dụng công nghệ cao là yêu cầu tất yếu để hội nhập quốc tế*, Nhà xuất bản Khoa học xã hội.
- [6] Weijian Shan (1990), *An empirical analysis of organizational strategies by entrepreneurial high technology firms*.

**DRIVING FACTORS FOR KNOWLEDGE SHARING IN PUBLIC SECTOR:
THE CASE OF NGHE AN**

**CÁC YẾU TỐ THỨC ĐẨY CHIA SẺ TRI THỨC Ở KHU VỰC CÔNG -
TRƯỜNG HỢP NGHIÊN CỨU ĐIỂN HÌNH TỈNH NGHỆ AN**

Tran Dieu Linh

Department of Economics, Vinh University

linhtd@vinhuni.edu.vn

ABSTRACT

In a world of rapid change driven by globalisation, knowledge is most important resource in organisation and the only way for them gain sustainable improvement, particularly public organisation (Kim & Lee, 2006). In a developing like Vietnam, knowledge sharing and management have not been yet common, but organisations increasingly pay close attention to build knowledge sharing culture in their working environment. Interestingly, citizens have an increasing demand for high public service quality in their exchanges with public organisation (Luu, 2017). Hence, enhance sharing of knowledge for better public service is crucial in government agencies to adress that demand and build credibility in the society. The purpose of this study is to explore factors that encourage a knowledge sharing culture in public sector in Nghe An province. The research conducts a qualitative study based on 35 interviews with civil servants from different positions of 6 public organisations in Nghe An. The contribution is a conceptual framework that reveals key factors driving the successful sharing of knowledge in public organisations in three level: individual level, organisational level and technological level. The paper concludes with a number of recommendations with the aim of improving the effectiveness of sharing knowledge in public sector.

Keywords: *Knowledge sharing, driving factors, public sector, Nghe An.*

TÓM TẮT

Trong thế giới đang thay đổi nhanh chóng do toàn cầu hóa, tri thức là nguồn lực quan trọng nhất trong tổ chức và là cách duy nhất để đạt được sự phát triển bền vững, đặc biệt đối với các tổ chức khu vực công (Kim & Lee, 2006). Ở một nước đang phát triển như Việt Nam, việc chia sẻ và quản lý tri thức chưa được phổ biến, tuy nhiên các tổ chức ngày càng chú ý tập trung xây dựng văn hóa chia sẻ tri thức thức trong môi trường làm việc. Đáng lưu ý là công dân hiện nay có yêu cầu ngày càng cao về chất lượng dịch vụ công cộng họ nhận từ các cơ quan và tổ chức công (Luu, 2017). Do đó, việc tăng cường chia sẻ tri thức để nâng cao dịch vụ công rất quan trọng đối với các cơ quan nhà nước nhằm thỏa mãn yêu cầu của công dân và xây dựng uy tín của tổ chức trong xã hội. Mục đích của nghiên cứu này là khám phá các yếu tố khuyến khích văn hóa chia sẻ tri thức trong khu vực công ở tỉnh Nghệ An. Bài viết tiến hành một nghiên cứu định tính dựa trên 35 cuộc phỏng vấn với các công chức từ các vị trí khác nhau của 6 tổ chức trong khu vực công ở Nghệ An. Sự đóng góp là một khung hiểu biết cho thấy các yếu tố chính thúc đẩy việc chia sẻ tri thức thành công trong các tổ chức công cộng ở ba cấp độ: cấp độ cá nhân, cấp độ tổ chức và trình độ công nghệ. Bài viết kết luận với một số khuyến nghị với mục đích nâng cao hiệu quả của việc chia sẻ tri thức trong khu vực công.

Từ khóa: *Chia sẻ tri thức, nhân tố thúc đẩy, khu vực công, Nghệ An.*

1. Introduction

Knowledge is indispensable to virtually all organizations, particularly public organisations. Knowledge is information, experience, skills used and shared to achieve the organisation's goals, it is created and circulated among members of the organization through lessons learned and practical practices. This knowledge will then be stored in the best ways to be easily retrieved and reused in the future to meet the operational and development needs of the organization (Dalkir, 2011).

In the increasingly modern world, citizens have an increasing demand for high public service quality in their exchanges with public organisations (Luu, 2017). Hence, enhance sharing of knowledge for better public service is crucial in government agencies to adress that demand and build credibility in

the society. Knowledge sharing and management have been at the core of government tasks- inseparable from strategy, planning, consultation and implementation (OECD 2001). However, evidence drawn from the existing literature suggests that public sector is falling behind private sector in these practices. Although continuous budget cuts and rising demands concerning flexibility and modernisation raises the interest for knowledge sharing in the public sector, the actual implementation of knowledge management is still in its early stages. Governments are now realising the importance of knowledge management to its policy-making and service delivery to the public and some of the government departments are beginning to put knowledge sharing high on its agenda.

This research's main objectives focuses on exploring the key factors driving knowledge sharing in public organisations in Nghe An and suggesting some recommendations to encourage knowledge sharing with the aim of improving performance and creating the knowledge sharing culture in public sector.

The remainder of the study is organised as follows. The next section will display theoretical studies on knowledge sharing, importance of knowledge sharing in public sector organisations, and driving factors for knowledge sharing in public sector. The relevance of data and research method will be established in the Section 3. The following section will introduce empirical results and discussion, and the last section includes the recommendation and conclusion.

2. Literature review

2.1. Job-related knowledge

Knowledge: Knowledge is defined as a fluid mix of contextual information, experience, skills, expert insight used and shared to achieve the organisation's goals, it is created and circulated among members of the organization through lessons learned and practical practices. This knowledge will then be stored in the best ways to be easily retrieved and reused in the future to meet the operational and development needs of the organisation (Dalkir, 2011).

Job-related knowledge: Job-related knowledge or job knowledge is known as the knowledge that individuals possess concerning the jobs they are doing. Job-related knowledge includes job related entities such as operational thoughts, behaviors, organisational routines, operation procedures, and customer knowledge, as well as individuals' insights and past working experience which related to their current job (Yang, 2004). Job-related knowledge can be in explicit or tacit form. Tacit knowledge based on practice refers to the application of knowledge, that is, knowing shortened ways of accomplishing certain tasks and how to apply it in ways that add value to customers. On the other hand, technical tacit knowledge is similar to explicit knowledge, only that it is impossible to capture all of them in a written form, and as such could only be taught through shared practice. Regardless of the distinction made, job-related knowledge is the most important knowledge that individual employees need to share with their colleagues and the rest of the organisation. Therefore, from this point forwards the term 'knowledge' refers to 'job-related knowledge'.

2.2. Knowledge sharing

Knowledge sharing is the vital basis of any knowledge management program. Knowledge increases when it is shared (Janus, 2016). Sharing of job-related knowledge is practice transforming the knowledge from being an individual knowledge into organisational knowledge (Huysman & De Wit, 2001). When individual knowledge has been transformed into organisational knowledge, it has better opportunities of being used and retained and within the organisation. Moreover, the ability to share information, knowledge, ideas, perspectives or solutions among collaborators, represents possibly the greatest strategic advantage of an organisation. For non-profit organisations, such as the government, knowledge sharing represents the means for continuous performance improvements, and this is thought to result in increased customer and employee satisfaction (Kim & Lee, 2005). In most organisations, there have been considerable efforts to encourage employees to share their job-related knowledge.

2.3. Importance of knowledge sharing in public sector organisations

Knowledge is a vital resource to all organisations, particularly public organisations. Knowledge, especially one cultivated through stakeholder sharing, is a lever for sustainable improvement in public sector. Knowledge management plays an increasing importance for governments in dealing with the challenges created by the knowledge economy. Knowledge sharing provides several major benefits for an public organisation to address the challenges in several aspects (OECD 2003):

a) Knowledge has become a critical determinant of competitiveness for the public sector. Service delivery and policy making are considered as the main tasks for government. In the knowledge economy today, governments are increasingly facing competition in these areas at both international level and national level. At the international level, for example (OECD 2003), NGOs and governments are in competition with foreign organisations delivering similar service. Research institutes compete to attract the best researchers and funding while universities are increasingly in competition to attract the most investments, the best students and professors. At the national level, competition among public bodies is also increased following the decentralisation processes. Moreover, citizens today are becoming more demanding for high public service quality in their exchanges with public organisations (Luu, 2017). Knowledge is an important element of competition and is a central resource of the government to improve quality of public services. Effective functioning of the public sector organisations rests on effective acquisition and dissemination of knowledge.

b) Retirement of public officials and frequent transfer of knowledge workers across government agencies also create new challenges for maintaining of knowledge and preservation of institutional memory and the training of new staff. Public organisations need to promote knowledge sharing activities now to start retaining the knowledge currently in the heads of these employees. Unless this is done, services to the citizens will be affected. Therefore, capturing tacit knowledge and then training the staff is important so that it can be passed on to new ones (Bulchandani, 2015).

In summary, for the public sector, effective managing and sharing knowledge could reduce the cost of operations and improves customer service with the aim of improve their working performance and maintain reputation in society.

Increasingly knowledgeable citizens require governments to be at the forefront of newly created knowledge, as it is increasingly produced rapidly by more different actors. Public sectors have to face these challenges and improve knowledge sharing culture in order to take advantage of opportunities offered by globalisation, the knowledge-based economy, and new development of Information Communication Technology (Dalkir, 2011).

2.4. Driving factors for knowledge sharing in public sector

The sharing of knowledge has often been emphasized as important factor for increasing organisational performance and efficiency (Bulchandani, 2015). Consequently, factors influencing the effective sharing of knowledge have widely been investigated from different angles (Janus, 2016). Many works also exclusively focus on the public sector (Kim & Lee, 2006; Amayah, 2013). The results of these studies suggest that the most driving factors are divided in 3 different level as following:

2.4.1. Individual level factors

- Reciprocal relationship and trust in colleagues: Many researchers have demonstrated that people are sharing knowledge when the interpersonal relationships are strong and a high sense of community exists within the organization [10],[16]. The trust in the people that receive and benefit from the shared knowledge has shown to be particularly important in this context. While trust represents one of the most important drivers for facilitating knowledge sharing, studies have also shown that it is the hardest to overcome [20]. Employees who believe their mutual relationships with others can improve through their knowledge sharing are likely to have positive attitudes toward knowledge sharing (Bock et al., 2005).

- *Rewards*: A study from (Bock et al., 2005) shows that reward may have a positive effect on knowledge sharing behavior. Organisational culture that values knowledge sharing behavior seems to be successful in this regard. Rewards are benefits or incentives that employees expect to receive in sharing their knowledge, such as: salary, promotion, or other benefits (Dong et al., 2010). Knowledge sharing is most likely to occur when employees perceive that incentives exceed costs (Bock et al., 2005). Joseph and Jacob (2011) confirmed that rewards have an indirect effect on knowledge sharing intention of IT employees through their attitude toward knowledge sharing.

2.4.2. Organisational level factors

Organisational factors are essentially the characteristics of the organisations that provide an environment for knowledge sharing. Some of organisational factors that have been found to influence employees' knowledge sharing behavior are *social culture* (Lee & Kim, 2006), *management support* (Lin & Lee, 2004; Khalil, 2013).

2.4.3. Technological level factors

Information Communication Technology support (ICT support): The use of IT has a significant influence on knowledge sharing behavior. ICT provides methods and applications for knowledge sharing activities, such as: groupware, intranet, database, video conference... The quality, accessibility and availability of ICT devices might have an significant impact on knowledge sharing ability. ICT support gives a driving force to improve efficiency and effectiveness of knowledge sharing. Thus, it has a direct impact on perceived behavioral control, and an indirect impact on the intention to share knowledge (Zhang & Ng, 2013).

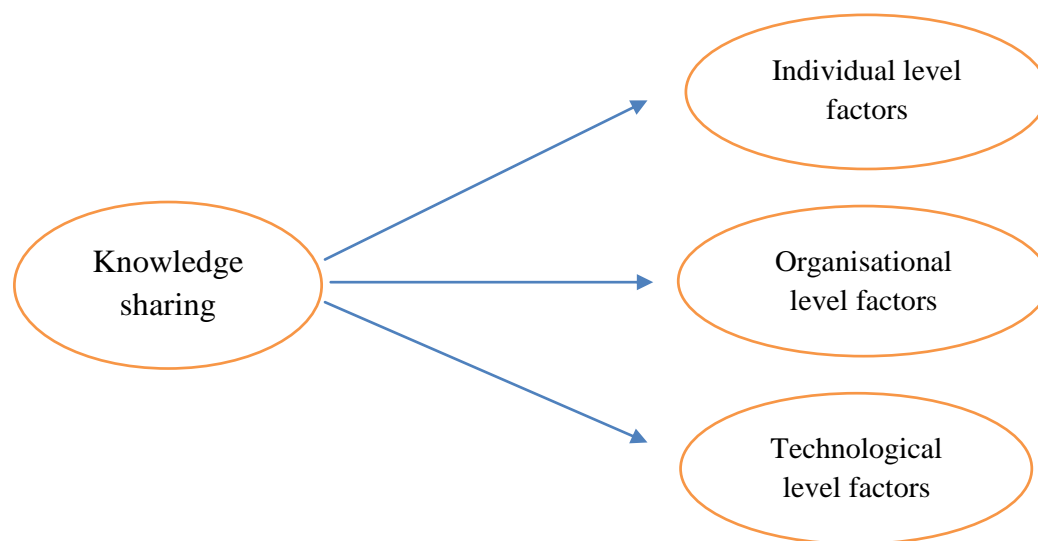


Figure 1: Knowledge sharing factors (Adapted from Kukko, 2013)

3. Research methodology

In this study the method that the researcher have chosen to carry out is a qualitative research design in the hopes to explore the effectiveness of knowledge sharing in public sector in Nghe An. The subject of this study concentrates on employees in term of knowledge sharing practice.

For this research, the author chose 35 participants from 6 agencies in Public Sector in Nghe An with varying knowledge sharing experience and conducted in-depth interviews with participants from different administrative levels. Interview questions were open-ended, enabling researchers to discover, comprehend and get the insights of the participants on how they perceive and assess impact factors of knowledge sharing (Denzin & Lincoln 2018). In preparation for the interviews, we developed an interview guideline covering the topics KS context, motivation (impact factors), outcomes, and performance. Each interview had an average length between 25 to 40 minutes. Participants were asked to

provide years of work experience in their job position and department. By interviewing candidates from different organisations, the diverse environments in different organisations enabled to explore a range of knowledge sharing practices. To maximize our outcome with respect to the observed phenomenon, we chose participants from different job positions (employee vs. management), different functional units (organisations vs corporations), size and hierarchical level of agency (local vs provincial vs national), which is inline with the theoretical sampling approach of qualitative research methods. Particularly, interviewees are working either in administration departments, (such as People's Committee of Vinh City and Nghe An Confederation of Labour) or in field departments (such as Nghe An Department of Statistics, Nghe An Industry and Trade Department, Vinh University and Nghe An College of Economics. For a full overview of the participants, we refer to Table 1.

Table 1: Overview of the interview candidates

Number of Interviewees	Level	Rank	Proportion
14	Senior officers (with no management responsibilities)	D	40 %
10	Lower managers (Head of Section)	C	28.6 %
8	Middle managers (Dean of Department)	B	22.8 %
3	Higher manager (Vice- President/ Director of Office)	A	8.6 %

The answers of participants were transcribed, coded, and grouped by common key themes using Nvivo version 11, a text analysing software for qualitative research. From the transcripts, data were filtered and classified to identify and elaborate participants' responses on impact factors and practices of knowledge sharing.

4. Results and discussion

As a result from the application of the qualitative method, the researcher derived findings that explore factors influencing the sharing of knowledge in the public sector in Nghe An.

4.1. Individual level factor

Reciprocal relationship and trust in colleagues

Trust and reciprocal relationship between employees is considered to be a very important factor in encouraging interviewees to share knowledge. Employees in public sector in Nghe An believe their mutual relationships and trust can improve positive attitudes toward knowledge sharing. Therefore, it has a direct impact on knowledge sharing intention.

Rank B officers viewed trust as key to encouraging employees to share with each other. However, both these interviewees and others from middle management considered the level of trust in their organisation to be low:

“To be honest, I see that the level of trust in my department and is quite low between employees, especially among those who are in the lower ranks” (Rank B candidate).

There was also a general recognition that this was a factor that needed to be addressed. Rank C officers commented further on the link between trust and knowledge sharing:

“If the relationship between me and my colleagues was good, then I would increase my effort to share what I have with others even if my knowledge was not very unique because I know my institution will respect what I have” (Rank D candidate).

“I’m not trying to say that trust between us in this department is low but what I’m trying to say is that the level of trust in our department does not help to increase the exchange of knowledge and the trust and relationship factor are very important to me in the process of knowledge exchange” (Rank C candidate).

One middle manager was committed to building trust, because he recognised its value in the workplace in general, and in knowledge sharing, more specifically:

“I’m very sure if the managers are trying to build a good level of trust and relationship among their employees then they will not face any problem encouraging their employees to share what they know. And, this is exactly what I have been trying to do for a long time, and now you can see that among my lower managers” (Rank A candidate).

Mutual relationships and trust between employees is considered to be a very important factor in encouraging employees to share knowledge (Cheng et al., 2008). Mutual trust and good relationships lead to increased knowledge sharing, make knowledge sharing less costly, and increase the likelihood that knowledge acquired from fellow colleagues is sufficiently understood. Moreover, in the Vietnamese culture it is more important to build a relationship than to solve a problem and relationships in Vietnamese culture are built upon the concept of trust (Dong, 2010).

Rewards

One factor that is often cited as important in sharing knowledge is rewards. However, interviewees in this study did not explicitly mention rewards. The most frequently mentioned term in the transcripts was “encouraging from manager”. In the public sector in Nghe An, managers have a high level of power in relation to rewards and reward structures. Accordingly, interviewees may conflate rewards with managers and their actions. In addition, being a public sector organisation it is more likely that rewards would be intrinsic (self-esteem, respect) than extrinsic (monetary, promotion). Moreover, in Vietnamese culture many things can be achieved on the basis of just two values, namely trust and respect, values considered to be attractive rewards in themselves for Vietnamese. This means reward has no significant impact on attitude toward knowledge sharing. In Vietnam context, employees are rewarded for their productivity rather than on knowledge sharing, so that, this affection is not really impactful. Therefore, managers of public organisations should use reward policy carefully in order to raise knowledge sharing intention.

4.2. Organisational level factors

Social culture

Hofstede’s (2005) study indicated that Vietnamese society is collectivistic in nature. In such a society, sharing knowledge should happen naturally because it is the tendency of a collectivistic society to help the others. However, on the research, data which is collected and analysed shows that the workplace in public sector in Nghe An is characterized with unique values and work culture.

The officers in Nghe An are often considered as very shy people and are very concerned about saving ‘face’, or should we say afraid of ‘losing face’. Most of them are afraid of making mistakes and receiving negative feedback, even though we are not sure that we will be getting one. Moreover, the idea of giving and receiving praise also makes some of us feel ill at ease (Rank C candidates). Therefore, when discussing about work, some of us can be quite reserved in expressing our ideas and opinions, much less voluntarily offering our knowledge to other people.

Besides, employees tend to hoard knowledge for their own personal interests which may relate to promotion opportunities, influences, powers and chances to gain superiority at work.

Many civil servants believe that sharing knowledge could decrease their authority, supremacy, influence and recognition, which could negatively impact their career success in general. Similarly, more than 2/3 interviewees (includes rank A, B, C and D) stated that knowledge is considered a source of power; thus, possessing it can also become a barrier to sharing it with others.

Management support

Many interviewees believe that leaders, at various levels of management, have an important role in encouraging employees to share knowledge:

“The general manager plays the most important role in knowledge sharing. Even if there were no programmes or administrative plans serving this issue, the general manager or director can activate the process of knowledge sharing” (Rank C candidate).

The required attributes for this role include tolerance of mistakes, developing trust, increasing motivation to share knowledge, empowering subordinates and building long-term perspective of the organizational goals among employees. All interviewees agreed that when the leader gives employees a chance to express their opinions and encourages them to make suggestions this may help employees to influence decision-making and employees might therefore feel that their knowledge sharing is practically relevant.

27 out of 35 interviewees expressed the belief that their manager should be aware of the importance of knowledge management and its processes:

"The knowledge sharing process depends on the awareness of the manager related to knowledge management because even if there is knowledge sharing, but there is no mechanism to document such contributions, the knowledge will be lost; therefore, the manager should understand what knowledge management involves in order to be able to encourage contributions and exploit the knowledge from such contributions" (Rank B candidate).

Other commentators have emphasised the need for all levels of leadership to cooperate in developing an organizational knowledge culture.

4.3. Information Communication Technology (ICT) support

ICT support refers to the availability of information and communication technology that are intended to facilitate knowledge sharing activities. All candidates accepted that technology is a key enabler of sharing knowledge in organisations. It supports various knowledge sharing activities through providing efficient storage, retrieval, and transfer mechanisms and it is thus essential to the successfulness of knowledge management.

Many participants expressed their view that ICT tools (such as Discussion forums, Website, Corporate Emails) can accelerate Knowledge Sharing in government organisations and government support in policy making, can play a crucial role in betterment of Knowledge Sharing. An interviewee of Rank C opined that ICT tools can be used for gathering, documentation, storage and preservation of knowledge. This implies that besides facilitating Knowledge Sharing now, ICT tools can safeguard knowledge for future use and sharing.

However, 23 out of 35 interviewees emphasized that they have little access to external and internal networks for knowledge exchange and do not often use social media tools such as Facebook, Zalo for knowledge sharing activities concerning their work. Besides, in the context of modern world today, the IT landscape of public sector in Nghe An seem to be old, employees might lack the means and also the general skills of how to effectively share their knowledge. Hence, IT development plays an important role to ensure the successful of sharing knowledge.

5. Conclusion

For public organisations to stay sustainable development, they must be able to exploit the internal knowledge that resides within the human memory of their skilled civil servants (Amayah, 2013). In order to convert individual knowledge into organisational knowledge, individuals must consciously cultivate their knowledge and undertake the task of sharing. Public organisations then must provide the means for such a behaviour to be instilled within its employees, leading to the knowledge sharing culture in the organisation. However, the successful of knowledge management practices in the organisations depends on its wholesome integration of culture, structure, technology and people.

Based on the finding result, some recommendations for improving knowledge sharing activities of public servants could be suggested as follows:

Firstly, creating an innovative and open organisational climate for encouraging knowledge sharing is significantly important for organisations. On the organisational part, it must ensure to have a proper infrastructure which can facilitate the knowledge flows, processes and resources which can provide continuous learning culture.

Secondly, it is vital for managers in public sector to apply suitable criteria for evaluating and rewarding employees' effort in knowledge sharing. Managers should pay attention to the importance of factors in the context of Vietnamese culture such as motivation, encouragement and stimulation of individuals to capture, distribute, transfer and apply useful knowledge.

Thirdly, one of the best way to improve knowledge sharing culture in public sector is strengthening the relationship between employees by teamwork and team building activities in organisations. According to Erasmus University Rotterdam (2005), teamwork means sharing of knowledge and also sharing of success. Teamwork allows each team member share his or her own knowledge and skills by teaching other team members, and at the same time learns from others any skills and knowledge that he or she does not possess (Hererra, 2001). Besides, through teamwork and team building activities, employees can better understand and trust each other to share their knowledge, information, skill and experience freely and enthusiastically.

Forthly, without the ICT support, sharing of knowledge in public organisations can never be successful. Organisations' actions should be applying ICT platform (hardware/ software) to support communication, collaboration and to make it easy for knowledge sharing between employees, and holding workshops and seminars to enhance employees' IT skills.

Last but not least, focusing on training and coaching for employees plays an important role in improving the productivity and capability of knowledge sharing activities. Some of the approaches such as, job rotation, cross training, peer assist, sharing sessions open easy opportunities to the employees in seeking new skills and ability. The employees at the same time have more confidence that the opportunities given to their capabilities in learning new skills will help in their career advancement in the future in the department.

REFERENCES

- [1] Anand, A. & Walsh, I. (2016) Should knowledge be shared generously? Tracing insights from past to present and describing a model. *Journal of Knowledge Management*, 20(4), 713-730, <https://doi.org/10.1108/JKM-10-2015-0401>
- [2] Amayah, A. T. (2013) Determinants of knowledge sharing in a public sector organization. *Journal of Knowledge Management*, 17(3), 454-471. <https://doi.org/10.1108/JKM-11-2012-0369>
- [3] Bock, G. W., Zmud, R. W., & Kim, Y. G. (2005) Behavioral intention formation in knowledge sharing: examining the roles of extrinsic motivators, social-psychological forces, and organizational climate. *MIS Quarterly*, 29, 1-26.
- [4] Bulchandani, A. (2015) *Why is Knowledge Sharing Important at Workplace?* Retrieved from <https://www.linkedin.com/pulse/why-knowledge-sharing-important-workplace-amrita-bulchandani>
- [5] Cheng, J.-H., Yeh, C.-H. and Tu, C.-W. (2008), "Trust and knowledge sharing in green supply chains", *Supply Chain Management: An International Journal*, Vol. 13 No. 4, pp. 283-95.
- [6] Dalkir, K. (2011) *Knowledge management in theory and practice*, 2nd edition, Cambridge, MA: Massachusetts Institute of Technology.
- [7] Denzin, N. K., and Lincoln, Y. S. 2018. *The Sage Handbook of Qualitative Research*, (Fifth edition. ed.). Los Angeles: Sage.

- [8] Dong, G., Liem, C. G., & Grossman, M. (2010) Knowledge-sharing intention in Vietnamese organizations. *VINE*, 40(3/4), 262-276.
- [9] Erasmus University Rotterdam (2005) *Sharing information for better decisions*. Retrieved on December, 2006 from <http://www.eur.nl>.
- [10] Hofstede, G. (2005). *Culture's Consequences*, 3rd ed, Beverly Hills: Sage.
- [11] Jain, K. K., Sandhu, M. S., & Goh, S. K. (2015) Organizational climate, trust and knowledge sharing: insights from Malaysia. *Journal of Asia Business Studies*, 9(1), 54-77.
- [12] Janus, S. S. (2016) *Becoming a Knowledge-Sharing Organization: A Handbook for Scaling Up Solutions through Knowledge Capturing and Sharing*. The World Bank. <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-0943-9>.
- [13] Joseph, B., & Jacob, M. (2011) Knowledge sharing intentions among IT professionals in India. *In Information Intelligence, Systems, Technology and Management* (pp. 23-31). Springer Berlin Heidelberg.
- [14] Kim, S. & Lee, H. (2006) Employee Knowledge Sharing capabilities in public and private organizations: Does organizational context matter. Proceedings of the 38th Hawaii International Conference on System Sciences.
- [15] Khalil, O. E. M., & Shea, K. T. (2012) Knowledge sharing barriers and effectiveness at a higher education institution. *International Journal of Knowledge Management*, 8(2), 43-64. <https://doi.org/10.4018/jkm.2012040103>.
- [16] Kukko, M. (2013) Knowledge sharing barriers in organic growth: A case study from a software company. *Journal of High Technology Management Research*, 24(1), 18-29.
- [17] Lin, H. F., & Lee, G. G. (2004) Perception of senior managers toward knowledge-sharing behavior. *Management Decision*, 42, 108-125.
- [18] Luu, T. T. (2014) Knowledge sharing and competitive intelligence. *Marketing Intelligence & Planning*, 32, 269-292. doi:10.1108/MIP-05-2013-0077.
- [19] Luu, T. T. (2017) Reform in public organizations: The roles of ambidextrous leadership and moderating mechanisms. *Public Management Review*, 19, 518-541. doi:10.1080/14719037.2016.1195438.
- [20] Nguyen, V. P., "Organizational Culture in Vietnam," *Tia Sang Journal*, Vol 25, 2002, pp. 117-127. PCWorld (2008). *Quản trị tri thức – Tâm nhìn lớn của lãnh đạo*. Retrieved from: <http://www.pcworld.com.vn/>.
- [21] OECD, (2001), "Knowledge Management: Learning-by-Comparing Experiences from Private Firms and Public Organisations", Summary Record of the High Level Forum held in Copenhagen, 8-9 Feb. 2001, PUMA/HRM (2001) 3, CERI/CD (2001)2.
- [22] OECD, (2003) "Conclusions from the Results of the Survey of Knowledge Management Practices for Ministries/Departments/Agencies of Central Government in OECD Member Countries", February 3-4,2003, GOV/PUMA/HRM(2003)2.
- [23] Sandhu, M. S, Kishore, M & Ahmad, U.K. (2011), Knowledge sharing among public sector employees: Evidences from Malaysia. *International Journal of Public Sector Management*, 24(3), 206-226.
- [24] Yang, J. (2004). Job-related knowledge sharing: Comparative case studies. *Journal of Knowledge Management*, 8, 118-126.
- [25] Yao, L.J., Kam, T.H.Y. & Chan, S.H. (2007) "Knowledge sharing in Asian public administration sector: the case of Hong Kong". *Journal of Enterprise Information Management*, 20(1), 51-69.
- [26] Zhang, J., & Dawes, S. S. (2006) Expectations and perceptions of benefits, barriers, and success in public sector knowledge networks. *Public Performance & Management Review*, (29)4, 433- 466.

A MULTINOMIAL LOGIT MODEL ANALYSIS OF FARMER'S PARTICIPATION IN AGRICULTURAL COOPERATIVES MODELS

PHÂN TÍCH MÔ HÌNH LOGIT ĐA THỨC QUYẾT ĐỊNH THAM GIA HỢP TÁC XÃ CỦA NÔNG HỘ

Luu Tien Dung

Faculty of Postgraduate Studies, Lac Hong University

dunglt@lhu.edu.vn

ABSTRACT

The present study aimed to assess determinants of farmers' participating behavior in agricultural cooperatives models. The study based on the survey data of 421 farmers in the Mekong Delta of Vietnam, using multinomial logistic regression model. Findings of the study indicate that farmers are more likely to participate in agricultural cooperatives actions when they have better favorable resources, include Education level, Farm land size, Access to credit, Social capital, Access to extension, and Constraint to market. Farmers participate in cooperatives because they view it as the institution that can help them to reduce production and marketing risks and ultimately enhance their chances of expanding their business operations and income level. To an extent, the results from this study suggest that Vietnam's agricultural policies and efforts to promote cooperatives are effective in the coming periods.

Keywords: *Agricultural cooperatives, cooperative types, farmers' participation, multinomial logit, Vietnam.*

TÓM TẮT

Nghiên cứu này nhằm phân tích các yếu tố tác động đến hành vi tham gia các hợp tác xã nông nghiệp của nông hộ. Nghiên cứu dựa trên dữ liệu khảo sát của 421 nông dân ở đồng bằng sông Cửu Long, Việt Nam, sử dụng mô hình hồi quy logistic đa thức. Những phát hiện của nghiên cứu chỉ ra rằng nông dân có nhiều khả năng tham gia vào các tổ chức hợp tác xã nông nghiệp khi họ có nguồn lực thuận lợi hơn, bao gồm Trình độ học vấn, Diện tích đất nông nghiệp, Tiếp cận tín dụng, Vốn xã hội, Tiếp cận khuyến nông, và Rào cản tiếp cận thị trường. Nông dân tham gia vào các hợp tác xã vì họ coi đây là tổ chức có thể giúp họ giảm rủi ro trong sản xuất và tiếp thị, và cuối cùng nâng cao cơ hội mở rộng hoạt động kinh doanh và mức thu nhập của họ. Ở một mức độ nào đó, kết quả từ nghiên cứu này cho thấy các chính sách nông nghiệp của Việt Nam và nỗ lực thúc đẩy hợp tác xã có hiệu quả trong giai đoạn tới có thể được đề nghị từ nghiên cứu này.

Từ khóa: *Hợp tác xã nông nghiệp, mô hình hợp tác xã, tham gia của nông dân, logistic đa thức, Việt Nam.*

1. Introduction

Agriculture is the backbone of the Vietnamese economy employing around 60% of the workforce and accounting for 17% of GDP (GSO, 2018). This means that an average farmer earns less than half of the average income per capita in Vietnam. The challenge is to integrate farmers and their produce into the agricultural value chain so that they benefit more equally to other chain partners. Evidence from both research and practice indicates that smallholders can overcome market failures and maintain their position in the market, improving economic and technical efficiency by organizing themselves into groups or producer organizations, the farmer organizations can serve as a platform for capacity building, information exchange, and innovation in rural settings (Abate, Francesconi, & Getnet, 2014; Abebaw & Haile, 2013; Ahmed & Mesfin, 2017; Ma & Abdulai, 2016; Verhofstadt & Maertens, 2014; Wollni & Zeller, 2007). Consequently, increased participation in agricultural cooperatives should further enhance efficiency gains among smallholder farmers. The Cooperatives Law of 2012 has generated a lot of interest in the activities of cooperatives. Vietnam is also opening its agricultural markets rapidly as a consequence of various international trade agreements. Due to the favorable climate many high value crops are growing in Vietnam and this results in huge opportunities for farmers to export. However, farmers need to be organized in order to have access to the more profitable and high-end markets or at

least organize negotiating power. But, participation of members is very limited. Currently, there are around 13.856 thousand formally registered agricultural cooperatives with 4.1 million members and 26.978 thousand agricultural collaboration groups with 638.24 thousand members in Vietnam, accounted only 20% of employed population in agriculture, 55% of all cooperatives are considered effective (GSO, 2018). This becomes a barrier to the success of the agricultural cooperatives in Vietnam.

Several studies have found that various variables have a positive impact on farmers' adoption of innovative agricultural practices (Feder, Just, & Zilberman, 1985; Lee, 2005; Rogers, 2003; Teklewold, Kassie, & Shiferaw, 2013; Wollni, Lee, & Thies, 2010; Zbinden & Lee, 2005). Number of studies have investigated the importance that various socioeconomic and psychological member attributes have on how members assess their agricultural cooperatives. During the last two decades, studies contain empirical investigations about member opinions, satisfaction, loyalty, participation, choices, and other behavioral aspects-cooperatives' degree of success such as member trust, commitment, and intensity participation in the cooperatives (Esayas & Gecho, 2017; Fischer & Qaim, 2014; Gyau, Mbugua, & Oduol, 2016; Karlı, Bilgiç, & Çelik, 2006; Kidane, Lemma, & Tesfay, 2018; Mensah, Karantininis, Adégbidi, & Okello, 2012; Mojo, Fischer, & Degefa, 2017; Österberg & Nilsson, 2009; Zeweld Nugusse, Van Huylenbroeck, & Buysse, 2013). A number of the studies focus on member behavior in specific decision situations, such as the farmers' choice between cooperative and investor-owned partner firms (De Moura Costa, Chaddad, & Furquim de Azevedo, 2013; Lind & Åkesson, 2005). In the context of a transforming agriculture market in Vietnam, there are very few existing researches in this area were focused predominantly on the aggregate macroeconomic level (Cox & Le, 2014; Luu Tien Dung, Pham Van Trinh, & Van Nu Thuy Linh, 2016; Wolz & Duong, 2010). In contrast, very little research has been conducted at the microeconomic level with emphasis on the behavior of farming households in cooperatives participation. The main objective of this study is to investigate the determinants of farmers decision to participate in agricultural cooperatives types in Vietnam, using a multinomial logit regression model.

2. Literature Review and Hypothesis Development

A cooperative is an autonomous association of persons united voluntarily to meet their common economic, social, and cultural needs and aspirations through a jointly-owned and democratically-controlled enterprise (ICA, 2005). Agricultural cooperative is a group of farmers who pool their resources together in certain areas of activity to facilitate optimal production through efficient use of these resources. This pooling of resources includes the joint purchase of farm inputs like seed, farm machinery, aiding members morally and financially during cultivation and seeking marketing channels for farm products to ensure better and fair prices. Farmers formed cooperatives with the objective to generate greater profits, i) by obtaining inputs and services at lower costs than they could obtain elsewhere or that were not available, and ii) by marketing their products at better prices or in markets that were previously not accessible (Coltrain, Barton, & Boland, 2000).

Ortmann and King (2007) maintained that in general, agricultural cooperatives can be classified into three broad categories according to their main activity namely: i) Marketing cooperatives, which may bargain for better prices, handle, process or manufacture and sell farm products, ii) Farm supply cooperatives, which may purchase in volume, manufacture, process or formulate, and distribute farm supplies and inputs such as seed, fertilizer, feed, chemicals, petroleum products, farm equipment, hardware, and building supplies, and iii) Service cooperatives, which provide services such as trucking, storage, ginning, grinding, drying, artificial insemination, irrigation, credit, utilities, and insurance.

In Vietnam, agricultural cooperative has developed since 1954 with many stages of rises and falls (Tran, 2014). The transition process of collective farming in Vietnam was not straightforward, but a trial and error process (Sultan & Wolz, 2012). Currently, the agricultural cooperatives in Vietnam operate with three main models, including i) model of agricultural service cooperatives accounts for 70% of total agricultural cooperatives, they mainly perform basic service stages for the production of farmers. In this

model, agricultural production is categorized as private work with households as members of the cooperatives, they conduct it by themselves. The cooperatives only provide services suitable for their requests such as inputs for agricultural production, services in stages of agricultural production, and outputs for agricultural production; ii) model of agricultural services and integrated business cooperatives not only provide services to members, but also raise capital to organize production and integrated business to generate higher profits; and iii) model of specialized cooperatives such as livestock cooperatives, flower and ornamental plant cooperatives, safe vegetable cooperatives, they appear to meet production requirements of markets. For these models, the major task of agricultural cooperatives is providing essential services to their members, include preparing lands, seeds, fertilizers and plant protection chemicals; technical guidance, methods of preservation, harvesting; organizing the processing and distribution of products; supporting funds for their members; organizing the production of crafts and other sectors. In addition to these models, in recent periods, to meet the needs of restructuring the agricultural production and rural area, one cooperative model has just appeared in Vietnam, this is a new type of cooperative model (Cox & Le, 2014).

Collaborative group models have significantly increased in quantity and have been a popular choice for many farmers wanting to collaborate alongside the formal cooperatives (Tran, 2014). The model is more suited to the capacity and demands of farmers, and it shares the mutual values and ensures the fundamental principles of voluntary, independent, self-reliant, and efficient expectations of farmers are upheld. This form of cooperation targets structural changes in market power; improvement in access to resources, inputs for production, and public services; fulfillment of community functions; improvement in community resistance and risk sharing; the rise in the voice of farmers, increase in social capital for poor/disadvantaged groups; and increase in community-based social security. The major difference between the legal status of collaborative groups and cooperatives normally carries a psychological impact on enterprises rather than the assurance of contract compliance and an increase in dispute resolution, especially with small-scale contracts and alliances. The cooperative linkage is successful when farmers have a high demand for cooperative production, supply quality products, and achieve mutual benefit and risk-sharing (Cox & Le, 2014).

Helmberger and Hoos (1962) can be regarded as having developed the first complete mathematical model of behavior of an agricultural cooperative. The authors use the neo-classical theory of the firm to develop short-run and long-run models of a cooperative including behavioral relations and positions of equilibrium for a cooperative and its members under different sets of assumptions using traditional marginal analysis. In their model, the cooperative's optimization objective is to maximize benefits to members by maximizing the per-unit value or average price by distributing all earnings back to members in proportion to their patronage volume or use.

A variety of explanatory variables occur in the previous studies in the prediction of farmer's behavior to participate in agricultural cooperatives. Recent empirical studies emphasizing the following variables as the main determinants of farmers participation in agricultural cooperatives include farmer's gender, age, education level, farm land size, off-farm income, credit access, social capital, extension access, perceived trust, land tenure status, and market access (Agbonlahor, Enilolobo, Sodiaya, Akerele, & Oke, 2012; Arayesh, 2011; Fisher & Qaim, 2012; Gijssels & Bussels, 2014; Gyau, Mbugua, & Oduol, 2016; Karlı, Bilgiç, & Çelik, 2006; Mojo, Fischer, & Degefa, 2017; Zeweld Nugusse, Van Huylenbroeck, & Buysse, 2013; Zheng, Wang, & Awokuse, 2012).

The human capital of farmer such as the education level of household head, age, agricultural knowledge, and experience may affect decisions to participate cooperatives action because of the imperfect markets. The education level of farmer correlates positively with adoption decisions because of the assumed link between education and knowledge. Education is likely to have a positive influence on participation because well-educated farmers are more likely to possess the skills and networks necessary

to initiate and manage an association (Gyau, Mbugua, & Oduol, 2016). Mojo, Fischer, and Degefa (2017) indicate that the probability of farmers' membership decision increases with education level. Gender influences farmers' participation in collective action because group activities can be time-consuming, thereby lowering the incentive for women to participate (Weinberger & Jütting, 2001). Ownership of assets is strongly gendered, reflecting existing gender norms and limiting women's ability to invest in more profitable livelihood strategies (Quisumbing et al., 2015). The participation of men and women members in producer organizations are conditioned by economic, social and cultural factors, including their access to natural and other productive resources (Bacon, 2010; Kaaria, Osorio, Wagner, & Gallina, 2016). Studies concluded that young heads of households are more likely to acquire new knowledge and learn new techniques than the orders (Arayesh, 2011; Gyau, Mbugua, & Oduol, 2016; Kidane, Lemma, & Tesfay, 2018; Mojo, Fischer, & Degefa, 2017; Ouma & Abdulai, 2009; Weinberger, 2001).

The financial resources of farm operation include off-farm income, farm land size, and financial credit accessibility. Farmers who engage in farming as their primary occupation are more likely to produce more and hence will need to engage more in input and output markets (Kirui, 2013). Financial shortage is one of the main reasons for formation of cooperative societies (Gertler, 2006). This justifies that people have to join cooperatives to solve short of financial resources (Zeweld Nugusse, Van Huylenbroeck, & Buysse, 2013). Farm land size refers to the total land available to a farmer for an agricultural production. Feder, Just, and Zilberman (1985) show that given the uncertainty, and the fixed transaction and information costs associated with technologies, there may be a critical lower limit on farm size which prevents smaller farms from adoption decision. Farm land tenure is a descriptor differentiating self-owned land from a property which is rented from a third party. A farmer is more likely to manage self-owned land in a more favorable manner than rented land (Chirwa, 2005; Isgin, Bilgic, Forster, & Batte, 2008; Teklewold, Kassie, & Shiferaw, 2013), because of the effect of the land tenure status of the household on cooperatives participation to the fact that the benefits of long-term practices accrue over time.

Social capital is indicated in terms of three dimensions, i.e., the external, relational, and cognitive dimensions (Liang, Huang, Lu, & Wang, 2015). This represents a combination of variables, such as membership in farmers' groups or associations, the number of relatives in and outside the village that a household can rely on for critical support, and the number of traders that a farmer knows in and outside the village. Social capital literature treats social networks as a means to access information, secure a job, obtain credit, protection against unforeseen risks, information exchange market, reduce information asymmetries and enforce contracts. Social networks also reduce transaction costs and increase farmers' bargaining power, helping farmers earn higher returns when marketing their products. Gijssels and Bussels (2014) find that social capital and the legacy of communism are significantly correlated with the attractiveness of the co-operative sector for farmers. Social capital can be developed by agricultural cooperatives and the amount of social capital within the organization theoretically will enhance economic efficiency and enhance long-term success (Hong & Sporleder, 2007).

The extension is a source of information for many farmers, either directly, through contact with extension agents, or indirectly, through farmers who have prior exposure transmitting information to other farmers. With the added responsibility, the average farmer seeks ways to enhance his farming business through regular extension contact and access to farm-related information, credit, exchange of ideas and access to affordable inputs (Gyau, Mbugua, & Oduol, 2016). Access to information through training, information tools and exposure visit is also an important factor to motivate rural people to join cooperatives (Zeweld Nugusse, Van Huylenbroeck, & Buysse, 2013).

Cooperatives can serve to reduce transaction costs associated with producing, marketing and distributing products and can mitigate risks faced by small farmers like low farm prices (Zeweld Nugusse, Van Huylenbroeck, & Buysse, 2013). Perceived trust and attitudes towards collective action are also likely to be important. There is substantial experimental evidence showing that individuals are willing to

take actions towards shared goals of a group when they trust that other group members will also take such action (Fehr & Gächter, 2000). Similarly, within groups, the intensity of participation and commitment could vary given the different motivations, perceived benefits and trust in collective action (Meier zu Selhausen, 2016). The key variables used were centered on knowledge gained from group activities, perception of trust, benefits in terms of technology and economic gains from collective action (Gyau, Mbugua, & Oduol, 2016).

Access to market can influence the farmers' decision in cooperatives action in various ways. Access to market is directly associated with the transaction costs that occur when households participate in input and output marketing activities. Transaction costs are barriers to market participation by smallholder farmers and are factors responsible for significant market failures in developing countries (Dimara & Skuras, 2003; Pretty, Toulmin, & Williams, 2011). Farmers participate in agricultural cooperatives to overcome barriers such as poverty, market failure, missing services in the production process, decreased income, reduce transaction costs with traders and contribution to the development of the cooperative communities (Msimango & Oladele, 2013). Hovhannisyan and Gould (2012) identified that cooperative organizations are supportive in overcoming barriers that impede farmers' access to assets, information, services and input and output markets. Participation in cooperatives may need up-to-date information on the day to day activities of the cooperatives and operations. Therefore, the nearby farmers have better chance of getting reliable information related to seed production from the cooperative member than farmers far away (Kidane, Lemma, & Tesfay, 2018).

3. Methodology

Research model and measurements

The logit model is the most popular model used in choice behavioral studies, was based on the theory of Maximum Likelihood suggested by Ben-Akiva and Lerman (1985) (Agbonlahor, Enilolobo, Sodiaya, Akerele, & Oke, 2012; Esayas & Gecho, 2017; Gyau, Mbugua, & Oduol, 2016; Karlı, Bilgiç, & Çelik, 2006; Zheng, Wang, & Awokuse, 2012; Zeweld Nugusse, Van Huylenbroeck, & Buysse, 2013). The logit model is generally classified into two major categories, including logit model of binary and multinomial models. Multinomial logistic regression is used to predict the categorical placement in or the probability of category membership on a dependent variable based on multiple independent variables. The multinomial logistic regression is a simple extension of binary logistic regression that allows for more than two categories of the dependent or outcome variable. Like the binary logistic regression, the multinomial logistic regression uses maximum likelihood estimation to evaluate the probability of categorical membership.

Tabachnick, Fidell and Osterlind (2001) argued that multinomial logistic regression technique has number of major advantages: i) it is more robust to violations of assumptions of multivariate normality and equal variance-covariance matrices across groups; and ii) it is similar to linear regression, but more easily interpretable diagnostic statistics. Further, advantages of the analysis that raise its popularity come from the following assumptions: iii) most importantly, multinomial logistic regression does not assume a linear relationship between the dependent and independent variables; iv) independent variables need not to be interval v) MLR does not require that the independents be unbounded; and lastly vi) normally distributed error terms are not assumed.

In applying the multinomial logit model of agricultural cooperatives of rice farmers, they chose a member of cooperatives and collaborative groups comparable to none-member decision.

The probability of choosing cooperatives participation j is given by:

$$p_j = \exp(X'\beta_j)/D, \quad j = 1, 2, \dots, m-1. \quad (1)$$

And

$$p_m = 1/D$$

Where

$$D = 1 + j = \sum_{j=1}^{m-1} \exp(X' \beta_j),$$

(j = 1, 2, ..., m) is the different alternative, p_j is the probability of choosing cooperative participation j , X is a vector of characters, and β_j is the vector of coefficients pertaining to participates j .

Table 1: Definition of variables

Variable	Definition	Expected sign	Source of variables
Dependent variable			
Y	Dummy, cooperatives participation: 2 = cooperatives member; 1 = collaboration groups member; 0 = non-member.		
Independent variables			
Gender	Dummy, gender of household head: 1= male, 0= female	-/+	Agbonlahor, Enilolobo, Sodiaya, Akerele, & Oke, 2012; Gyau, Mbugua, & Oduol, 2016; Kaaria, Osorio, Wagner, & Gallina, 2016; Weinberger & Jütting, 2001.
Age	Continuous, age of household head (years)	-	Arayesh, 2011; Barrett, 2008; Fisher & Qaim, 2012; Gyau, Mbugua, & Oduol, 2016; Kaaria, Osorio, Wagner, & Gallina, 2016; Kidane, Lemma, & Tesfay, 2018; Kirui, 2013; Mojo, Fischer, & Degefa, 2017; Weinberger & Jütting, 2001.
Education level	Continuous, the number of formal education year of household head	+	Agbonlahor, Enilolobo, Sodiaya, Akerele, & Oke, 2012; Arayesh, 2011; Barrett, 2008; Gyau, Mbugua, & Oduol, 2016; Kaaria, Osorio, Wagner, & Gallina, 2016; Karlı, Bilgiç, & Çelik, 2006; Mojo, Fischer, & Degefa, 2017; Weinberger & Jütting, 2001; Zheng, Wang, & Awokuse, 2012; Zeweld Nugusse, Van Huylenbroeck, & Buysse, 2013.
Farm land size	Continuous, total farm land (1000m ²)	+	Arayesh, 2011; Barrett, 2008; Fisher & Qaim, 2012; Kaaria, Osorio, Wagner, & Gallina, 2016; Karlı, Bilgiç, & Çelik, 2006; Mojo, Fischer, & Degefa, 2017; Weinberger & Jütting, 2001; Zeweld Nugusse, Van Huylenbroeck, & Buysse, 2013.

Access to credit	Dummy, access to credit of household in cooperatives action: 1= yes, 0 = otherwise	+	Weinberger & Jütting, 2001; Zeweld Nugusse, Van Huylenbroeck, & Buysse, 2013.
Off-farm income	Dummy, Off-farm income of household: 1= yes, 0 = otherwise	+	Arayesh, 2011; Kirui, 2013.
Social capital	Continuous, the number of traders that farmer contacts	+	Arayesh, 2011; Gijssels & Bussels, 2014; Hong & Sporleder, 2007; Karlı, Bilgiç, & Çelik, 2006; Liang, Huang, Lu, & Wang, 2015; Mojo, Fischer, & Degefa, 2017; Weinberger & Jütting, 2001; Zeweld Nugusse, Van Huylenbroeck, Buysse, 2013.
Access to extension	Continuous, the number of agricultural knowledge sources that farmer accesses by extension (television-radio, agricultural paper-book, smartphone, extension officer, extension-education courses, others)	+	Arayesh, 2011; Zeweld Nugusse, Van Huylenbroeck, & Buysse, 2013.
Perceived trust	Dummy, perceived trust in cooperatives action: 1=yes, 0 = otherwise	+	Arayesh, 2011; Fehr & Gächter, 2000; Gyau, Mbugua, & Oduol, 2016; Österberg & Nilsson, 2009; Zheng, Wang, & Awokuse, 2012.
Land tenure	Land tenure status: 1=secure, 0 = otherwise	+	Agbonlahor, Enilolobo, Sodiaya, Akerele, & Oke, 2012; Mojo, Fischer, & Degefa, 2017; Zeweld Nugusse, Van Huylenbroeck, & Buysse, 2013.
Constraint to market	Continuous, access to markets (Distance to input/product market, km)	-	Arayesh, 2011; Pretty, Mojo, Fischer, & Degefa, 2017; Kidane, Lemma, & Tesfay, 2018; Pretty, Toulmin, & Williams, 2011; Zeweld Nugusse, Van Huylenbroeck, & Buysse, 2013; Zheng, Wang, & Awokuse, 2012.

Sample and data

According to Yamane (1967), the minimum sample size in the study should be:

$$n = \frac{Z^2 p(1-p)}{e^2} = \frac{(1.96)^2 0.5(1-0.5)}{0.05^2} = 384.16$$

Where:

Z: The significance of 95%, the value of the distribution table Z = 1.96.

P: The estimate of correct prediction of n for p = 0.5.

e: Sampling error allowed with + -0.05 (5%).

In addition, a sample size requirement for the multinomial logistic regression indicates a minimum of 10 cases per independent variable (Schwab, 2002).

The sample size in this study is 421 farmers in the Mekong Delta, which is selected by the non-probability method based on the quota and convenience sampling techniques. The Mekong Delta is the largest rice production area in Vietnam, is located in the Southwestern of Vietnam. The Delta covers 39.000 km² with about 600 km of coastline and is divided into 12 provinces (Long An, Tien Giang, Ben Tre, Tra Vinh, Vinh Long, Dong Thap, An Giang, Kien Giang, Hau Giang, Soc Trang, Bac Lieu and Ca Mau) and 1 central city, Can Tho. The sample areas include 7 communes among 7 provinces, including An Giang, Dong Thap, Long An, Kien Giang, Tien Giang, Can Tho, and Soc Trang which represents for three agro- ecological zones based on the depth and extent of flooding in the Delta, including: deep flood area (most of Long Xuyen Quadrangle, Plain of Reeds and An Giang, Dong Thap and Long An); average flood area (most of Hau Giang, Vinh Long, Tien Giang and Can Tho; part of the Trans-bassac depression and freshwater alluvial zone); shallow or no flood area (most of the coastal area and Kien Giang, Ha Tien, Soc Trang, Bac Lieu, Ben Tre and Tra Vinh) (Huynh, 2015). In each selected commune, the author interviewed 60 farmers based on supporting from extension officers and farmers' cooperative organizations.

4. Results

Demographic Data

The survey data showed that 152 cases (36.1%) were involved in cooperation and collaboration groups while 269 cases (63.9%) were not. In which cases of participation, 80 cases (19.0%) adopted agricultural cooperatives, 72 cases (17.1%) adopted collaboration groups. About 94.10% of the farm households, both participants and non-participants were male headed. Other characteristics of the respondents in the survey sample is presented in Table 2.

Table 2: Respondent's characteristics (all cases)

Variable	Min	Max	Mean	S. D
Gender	0	1	0.94	0.24
Age	20.00	63.00	40.26	11.43
Education level	1.00	16.00	8.69	4.08
Farm land size	5.00	11.00	4.21	2.301
Access to credit	0.00	1.00	0.57	0.50
Off-farm income	0.00	1.00	0.81	0.39
Social capital	1.00	7.00	3.29	0.93
Access to extension	2.00	5.00	2.67	1.01
Perceived trust	0.00	1.00	0.73	0.44
Land tenure	0.00	1.00	0.79	0.41
Constraint to market	1.00	13	4.32	1.96

ANOVA and Chi square test results in Table 3 indicate that farmers who have better favorable resources, including education level, farm land size, extension access, market access, social capital, financial capital, perceived trust, and land tenure status are more likely to participate cooperatives than farmers whose do not (Table 3).

Table 3: Farmers' characteristics, and mean statistics among cases

	Non-members	Cooperatives member	Collaboration groups member
Gender ^c	0.81	0.97	0.99
Age	41.01	40.40	39.54
Education level ^a	5.33	10.00	10.19
Farm land size ^a	2.07	4.08	4.44
Access to credit ^c	0.44	0.56	0.66
Off-farm income ^c	0.16	0.88	0.88
Social capital ^a	0.22	0.22	0.84
Access to extension ^a	0.54	0.87	2.90
Perceived trust ^c	0.45	0.74	0.77
Land tenure ^c	0.64	0.84	0.89
Constraint to market ^a	5.12	4.45	4.33

^{a, c} corresponds to the statistical significance level at 1% of ANOVA and Chi-square tests.

Hypothesis Testing

The results in Table 4 show the logistic coefficient for each predictor variable for each alternative category of the outcome variable; alternative category meaning, not the reference category. The logistic coefficient is the expected amount of change in the logit for each one-unit change in the predictor. The logit is what is being predicted; it is the odds of membership in the category of the outcome variable which has been specified (the first value: 0 was specified, rather than the alternative values 1 or 2). The closer a logistic coefficient is to zero, the less influence the predictor has in predicting the logit. The Table 4 also displays the standard error, t-statistic, and the p-value. The t test for each coefficient is used to determine if the coefficient is significantly different from zero. The Pseudo R² (McFadden R²) is treated as a measure of effect size, similar to how R² is treated in standard multiple regression. However, these types of metrics do not represent the amount of variance in the outcome variable accounted for by the predictor variables. Higher values indicate better fit, but they should be interpreted with caution. The Likelihood Ratio chi-square test is alternative test of goodness-of-fit. The chi-square results show that likelihood ratio statistics are highly significant ($p < .0001$) suggesting the model has a strong explanatory power for behavior to participate cooperatives forms. The distribution in Table 4 reveals that the value of pseudo R² was at 0.3511, suggesting that 35.11% of the variability is explained by this set of variables used in the model.

The finding also revealed that the probability of the model chi-square (267.15) was 0.005, less than the level of significance of 0.05 ($p < .05$). The results show that most of the important explanatory variables in the model are statistically significant at 5% or higher and the signs on most variables are as expected. An assessment of Table 4 revealed that there is a statistically significant relationship between Education level, Farm land size, Access to credit, Social capital, Access to extension, and Constraint to market and the dependent variable cooperatives participation among farmers.

Table 4: Parameter estimates and marginal effects of explanatory variables from the multinomial logit adoption model

Variables	Cooperatives member		Collaboration groups member	
	Estimated coefficients	Marginal effects	Estimated coefficients	Marginal effects
Gender	0.016 (1.169)	-0.016	13.80 (586.68)	0.18
Age	-0.007 (0.016)	-0.0004	-0.015 (0.014)	-0.0012
Education level	0.15*** (0.048)	0.012	0.008 (0.04)	0.0004
Farm land size	0.42*** (0.097)	0.031	0.31*** (0.086)	0.022
Access to credit	1.06* (0.530)	0.075	0.63* (0.38)	0.042
Off-farm income	0.86 (0.80)	0.052	0.50 (0.59)	0.031
Social capital	0.65*** (0.20)	0.045	0.70*** (0.18)	0.0005
Access to extension	0.64*** (0.18)	0.045	0.55*** (0.16)	0.035
Perceived trust	0.46 (0.49)	0.041	0.27 (0.44)	0.024
Land tenure	0.27 (0.61)	0.017	0.60 (0.52)	0.041
Constraint to market	-0.35** (0.113)	-0.026	-0.14 (0.093)	-0.008
Constant	-8.59 (1.93)	-	-20.55 (586.68)	-

Number of obs = 421; LR $\chi^2(22) = 267.15$; Prob > $\chi^2 = 0.0000$
Log likelihood = -246.91425; Pseudo $R^2 = 0.3511$

*, **, *** denote significance at the 10%, 5% and 1%, respectively; Standard errors in parentheses.

The marginal effects are presented in Table 4 by variable category. As can be observed from the Table, the most important determinants of cooperatives types participation among farmers include Education level, Fam land size, Access to credit, Social capital, Access to extension, and Constraint to market (i.e. a one unit increase in the education level of farmers will in turn increase the probability of participation by 1.2%; farmer who has an credit accessibility associated with agricultural cooperative 7.5% more likely, 4.2% the collaboration groups than farmers who has not an credit accessibility).

Discussion

Increased encouragement of farmers to participate in the market through cooperatives puts a premium on understanding farmer's commitment to cooperatives. The findings align with other research results (Agbonlahor, Enilolobo, Sodiaya, Akerele, & Oke, 2012; Arayesh, 2011; Fisher & Qaim, 2012; Gijssels & Bussels, 2014; Gyau, Mbugua, & Oduol, 2016; Kaaria, Osorio, Wagner, & Gallina, 2016; Karlı, Bilgiç, & Çelik, 2006; Mojo, Fischer, & Degefa, 2017; Zeweld Nugusse, Van Huylenbroeck, & Buysse, 2013; Zheng, Wang, & Awokuse, 2012). Farmers participate in cooperatives because they view it as an institution that can help them to reduce production and marketing risks and ultimately enhance their chances of expanding their business operations and income level. The membership probability increases with increases in Education level, Fam land size, Access to credit, Social capital, Access to extension, and Access to market.

Among the farmer's human capital variables, the effect of the number of schooling years indicates that households head with higher education level are more likely to participate agricultural cooperatives compared to households with few schooling years. The increased probabilities of the decision to enter agricultural cooperatives with higher educational attainment is presumably due in large part to foreseeing the diversification and make the use of available opportunities provided by the cooperatives. In Vietnam, approximately 42 million farmers engage in the agricultural sector, the proportion of skilled workers is very small. In 2016, 84.55 percent of the labor force are under-trained, causing low labor productivity and posing constraints to the application of technology in agricultural production.

Among farmer's financial variables, the farm land size of household increases the likelihood of participation in agricultural cooperatives and collaboration groups. On the other hand, the availability of credit accessibility has a positive effect on participation in agricultural cooperatives and collaboration groups. A small-scale production base accounts for more than 9 million households. Vietnam is in the group of 7 ranked countries in terms of agricultural land size per capita (147th of 204 countries ranked in 2015), only 0.11 ha/person or on average only 0.46 ha/household. These small pieces of land are often scattering and non-adjacent, which cause difficulties when applying technology in agriculture that requires large areas.

Among social capital of farmer, as the number of traders increases in an individual's household, farmer is more likely to join agricultural cooperatives and collaboration groups. The scale of land for agricultural production is very small and fragmented. Economic and social organizations in rural areas such as farmers' associations, women's unions, and the Vietnamese Fatherland Front are supporting and playing an increasingly important role in the implementation of economic and social objectives in general and promoting agricultural cooperatives in particular.

Among extension access, the effect of the number of agricultural knowledge source indicates that households with higher agricultural knowledge are more likely to participate agricultural cooperatives and collaboration groups compared to households with few sources. The agricultural extension system in Vietnam is well organized with 91.36 percent of communes having representative extension staff and 97.32 percent having representative veterinary staff. Farmers can easily access new knowledge, skills and technologies from official sources and thus reduce risks and increase the level of application of new technologies. However, extension services are facing many difficulties because of lack of funding for R&D, poor human resources, top-down approach, and limited participation of the private sector.

Among market access, the distance to input/output market of farmer increases, farmer is less likely to join agricultural cooperatives and collaboration groups. The market system, traffic and irrigation system in rural areas of Vietnam is well organized, with 79.04 percent of communes having access to the markets, 193.035 km of irrigation canals, and concretized roads. The infrastructure is constantly being improved under the new rural program, with a system of agro-enterprises and agro-processing enterprises that facilitate farmers' access to markets, reduce transaction costs, access to information on output and

input markets, thereby promoting the application of new technologies in production. However, infrastructure in rural areas is still poor and under-treated due to slow local infrastructure projects, scattered infrastructure and low efficiency.

The study has certain limitations. *Firstly*, the study has considered only farmer's participation as the dependent variable in the research model. Other alternative variables such as farmer commitment and intensity in cooperatives, and performance of agricultural cooperatives have not been considered in this study. *Secondly*, the data sets have only collected in the Mekong delta area, therefore the model might not fit for the other areas or whole country. In further studies, it should be having a study for other areas and different types of agricultural cooperatives models.

5. Conclusion

Farmers play a significant role in the supply chain of the agricultural sector and their adoption behavior of cooperatives will determine the sustainability of agricultural development on the economic, environment, and social pillar. Based on the survey data of 421 rice farmers in the Mekong Delta, the study analyzed the factors determine the probability of adoption of cooperatives models among rice farmers in Vietnam, using the multinomial logit model. The estimation results indicated a statistically significant relationship between Education level, farm land size, Access to credit, Social capital, Access to extension, and Constraint to market and the dependent variable cooperatives participation among farmers. In order to improve their performance and serve their members better these cooperatives need to overcome a set of challenges including limited market access, excessive regulations, underdeveloped infrastructure, and climate change, in addition to internal challenges related to governance and management, policies should focus on: i) Improving the quality of human capital in order to improve the quality of growth, productivity, and income for producers; ii) Revising policies on the management and use of agricultural land; iii) Investments for improving the quality of social capital as a new dynamic factor for the growth; iv) Improving the quality of extension system based on strengthening agricultural extension socialization according to a demand-based extension service, human resources training and building up regional agriculture extension network, and v) Strengthen the input and product markets on the basis of development in the supply chain of the agricultural production system.

REFERENCES

- [1] Abate, G. T., Francesconi, G. N., & Getnet, K. (2014), 'Impact of agricultural cooperatives on smallholders' technical efficiency: empirical evidence from Ethiopia', *Annals of Public and Cooperative Economics*, 85(2), 257-286.
- [2] Abebaw, D., & Haile, M. G. (2013), 'The impact of cooperatives on agricultural technology adoption: Empirical evidence from Ethiopia', *Food policy*, 38, 82-91.
- [3] Agbonlahor, M.U., O.S. Enilolobo, C.I. Sodiaya, D. Akerele & J.T. Oke, (2012), Accelerating rural growth through collective action: groups' activities and determinants of participation in southwestern Nigeria', *Journal of Rural Social Sciences*, 27, 114-13.
- [4] Ahmed, M. H., & Mesfin, H. M. (2017), 'The impact of agricultural cooperatives membership on the wellbeing of smallholder farmers: empirical evidence from eastern Ethiopia', *Agricultural and Food Economics*, 5(1), 6-19.
- [5] Arayesh, B. (2011), 'Identifying the factors affecting the participation of agricultural cooperatives' members', *American Journal of Agricultural and Biological Sciences*, 6(4), 560-566.
- [6] Esayas, B., & Gecho, Y. (2017), 'Determinants of Women's Participation in Agricultural Cooperatives Activities: The Case of Sodo Zuria Woreda, Wolaita Zone, Southern Ethiopia', *Journal of Culture, Society and Development*, 27, 27-35.
- [7] Bacon, C. M. (2010), 'A spot of coffee in crisis: Nicaraguan smallholder cooperatives, fair trade networks, and gendered empowerment', *Latin American Perspectives*, 37(2), 50-71.

- [8] Ben-Akiva, M. E., & Lerman, S. R. (1985), *Discrete choice analysis: theory and application to travel demand* (Vol. 9), MIT press.
- [9] Chirwa, E. W. (2005), 'Adoption of fertiliser and hybrid seeds by smallholder maize farmers in Southern Malawi', *Development Southern Africa*, 22(1), 1-12.
- [10] Coltrain, D., Barton, D. G., & Boland, M. (2000), *Differences between new generation cooperatives and traditional cooperatives*, Department of Agricultural Economics, Kansas State University.
- [11] Cox, A., & Le, V. (2014), 'Governmental influences on the evolution of agricultural cooperatives in Vietnam: an institutional perspective with case studies', *Asia Pacific Business Review*, 20(3), 401-418.
- [12] De Moura Costa, D. R., Chaddad, F., & Furquim de Azevedo, P. (2013), 'The determinants of ownership structure: evidence from Brazilian agricultural cooperatives', *Agribusiness*, 29(1), 62-79.
- [13] Dimara, E., & Skuras, D. (2003), 'Adoption of agricultural innovations as a two-stage partial observability process', *Agricultural Economics*, 28(3), 187-196.
- [14] Fahlbeck, E. (2007), 'The horizon problem in agricultural cooperatives—only in theory?'. In *Vertical markets and cooperative hierarchies* (255-274), Springer, Dordrecht.
- [15] Feder, G., Just, R. E., & Zilberman, D. (1985), 'Adoption of agricultural innovations in developing countries: A survey', *Economic development and cultural change*, 33(2), 255-298.
- [16] Fischer, E., & Qaim, M. (2014), 'Smallholder farmers and collective action: What determines the intensity of participation?'. *Journal of Agricultural Economics*, 65(3), 683-702.
- [17] Fischer, E., & Qaim, M. (2012), Linking smallholders to markets: determinants and impacts of farmer collective action in Kenya, *World Development*, 40(6), 1255-1268.
- [18] General Statistics Office of Vietnam (GSO) (2018), *Statistical YearBook 2018*, Ha Noi: The Statistics Publishing.
- [19] Gertler, M. (2006), 'Cooperative Membership as a Complex and Dynamic Social Process', *Co-Operative Membership and Globalization*, 113, 18-33.
- [20] Gijssels, C., & Bussels, M. (2014), 'Farmers' cooperatives IN Europe: Social and historical determinants of cooperative membership in agriculture', *Annals of public and cooperative economics*, 85(4), 509-530.
- [21] Gyau, A., Mbugua, M., & Oduol, J. (2016), 'Determinants of participation and intensity of participation in collective action: evidence from smallholder avocado farmers in Kenya', *Journal on Chain and Network Science*, 16(2), 147-156.
- [22] Helmberger, P., & Hoos, S. (1962), 'Cooperative enterprise and organization theory', *Journal of Farm Economics*, 44(2), 275-290.
- [23] Hong, G., & Sporleder, T. L. (2007), 'Social capital in agricultural cooperatives: Application and measurement', The Ohio State University, Columbus, Ohio. Available at: http://usaskstudies.coop/socialeconomy/files/congress07/hong_sporleder.pdf [last retrieved on 23 February 2019].
- [24] Hovhannisyan, V., & Gould, B. W. (2012), 'A Structural Model of the Analysis of Retail Market Power: The Case of Fluid Milk', *American Journal of Agricultural Economics*, 94(1), 67-79.
- [25] Huynh, T. P. Linh (2015), *The Everyday Dialogue of Local Irrigation Management in the Mekong Delta (Ph.D dissertation)*, Gedruckt Mit Der Genehmigung Der Philosophischen Fakultät Der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn.
- [26] ICA (2005), *International Cooperative Alliance* [Online]. <http://www.ica.coop> (Accessed 25/07/2019).

- [27] Isgin, T., Bilgic, A., Forster, D. L., & Batte, M. T. (2008), 'Using count data models to determine the factors affecting farmers' quantity decisions of precision farming technology adoption', *Computers and electronics in agriculture*, 62(2), 231-242.
- [28] Kaaria, S., Osorio, M., Wagner, S., & Gallina, A. (2016), 'Rural women's participation in producer organizations: An analysis of the barriers that women face and strategies to foster equitable and effective participation', *Journal of Gender, Agriculture and Food Security (Agri-Gender)*, 1(2), 148-167.
- [29] Karlı, B., Bilgiç, A., & Çelik, Y. (2006), 'Factors affecting farmers' decision to enter agricultural cooperatives using random utility model in the South Eastern Anatolian region of Turkey', *Journal of Agriculture and Rural Development in the Tropics and Subtropics*, 107(2), 115-127.
- [30] Kidane, H., Lemma, T., & Tesfay, G. (2018), 'Determinants of smallholder farmers participation in seed producing cooperatives in Southern Zone of Tigray, Ethiopia', *Journal of Agricultural Extension and Rural Development*, 10(4), 75-83.
- [31] Kirui, O.K., (2013), 'Drivers of collective action and the welfare gains of such initiatives among smallholder farmers: experiences from Kenya', *Paper prepared for the 4th Conference of AAAE. September 22-25, 2013. Hammamet, Tunisia.*
- [32] Lee, D. R. (2005), 'Agricultural sustainability and technology adoption: Issues and policies for developing countries', *American Journal of Agricultural Economics*, 87(5), 1325-1334.
- [33] Liang, Q., Huang, Z., Lu, H., & Wang, X. (2015), 'Social capital, member participation, and cooperative performance: Evidence from China's Zhejiang', *International Food and Agribusiness Management Review*, 18(2), 49-77.
- [34] Lind, L. W., & Åkesson, E. (2005), 'Pig Producers' Choice of Slaughterhouse: co-operative or investor-owned?', *International Journal of co-operative management*, 40-46.
- [35] Luu Tien Dung, Pham Van Trinh, & Van Nu Thuy Linh. (2016), 'Factors Affecting the Efficiency of Economic Linkage between Enterprises and Farmers in Southern region, Vietnam', *IFEAMA SPSCP*, 5, 122-135.
- [36] Ma, W., & Abdulai, A. (2016), 'Does cooperative membership improve household welfare? Evidence from apple farmers in China', *Food Policy*, 58, 94-102.
- [37] Meier zu Selhausen, F. (2016), 'What determines women's participation in collective action? evidence from a western Ugandan coffee cooperative', *Feminist Economics*, 22(1), 130-157.
- [38] Mensah, E. R., Karantininis, K., Adégbidi, A., & Okello, J. J. (2012), '*Determinants of commitment to agricultural cooperatives: cashew nuts farmers in Benin*', Selected Paper prepared for presentation at the International Association of Agricultural Economists (IAAE) Triennial Conference, Foz do Iguaçu, Brazil, 18-24 August, 2012.
- [39] Mojo, D., Fischer, C., & Degefa, T. (2017), 'The determinants and economic impacts of membership in coffee farmer cooperatives: recent evidence from rural Ethiopia', *Journal of Rural Studies*, 50, 84-94.
- [40] Msimango, B., & Oladele, O. I. (2013), 'Factors influencing farmers' participation in agricultural cooperatives in Ngaka Modiri Molema District', *Journal of Human Ecology*, 44(2), 113-119.
- [41] Ortmann, G. F., & King, R. P. (2007), 'Agricultural cooperatives I: History, theory and problems', *Agrekon*, 46(1), 18-46.
- [42] Österberg, P., & Nilsson, J. (2009), 'Members' perception of their participation in the governance of cooperatives: the key to trust and commitment in agricultural cooperatives', *Agribusiness: An International Journal*, 25(2), 181-197.
- [43] Pretty, J., Toulmin, C., & Williams, S. (2011), 'Sustainable intensification in African agriculture', *International journal of agricultural sustainability*, 9(1), 5-24.

- [44] Quisumbing, A. R., Rubin, D., Manfre, C., Waithanji, E., Van den Bold, M., Olney, Johnson, N., & Meinzen-Dick, R. (2015), 'Gender, assets, and market-oriented agriculture: learning from high-value crop and livestock projects in Africa and Asia', *Agriculture and human values*, 32(4), 705-725.
- [45] Rogers, EM (2003), *Diffusion of innovations (5th Ed.)*, New York: Free Press.
- [46] Schwab, J. A. (2002), *Multinomial logistic regression: Basic relationships and complete problems*, Austin, Texas: University of Texas.
- [47] Sultan, T., & Wolz, A. (2012), 'Agricultural Cooperative Development in China and Vietnam since Decollectivization: A Multi-Stakeholder Approach', *Journal of rural cooperation*, 40(2), 239-257.
- [48] Tabachnick, B.G., Fidell, L.S., & Osterlind, S.J. (2001), *Using multivariate statistics*, Allyn and Bacon Boston.
- [49] Teklewold, H., Kassie, M., & Shiferaw, B. (2013), 'Adoption of multiple sustainable agricultural practices in rural Ethiopia', *Journal of agricultural economics*, 64(3), 597-623.
- [50] Tran, M. H. (2014), *Development Strategy of the Agricultural Cooperatives in the Mekong Delta, Vietnam (Doctoral dissertation)*, Kagoshima University, Japan.
- [51] Verhofstadt, E., & Maertens, M. (2014), Can agricultural cooperatives reduce poverty? Heterogeneous impact of cooperative membership on farmers' welfare in Rwanda, *Applied Economic Perspectives and Policy*, 37(1), 86-106.
- [52] Weinberger, K., & Jütting, J. P. (2001), 'Women's participation in local organizations: conditions and constraints' *World Development*, 29(8), 1391-1404.
- [53] Wolz, A., & Duong, P. B. (2010), 'The transformation of agricultural producer cooperatives: The case of Vietnam', *Journal of Rural Cooperation*, 38(886-2016-64637), 117-133.
- [54] Wollni, M., Lee, D. R., & Thies, J. E. (2010), 'Conservation agriculture, organic marketing, and collective action in the Honduran hillsides', *Agricultural economics*, 41(34), 373-384.
- [55] Wollni, M., & Zeller, M. (2007), 'Do farmers benefit from participating in specialty markets and cooperatives? The case of coffee marketing in Costa Rica', *Agricultural Economics*, 37(23), 243-248.
- [56] Yamane, T (1967), *Statistics, An Introductory Analysis*, 2nd Ed, New York: Harper and Row.
- [57] Zbinden, S., & Lee, D. R. (2005), 'Paying for environmental services: an analysis of participation in Costa Rica's PSA program,' *World development*, 33(2), 255-272.
- [58] Zeweld Nugusse, W., Van Huylenbroeck, G., & Buysse, J. (2013), 'Determinants of rural people to join cooperatives in Northern Ethiopia', *International Journal of Social Economics*, 40(12), 1094-1107.
- [59] Zheng, S., Wang, Z., & Awokuse, T. O. (2012), 'Determinants of producers' participation in agricultural cooperatives: evidence from Northern China', *Applied Economic Perspectives and Policy*, 34(1), 167-186.

**FACTORS AFFECTING FOREIGN DIRECT INVESTMENT
IN NGHE AN PROVINCE, VIETNAM**

**CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP
NƯỚC NGOÀI VÀO TỈNH NGHỆ AN, VIỆT NAM**

Cuong T. Dang, Hang T. Trinh, Yen T. Nguyen

National Economics University

yennnt@vinhuni.edu.vn

ABSTRACT

This paper examines the determinants of Foreign Direct Investment (FDI) in Nghe An province, Vietnam through a regression model. By using a dataset of 225 observations in 10 years starting from 2008, it was found that three factors play a pivotal role in promoting FDI capital in Nghe An province, namely economic growth, infrastructure and labor productivity. All three variables have a positive relationship with the FDI capital flow. Especially, labor productivity plays a most important role to promote FDI in Nghe An province. On the other hand, the research result shows that there is no influence of inflation, tax and the world economic crisis in 2008 on the attraction of FDI capital in Nghe An province. The paper makes recommendations to the authorities to enhance the ability to attract FDI capital inflow in the developing localities like Nghe An province, Vietnam.

Keywords: *Foreign direct investment, determinants, regression model, Nghe An province, Vietnam.*

TÓM TẮT

Nghiên cứu này kiểm định các yếu tố quyết định đến dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) tại tỉnh Nghệ An, Việt Nam thông qua mô hình hồi quy. Bằng cách sử dụng bộ dữ liệu gồm 225 quan sát trong 10 năm bắt đầu từ năm 2008, bài nghiên cứu cho thấy có ba yếu tố đóng vai trò then chốt trong việc thúc đẩy vốn FDI ở tỉnh Nghệ An, đó là tăng trưởng kinh tế, cơ sở hạ tầng và năng suất lao động. Tất cả ba biến có mối quan hệ tích cực với dòng vốn FDI. Đặc biệt, năng suất lao động đóng vai trò quan trọng nhất để thúc đẩy FDI ở tỉnh Nghệ An. Mặt khác, kết quả nghiên cứu cho thấy không có ảnh hưởng của lạm phát, thuế và cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới năm 2008 đối với việc thu hút vốn FDI ở Nghệ An. Kết quả của bài nghiên cứu này đã đưa ra khuyến nghị cho các cơ quan chức năng nhằm tăng cường khả năng thu hút dòng vốn FDI tại những địa phương đang phát triển như tỉnh Nghệ An, Việt Nam.

Từ khóa: *Đầu tư trực tiếp nước ngoài, các yếu tố quyết định, mô hình hồi quy, tỉnh Nghệ An, Việt Nam.*

1. Introduction

IMF conceived that Foreign Direct Investment (FDI) was the investment capital made to gain long-term benefits in an enterprise operating in an economy different from the economy of investors. The aim was for effective voice in the management of that business.

FDI has a bi-directional impact on the economy of a country in general and in each locality in particular. In developing countries like Vietnam, due to the limited level of technological-socio-economic development, most of the technology in the country is old-fashioned, which causes low labor productivity. FDI capital is considered as an important source to promote technology development. FDI capital has been creating new businesses or increasing the scale of existing units, thereby creating jobs for many workers, especially in Vietnam where has always an abundant labor force. Foreign-invested enterprises also have created competitive motivation for domestic enterprises to adapt in the context of globalization, which improves the capacity of domestic companies. However, FDI capital has also brought many dark sides. Foreign investors take advantage of the weaknesses in testing and technology management of the host country to import outdated technologies at expensive prices. Moreover, many foreign projects are one of the culprits causing serious environmental pollution due to outdated technology, no investment in wastewater treatment technology to save cost, etc. However, at the conference to summarize 30 years to attract foreign investment in January 10/2018, the Government asserted that FDI plays an extremely important role to promote reforming and restructuring the economy, renewing the growth model, improving labor productivity, efficiency and competitiveness of Vietnam's economy (Phuong, 2018).

Nghe An is at the centre of the North Central region but is still a poor province with slow economic development. The attraction of external capital, especially FDI capital is extremely important because FDI is the most important capital supplement channel, meeting the needs of development investment and economic growth, contributing to the formation and development of the system of industrial and processing zones. According to the Department of Planning and Investment of Nghe An province, from the beginning of the year 2019 until now, there have been 85 new investment projects with a total registered capital of 9 985 billion dong which leads in terms of total investment capital in the province. However, the annual FDI capital flows into regions in Nghe An province are uneven. Therefore, the study of the factors affecting FDI scale in Nghe An province is extremely necessary while the previous research overview shows that there is no quantitative study this problem. On the other hand, the global financial crisis of 2008 is considered as the Great Depression causing many problems in all aspects. The crisis stems from a drop in house prices primarily in the United States and many European countries, leading to a subprime lending crisis. The financial crisis expanded into a global economic recession and affected foreign investment flows. Therefore, the author would like to examine the impact of this crisis on the FDI inflow in Nghe An province, Vietnam. The research paper has examined determinants of FDI capital inflow in Nghe An, which is the base for the authorities in enacting the policy and giving solution to enhancing the scale of this capital in Nghe An province.

Apart from the Introduction, the paper consists of four parts. The second part examines studies related to FDI and factors affecting FDI. The third part proposes methodology to build a model. The fourth part presents the research results. The final section proposes discussion and recommendations to improve FDI inflows to Nghe An in particular and Vietnam in general.

2. Literature review

Many studies have examined the impact of factors on FDI. Mottaleb (2008) when studying the determinants affecting FDI capital of 60 developing countries, the author used 11 independent variables, including: GDP (Gross Domestic Product), GDPGR (growth rate), INV (value added by industry), INTER (the number of Internet users), TELE (number of telephone lines), TRC (time required to execute contracts), TRD (time necessary to start a business), CPI (Corruption Perceptions Index), BC (cost for business start-up procedures), TR (commerciality). After running the model with the dependent variable is the logarithm of FDI, the author concluded that the greater GDP and higher GDP growth rates as well as a friendly business environment with modern infrastructures, the more the FDI capital attracted. Besides, the authors also tested the significant impact of FDI on the economic growth of a country.

Demirhan and Masca (2008) used the data of 38 countries from 2000 to 2004 to study the factors influencing FDI of developing countries. The model's dependent variable is FDI. The independent variable is the growth rate of per capita GDP, inflation rate, telephone lines per 1,000 people, labor costs per worker in the manufacturing industry, the level of openness of the economy and tax rates. According to the econometric results, the average growth rate per capita, the telephone line system and the level of openness affect positively while the inflation rate and tax rate have a significant negative impact on FDI. Labor costs have a positive impact, however, this impact is negligible (Demirhan & Masca, 2008).

Gamboa (2012) examines the impact of foreign direct investment in Mexico during 10 year, starting from 1994. An empirical model is indicated based on the recent FDI literature. This model is estimated by using statistical data and spatial econometric techniques. The model result shows that a high education level and lower debt ratio exert positive effects to attract FDI. The study also shows the relationship between FDI of the domestic country of its neighbouring countries (Gamboa, 2012).

Hoang and Bui (2015) study the factors of FDI inflow into ASEAN countries from 1991 to 2009. The results show that market size, trade openness, infrastructure, quality capital, labor productivity are the main factors having a positive impact on FDI flow. Besides, the exchange rate, real interest rate, political

risks and corruption status also negatively affect FDI inflows. One of the highlights of the paper is that cheap labor has not to influence FDI because foreign investors are particularly interested in labor productivity. This study also shows that the 1997 Asian financial crisis did not affect the FDI inflows in the region (Hoang & Bui, 2015).

There are also many studies examining the factors affecting FDI in Vietnam. Using the OLS method to analyze the determinants of Vietnam's FDI flow from 1988 to 1998, Pham (2002) concluded that FDI depends on the scale of market, education and infrastructure. Studying a 12-year period, starting from 1988, Meyer and Nguyen (2005) concluded that FDI inflow in Vietnam is significantly affected by the main factors, including market size, labor quality and infrastructure. One common result of the above studies is that localities do not affect each other in the process of attracting FDI (Meyer, 2005) (Pham, 2002).

Hoang and Goujon (2014) used an econometric model to find the determinants of FDI in Vietnam after the Asian crisis of 1997. The article showed that FDI is attracted by market size and infrastructure. Also, industrial development policies and labor productivity play an important role in increasing FDI inflows. This paper is the first research to examine the characteristics of neighbouring provinces (Hoang, 2014). The result is consistent with the result of (Nguyen, 2016) using a database of Vietnam from 2008 to 2012

In general, the previous articles about FDI in Vietnam focus on four independent variable groups: economic growth, infrastructure, labor force and issues related to the superstructure. However, no research has evaluated the impact of the 2008 economic crisis on FDI and factors affecting FDI in Nghe An province, Vietnam. Based on this research loophole, the authors build a model in the scope of studying Nghe An province, Vietnam from 2008 to 2018.

3. Methodology and Data

3.1. Sample and observations

The quantitative research method is used to test factors impacting on the FDI capital. Based on literature review, the paper proposes a research model with six independent variables, namely the economic growth, tax, the labour productivity, the corporate income tax, the infrastructure, the global financial crisis 2008. We obtain our data from two sources, namely Nghe An Statistical Office and Fiingroup. Data about economic growth, labour productivity and infrastructure are collected from Nghe An Statistical Office from 2008 to 2018 of 21 districts and towns. Data on inflation and corporate income tax are provided by Fiingroup which is the leading company in financial information and business in Vietnam. After the collection process, we select 225 observations, which ensures a good sample needed for the regression model. After collecting data, Eviews 10 is used to run the regression model and examine the model's diagnostics.

3.2. Empirical model

The FDI model has the following form:

$$FDI_{it} = \beta_0 + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 TAX_{it} + \beta_3 LABOR_{it} + \beta_4 INF_{it} + \beta_5 INFRA_{it} + \beta_6 CRISIS + \varepsilon_{it}$$

Where: FDI is the dependent variable that indicates FDI capital of the local i at time t

GDP_{it} is the gross domestic product of the local i at time t .

TAX_{it} is the corporate income tax at time t .

INF_{it} is the inflation rate at time t .

$LABOR_{it}$ is the labor productivity of the local i at time t .

$INFRA_{it}$ is the infrastructure of the local i at time t .

CRISIS is the global financial crisis 2008.

ε_{it} is a random error term.

3.2.1. *The dependent variable*

When studying the factors affecting FDI and its impact on the economic growth of developing countries, Mottaleb (2008), Hoang and Bui (2015), Nguyen (2016) used $\ln(\text{FDI})$ as the dependent variable for evaluation (Mottaleb, 2008). According to the previous research of Hoang and Gujon (2014), the authors use logarithm $(1 + \text{FDI})$ to preserve the spatial impact of localities even if there is no local FDI at a specific time or in the entire research period.

3.2.2. *The independent variables*

* ***Economic growth (GDP)***

The greater market size will promise to bring more profit. Indeed, this has been demonstrated by many studies in Vietnam, such as Hoang and Goujon (2014), Meyer and Nguyen (2005), Pham (2002); or in the world, such as Mottaleb (2008); Demirhan and Masca (2008). In the framework of this research, the authors utilize GDP data of each locality to estimate market size and expect that this factor has a positive impact on FDI.

* ***Corporate income tax (TAX)***

According to Demirhan and Masca (2008), tax is considered as a factor making a huge contribution to decreasing FDI inflow. Because it is a cost burden of all enterprises, including FDI enterprises. A country that offers many taxes with high-interest rates on businesses will increase the cost of the business. Therefore, the authors expect that this factor is a barrier to reducing the attractiveness of FDI.

* ***Labor productivity (LABOR)***

Labour productivity is often thought of as a factor promoting FDI attraction. The higher labor productivity, the more attractive the locality. A highly productive locality will help foreign companies reduce costs and increase their profits. Previous studies by Hoang and Bui (2015), Meyer and Nguyen (2005) show that labor productivity affects positively. Therefore, the authors expect the relationship between labor productivity and FDI in Nghe An is positive.

According to the International Labor Organization (2016), labor productivity is calculated by the weight of output on the input, in which output is calculated by GDP (gross domestic product) or GVA (Total Gross Value Added). The input is usually calculated by labor hours, labor force or the number of employees. According to ILO's guidance on measuring productivity, labor productivity based on value-added and the number of workers is the most common parameter for calculating labor productivity (ILO, 2016). Therefore, the authors choose this method to determine the labor productivity of localities in Nghe An province.

* ***Transport infrastructure system (INFRA)***

Infrastructure exerts many essential merits to attract FDI. A locality with good infrastructure supports foreign businesses easily conduct their economic activities, which increases productivity, reduce transportation cost and as a result, increase profit. Therefore, infrastructure factor has a positive impact on FDI attraction. This is demonstrated by the papers of Hoang and Bui (2015), Mottaleb (2008), etc.

Infrastructure element is often expressed through roads, ports, electricity system or information technology system. Because of that diversity, the previous researchers had many options for using this variable. Meyer and Nguyen (2005) used cargo volume and the number of passengers transported, Hoang and Goujon (2013) took a different approach by using the number of mobile phones per 1,000 people. The authors use a dummy variable with 1 representative for localities with airports and 0 otherwise.

* ***Inflation (INF)***

Demirhan and Masca (2008) argued that inflation has detrimental effects on FDI. Inflation represents changes in the general price level, therefore, it is considered as a parameter expressing macroeconomic stability. The higher the rate, the less favourable economic investment environment. Because foreign investors need more time, money and effort to adapt to an increase in price. The markets with unstable and unpredictable inflation rates breed uncertainty in setting the price and profit of FDI companies. As a result, it reduces the real return on investment. Therefore, the author expects the market with a low inflation rate stimulates FDI inflows and vice versa.

*** *The economic crisis in 2008***

The global financial crisis in 2008 had some adverse drawbacks in developing countries, including Vietnam. One of the consequences is the reduction of FDI capital due to two reasons. First, the mobilization of capital in the world faced many difficulties because of the higher cost of capital. Consequently, investors limited increase in new investments. Secondly, the disbursement of FDI may also decrease, when investment companies would be more cautious in financial planning and investment. Also, most of the investment projects in general, FDI projects in particular, the debt usually accounts for a large proportion of the total investment. As a result, that financial institutions were in trouble influences many loan contracts would not be signed or could not be disbursed (Vo, 2008). Therefore, the author expects that the 2008 economic crisis has detrimental impacts FDI inflows into the locality.

4. Test result

4.1. Descriptive statistics

The data set is used to run the model including 225 observations of 21 localities from 2008 to 2018 and has been reclassified to match the model of regression. Descriptive statistical result of the variables is shown in the following table:

Table 1: Descriptive statistics

Variable	Obs	Mean	SD	Min	Max
FDI	225	0.154864	0.441890	0.000000	3.000434
GDP	225	107.3850	6.830696	59.13000	142.4800
INF	225	0.077722	0.065207	0.006300	0.229664
INFRA	225	0.048889	0.216117	0.000000	1.000000
LABOR	225	0.001007	0.000553	0.000180	0.002231
TAX	225	0.230400	0.022045	0.200000	0.250000

Source: Eview 10

The table above shows the average, the median, the largest unit, the smallest unit of each independent variable.

4.2. Main estimations

4.2.1. The result of regression model

Using Eview 10 with ordinary least squares method (OLS), our results are as follows:

Table 2: The result of the regression model

Dependent variable: FDI	
C	(0.675944)
GDP	0.009055**
INF	0.272365
INFRA	0.531236***
LABOR	223.4619***
TAX	0.222510
CRISIS	(0.175777)
Prob (F-statistic)	0.000000
R-squared	0.196485
Observations	225

Note: *, ** and *** denote significance level at 1%, 5% and 10%, respectively.

We see Prob (F-statistic) = 0.00000 < 0.05, so the model is statistically significant. R-squared = 0.196485, the model explains 19.65% of the change of the dependent variable. The variables GDP, LABOR, INFRA have Prob < 0.05, so these variables are statistically significant. However, the remaining variables, namely C, TAX, INF, CRISIS have Prob > 0.05. Therefore, they are not statistically significant. The author suspects that these variables do not affect the dependent variable. The authors use the Wald Test to test the relevance of the regression coefficient with the result table shown in Appendix Table 2.

In the Appendix Table 2, we see that Prob (F-statistic) = 0.3568 > 0.05. Therefore, the authors eliminate the variables, namely C, TAX, INF, CRISIS which are not statistically significant. We have a new model as follows:

Table 3: The result of the new regression model

Dependent variable: FDI	
GDP	0.003203***
INFRA	0.544329***
LABOR	211.6221***
Prob (F-statistic)	0.000000
R-squared	0.180517
Observations	225

Note: *, ** and *** denote significance level at 1%, 5% and 10%, respectively.

The regression results show that R-squared is equal to 0.180517, which indicates that the model explained 18.0517% of the variation of the dependent variable. Prob of economic growth (GDP), labor productivity (LABOR) and infrastructure (INFRA) is less than 0.05. Therefore, these variables are statistically significant at the 5% significance level. In other words, GDP, LABOR and INFRA affect FDI. Specifically, all three variables have a positive impact on the growth of FDI, but the degree of impact varies. The impact level of economic growth is small, particularly when the growth rate increases by 1%, FDI increases by 0.003203%. Infrastructure has a great positive impact on FDI of localities in Nghe An. In particular, the impact of labor productivity is very large, when labor productivity rises by 1%, FDI raises by 211.6221%.

4.2.2. Test for diagnostics

* Test for Multicollinearity

We use the Variance Inflation Factor to examine multicollinearity error, the result is shown in Appendix Table 3. We see that the VIFs of the three variables are less than 10. Therefore, multicollinearity is not a serious problem of the model.

* Test for Heteroskedasticity

Using the White test to test for Heteroskedasticity, we have the result Appendix Table 4. It shows that Prob. (F-statistic) is lower than 0.05, which points out that Heteroskedasticity problem is an issue of this model (Appendix Table 4). By using the weighting method of Breusch & Pagan (1979), we have solved this problem. A new model is shown in Table 4. After retesting with White Test, we see that Prob (F-statistic) = 0.2549 > 0.05, implies that the model has been addressed Heteroskedasticity error (Appendix Table 5).

* Test for autocorrelation

Serial Correlation LM is used to test for autocorrelation. The result is shown in Appendix Table 6. We see that Pro (F-statistic) is equal to 0.1807, higher than 0.05. Therefore, autocorrelation is not a problem with this model. The final model after addressing all the defects as follows:

Table 4: The result of the best regression model

Dependent variable: FDI	
GDP	0.004179***
INFRA	0.490251***
LABOR	350.9806***
Prob (F-statistic)	0.000000
R-squared	0.134259
Observations	225

Note: *, ** and *** denote significance level at 1%, 5% and 10%, respectively.

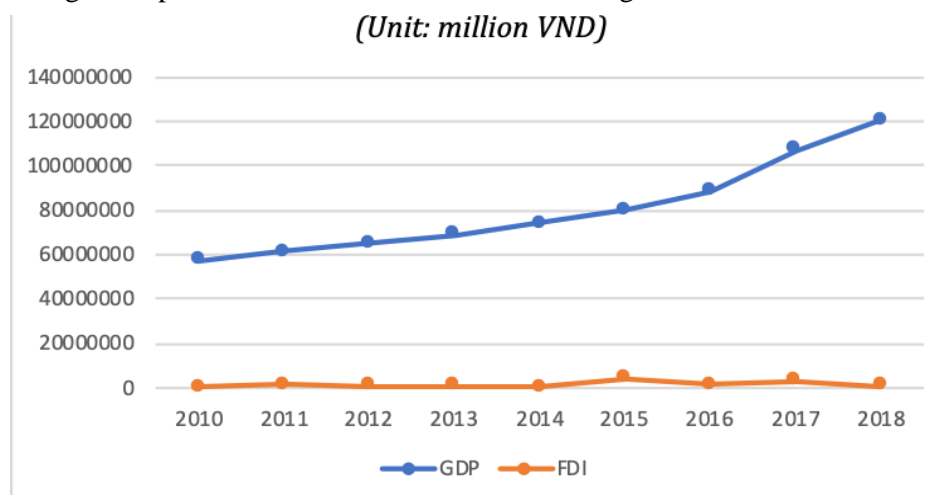
In conclusion, three variables, namely economic growth, labor productivity and infrastructure have a positive impact on FDI in Nghe An from 2008 to 2018. In particular, labor productivity plays a pivotal role in enhancing FDI capital. The result of the regression model is consistent with the author's expectation and the result of previous studies. The remaining variables such as the crisis in 2008, corporate income tax and inflation have no impact on FDI in Nghe An. The result of this study contradicts with the research by Demirhan and Masca (2008) and the authors' expectations. However, the authors find that the model results reflect the reality in Nghe An province, Vietnam.

5. Conclusion and Policy Implies

5.1. Conclusion

In this study, we examine determinants affecting FDI in Nghe An province, Vietnam. To achieve this goal, the author used a single set of 225 observations from 21 districts and towns of Nghe An in the 10 years, starting from 2008. By running the regression model with OLS, the paper shows the following results.

Economic growth has a positive influence on FDI capital in Nghe An province, Vietnam. Large market size helps attract more foreign direct investment. However, this impact is not significant. This is clearly shown in Graph 1. GDP and FDI in Nghe An province, Vietnam have a positive relationship. We see that economic growth promotes FDI, but this effect is not large.



Graph 1: GDP and FDI in Nghe An from 2010 to 2018

Source: Statistics Office of Nghe An province, Vietnam

In fact, Nghe An's GDP accounts for a small proportion (only accounting for 2.16%) of Vietnam's GDP, lower than GDP of big cities like Hanoi (accounting for 16.46% GDP of the whole country), Ho Chi Minh (accounting for about 23.97% of the country's GDP) as of January 2019. The main reason

foreign direct capital flows to Nghe An is not due to economic development. The infrastructure and human resources are fundamental factors, in which labor productivity is the core determinant.

The regression result shows that infrastructure development plays a crucial role to attract foreign investors. Good infrastructure is one of the important factors that support foreign investors to reduce indirect costs in production and can easily implement investment activities. The fact demonstrates that capital flows only pour into places where there is a developing infrastructure to be capable of serving activities of investors. Therein, the transport network plays a key part in attracting FDI, as a basis for transporting materials, consuming products and most importantly, the transport hub adjacent to the world as seaports, airports. A modern and multi-media transportation network will help investors reduce unnecessary transportation costs. Therefore, it is undeniable about positive sides of infrastructure in promoting FDI into the locality.

One of the highlights of the paper is that labor productivity is the determining factor of FDI inflows to Nghe An. Labor quality is a competitive advantage for investors in any field, especially in areas using many modern technologies. Increasing labor productivity creates greater profits for investors, which is a decisive factor to attract foreign investment into Nghe An province.

5.2. Policy Implies

From the results of the regression model, the author presented two main solutions to promote FDI into Nghe An province.

Firstly, Nghe An Province needs to promote the construction and development of physical and technical infrastructure. This issue is of primary concern to foreign direct investors. With a relatively complete and modern infrastructure, it will ensure quick and timely capital transfer in response to market fluctuations. Improving the quality of infrastructure to reduce business costs for investors is an urgent requirement, not only to attract more FDI projects but also to retain existing projects.

Secondly, the most essential measure is to improve labor productivity. Nghe An province need to develop the labor market and perfect the labor market in the direction of approaching international standards about education, vocational training, employment, etc in the integration process. A policy of training human resources should be enacted to meet the requirements of foreign investors. On the other hand, to have a qualified workforce, it depends on the system of education, vocational training quality. Therefore, to enhance the level of labor, Nghe An province needs to join between many parties from the government, enterprises, in which vocational education institutions playing a vital role.

REFERENCES

- [1] Demirhan, E. & Masca, M., 2008. Determinants of foreign direct investment flows to developing countries: a cross-sectional analysis. *prague economic papers*, 4(1), pp. 356-369.
- [2] Gamboa, O. R. E., 2012. FDI determinants and spatial spillovers across Mexico's states. *The Journal of International Trade & Economic Development* .
- [3] Hoang, H. a. G. M., 2014. Determinants of foreign direct investment in Vietnamese provinces: a spatial economic analysis'. *Post-Communist Economies*, 26(1), pp. 103-121.
- [4] Hoang, H. H. & Bui, D. H., 2015. Determinants of foreign direct investment in ASEAN: A panel approach. *Management Science Letters*, 5(1), pp. 213-222.
- [5] ILO, 2016. *Key indicators of the labour market*. 9th ed. Switzerland: the Document and Publications Production, Printing and Distribution Branch .
- [6] Meyer, K. E. & N. H. V., 2005. Foreign investment strategies and sub-national institutions in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Journal of Management Studies*, 42(1), pp. 63-93.
- [7] Mottaleb, K. A., 2008. *Determinants of Foreign Direct Investment and Its Impact on Economic Growth in Developing Countries*, s.l.: Research Gate.

[8] Nguyen, T. N. A., 2016. Regional Determinants of FDI Location in Vietnam. *Journal of Economics and Development*, 8(1), pp. 19-37.

[9] Phuong, A., 2018. *sggp*. [Online] Available at: <http://www.sggp.org.vn/fdi-luon-giu-vai-tro-quan-trong-trong-phat-trien-cua-viet-nam-550467.html> [Accessed 12 May 2019].

[10] Pham, H. M., 2002. Regional economic development and foreign direct investment flows in Vietnam, 1988–98. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 7(2), p. 182–202.

[11]. Vo, H. P., 2008. *Tapchiconsan*. [Online] Available at <http://www.tapchiconsan.org.vn/Home/Tieu-diem/2008/3293/Tac-dong-cua-khung-hoang-tai-chinh-the-gioi-den-dau-tu.aspx> [Accessed 8 May 2019].

APPENDIX

Table 1: The independent variables studied

No	Acronym	The name of variables	The variable description	The reference papers	Expectation
1	GDP	Economic growth	Logarithm (FDI +1)	Hoang and Goujon (2014), Meyer and Nguyen (2005), Pham (2002); Mottaleb (2008); Demirhan and Masca (2008)	+
2	TAX	Corporate income tax	According to Decision of the Vietnamese government	Demirhan and Masca (2008)	-
3	LABOR	Labor productivity	GDP/ the number of people	Hoang and Bui (2015), Meyer and Nguyen (2005)	+
4	INF	Inflation	The inflation rate is calculated based on consumer price index CPI at the end of the quarter this year and the same quarter last year in Vietnam (%).	Demirhan và Masca (2008)	-
5	INFRA	Transport infrastructure system	We have used a dummy variable as a notation of the infrastructure. It equals 1 if the local has an airport. Otherwise, it equals 0.	Hoang and Bui (2015), Mottaleb (2008)...	+
6	CRISIS	The global financial crisis 2008	A dummy variable with 1 for the 2008 crisis and 0 otherwise	According to the authors	-

Table 2: The result of the Wald Test

Wald Test:

Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	1.083030	(4, 218)	0.3658
Chi-square	4.332119	4	0.3629

Table 3: The result of Variance Inflation Factors

Variance Inflation Factors
Date: 07/30/19 Time: 16:14
Sample: 1 225
Included observations: 225

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF
GDP	3.19E-07	5.140851
LABOR	2669.623	4.906849
INFRA	0.016784	1.143478

Table 4: The result of the White test

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	4.047479	Prob. F(3,221)	0.0079
Obs*R-squared	11.71837	Prob. Chi-Square(3)	0.0084
Scaled explained SS	86.66934	Prob. Chi-Square(3)	0.0000

Table 5: The result of the White test

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	2.134871	Prob. F(3,221)	0.0967
Obs*R-squared	6.336891	Prob. Chi-Square(3)	0.0963
Scaled explained SS	116.2861	Prob. Chi-Square(3)	0.0000

Table 6: The result of the Serial Correlation LM

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.803490	Prob. F(1,221)	0.1807
Obs*R-squared	1.821269	Prob. Chi-Square(1)	0.1772

THE EFFECTS OF FDI ON THE LABOR MARKET OF ASEAN COUNTRIES ẢNH HƯỞNG CỦA ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP NƯỚC NGOÀI LÊN THỊ TRƯỜNG LAO ĐỘNG TẠI CÁC NƯỚC ASEAN

Le Thai Phong, Nguyen Thi Sam

Foreign Trade University

lETHAIPHONG@FTU.EDU.VN

ABSTRACT

The characteristics of foreign direct investment and labor market have been listed and analyzed carefully. The effects of foreign direct investment (FDI) on the labor market of ASEAN countries are quite mixed and need to be further analyzed by in-depth models. In general, FDI has brought positive impacts on the labor market of ASEAN countries, but these effects are not well adapted due to both subjective and objective reasons. The labor force of ASEAN still faces a lot of difficulties in taking advantage of huge FDI capital from outside. Therefore, some solutions have been proposed to help ASEAN labor force in general and Vietnamese labor in particular get access to this type of investment and gradually raise their capabilities to work abroad.

Keywords: *FDI, labor market, Asean countries.*

TÓM TẮT: *Bài viết nhằm đánh giá tác động của đầu tư trực tiếp nước ngoài lên thị trường lao động tại các nước ASEAN. Số liệu về FDI và thị trường lao động được lấy từ các nguồn đáng tin cậy của khu vực ASEAN và quốc tế. Kết quả cho thấy FDI có tác động lớn đến thị trường lao động ở nhiều khía cạnh như chi phí lao động, nhu cầu lao động...*

Từ khóa: *FDI, thị trường lao động, các nước ASEAN.*

1. Research Rationale

FDI has played a strategic role in the economic growth of ASEAN and in many other economic cooperation regions around the world. FDI is seen as an important channel for obtaining employment opportunities, human capital development, higher wages, technology transfer, and infrastructure improvement. In other words, FDI is often seen as a vehicle for an increase in productivity and efficiency, and consequently as a driver for economic growth. FDI is likely to have direct and indirect effects on host economies. Increasing capital formation, employment and trade is the direct effects of FDI, whereas receiving a beneficial transfer of know-how and technology, and management skills from home country responds to indirect effects of FDI. With the advantages of cheap labor and capital resources of member countries, ASEAN has built an attractive business environment for multinational corporations seeking profits through the implementation of different channels of FDI. With aforementioned advantages as well as drawbacks of labor market, ASEAN countries need to work closely to reduce transaction costs, strengthen FDI promotion policies and harmonious development of the economy among member countries in order to utilize FDI inflow.

This paper provides information about FDI and labor market and deepens its analysis of FDI and labor market in ASEAN. After that, based on the current status of labor market in Vietnam, the paper shall give several implications for Vietnam's labor market.

2. Current situation of FDI into ASEAN countries

2.1. ASEAN is one of the most attractive destinations for foreign investment of the world

After 51 years of establishment, cooperation and continuous development, ASEAN consists of 10 members in Southeast Asia, the third largest market in Asia with over 620 million people, accounting for 8.59% of total population. GDP per capita reached US\$ 4,305, which is expected to double by 2030, making ASEAN the seventh-largest economic community in the world, with a combined GDP of US\$ 2,766 billion.

ASEAN has become the world's largest FDI attraction with US\$ 136.2 billion, marking the third consecutive increase of FDI. In 2013, for the first time, ASEAN exceeds China in terms of attracting FDI (US\$ 128.4 billion versus US\$ 117.6 billion). FDI continued to grow in 2014-2015. This is a very impressive figure given the decline in global investment by 16% in 2014. Improving the regional investment environment as well as the process of integration towards the forthcoming AEC has contributed to ASEAN's attraction to FDI inflow.

According to the Ministry of Industry and Trade of Viet Nam, ASEAN has become an attractive destination for foreign investment, with FDI inflow in 2017 reaching US\$ 137 billion compared with US\$ 22 billion in 2000 and US\$ 1/3 billion in 1967. Intra-regional investment also rose to a record US\$ 24 billion in 2016, accounting for a quarter of FDI inflow into the region, increasing from 5.6% to 24.7% in 2016. Services sector accounted for the largest proportion of FDI in ASEAN, up from 50.8% in 1999 to 80.8% in 2016, followed by industry, energy and agriculture.

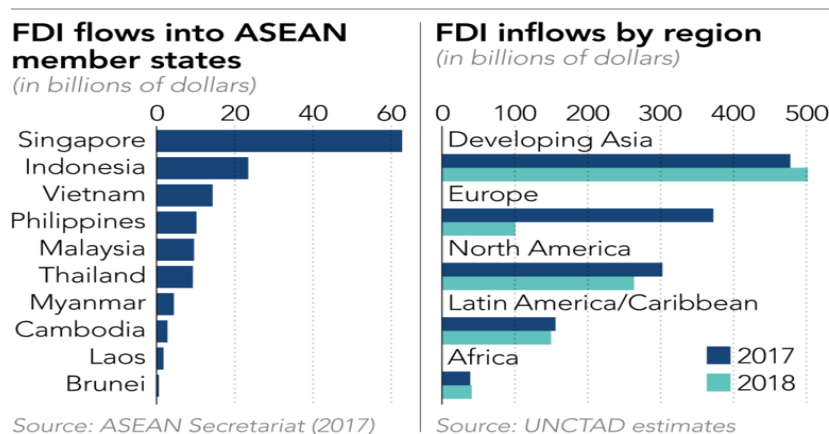


Figure 1: FDI flows into ASEAN member states in 2017

Source: ASEAN Secretariat (2017) UNCTAD estimates

2.2. Major Powers in the world invest more in ASEAN due to the strong internal force

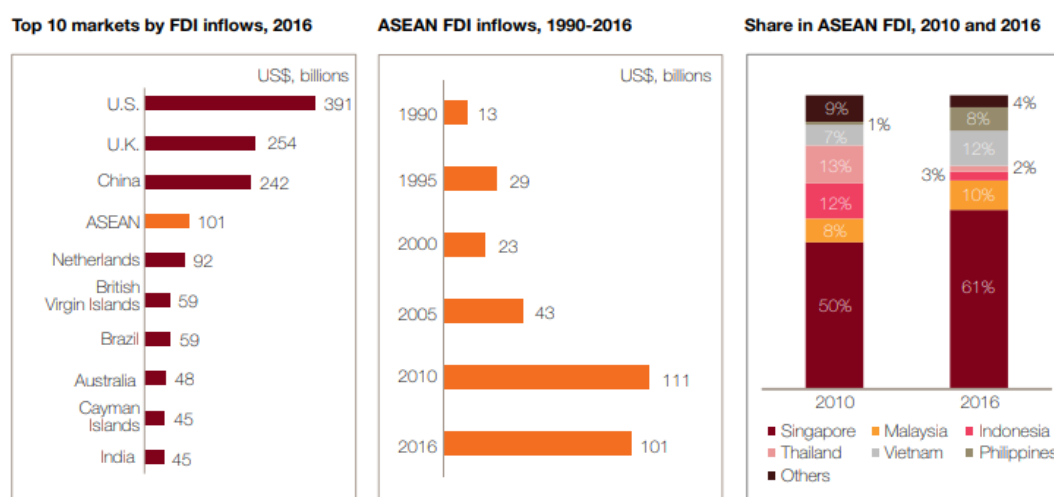


Figure 2: FDI in ASEAN

Source: UNCTAD, 2017

While Japanese investors are interested in industrial manufacturing, Chinese investors focus on finance, wholesale and retail, transportation and real estate. Investors from Australia, the EU and US are interested in services, mainly financial services. EU FDI in manufacturing has declined, while investment into finance and other services (in particular in wholesale and retail trade) increased substantially, along

with renewed interest in mining activities. Over time, the industry pattern has changed. EU FDI has become more concentrated in finance and other services, which contributed to at least 85% of all EU FDI in ASEAN in 2011–2016.



Figure 3: EU services FDI flows in ASEAN, 2000-2016

Source: ASEAN Secretariat, ASEAN FDI database

3. Current situation of the labor market of ASEAN countries

3.1. Abundant and young labor force

Economic growth of ASEAN is impressive, with an average annual real growth rate slightly higher than 5%. Along with a young population – where 60% are below the age of 30 – this translates to an immense potential in labor. The association has the third largest labor force in the world behind China and India. Current World Bank estimates place ASEAN’s labor force at 350.5 million. In order to make full use of the wealth of labor, ASEAN member countries must do more to realize its economic ambitions.

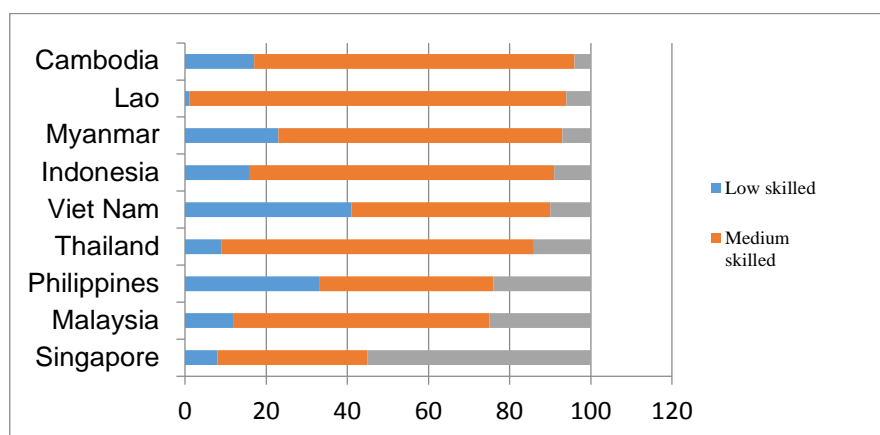


Figure 4: Employment share of ASEAN in 2017

Source: WEF, 2018

3.2. Lack of skilled workers

In a commentary published by the S. Rajaratnam School of International Studies, Senior Analyst with the Centre for Multilateralism Studies (CMS), Phidel Vineles (2010), argues that the region – especially the ASEAN-5 (Singapore, Malaysia, Thailand, Indonesia, and the Philippines) – lacks industry-ready skilled workers in spite of its vibrant demography.

In Singapore, the nation’s dependence on foreign workers and a lack of innovation in the Singaporean education system as primary challenges to its labor force. Malaysia and Thailand face similar challenges in equipping their respective workforces with engineering and science skills. Besides

that, Indonesia and the Philippines have high youth unemployment rates due to a workforce that is ill-equipped with skills and knowledge needed by key industries. Brunei, which is moving away from oil dependence to a knowledge-based economy, is finding it difficult to equip its labor force with necessary research and development skills. CLMV (Cambodia, Lao, Myanmar and Vietnam) economies broadly lack coherent technical education which is necessary for industrial development.

3.3. Facing a lot of difficulties

Other problems that labor market of ASEAN countries is facing are as follows.

Firstly, the mechanisms, policies and laws of each country are not consistent with the general agreement of ASEAN. In spite of the mutual recognition agreement, the provisions of this agreement are not uniform and have not received the consent of all member countries, which makes it difficult to obtain visas for skilled workers when moving to another country. Therefore, the workers who want to move smoothly should refer to the bilateral agreements of the member countries.

Secondly, the skilled labor force of the member countries is very scarce, which in turn leads to the limitation of skilled migrants to ASEAN member countries. Fierce competition among countries to recruit skilled labor comes as a result.

Thirdly, the level and quality of labor among ASEAN member countries are different. Obviously, a graduate student in Singapore will certainly be more highly qualified than a college graduate in Vietnam. Because of the difference in the level, the labor productivity of each country will be different. This would be a very difficult barrier for skilled workers in countries of lower qualification and productivity who want to move to a member country that is considered to have a quality workforce with higher productivity.

Fourth, language proficiency is also a difficult challenge for the labor force. Workers tend to move to countries with cultural or linguistic similarities rather than to a country with many differences. Therefore, the desire to attract high quality workers is also greatly limited by this factor.

4. Effects of FDI on the labor market of ASEAN countries

FDI expands the production set of the economy toward more sophisticated goods or introduces more advanced technology, thereby increasing the demand for skilled labor. This results in higher overall labor demand, higher wages for skilled labor, leading to a higher skill premium and increased average wages, and higher labor productivity. These effects are especially large in countries where skilled labor is scarce and the technological gap is substantial.

4.1. Effects of FDI on labor cost

Wage is considered to be an important part of labor cost. In this paper, other components would be temporarily excluded. FDI does create more jobs for workers in Laos, Indonesia and Viet Nam but does not bring the workers much better income. As more FDI enterprises join domestic market, the demand for workers rises. In fact, a huge number of workers in these countries left domestic enterprises for FDI enterprises dreaming of better life with higher income. In ASEAN, foreign invested enterprises mainly focus on manual labor because the supply of labor is excessive. The supply exceeds the demand. Therefore, they do not seem to “worry” when workers quit. Higher income is a trick to attract workers whose understanding, vision is quite limited. Thus, labor cost is relatively cheaper since it does not take much time, effort for the employers to recruit staff, especially low-skilled workers.

Minimum Wage in ASEAN					
Country/Region*	Daily Minimum Wage		Monthly Minimum Wage		Exchange rate (value of 1 US dollar)
	Local currency	In US dollars	Local currency	In US dollars	
Cambodia (US dollar)	-	5.66 (Garment industry)	-	170 (Garment industry)	-
Indonesia (Rupiah)	48,471.8 – 121,601.2	3.42 – 8.59	1,454,154 – 3,648,035	102.74 – 257.73	14401 Indonesian Rupiah
Lao PDR (Kip)	36666	4.33	1100000	130	8402.18 Kip
Malaysia (Ringgit)	30.67 – 33.33	7.64 – 8.30	920 – 1000	229.11 – 249.03	4.06 Ringgit
Myanmar (Kyat)	4800	3.29	144000	98.88	1435.47 Kyat
Philippines (Peso)	256-512	4.80 – 9.61	7680 – 15360	144.14 – 288.3	53.30 Peso
Thailand (Baht)	308-330	9.19-9.85	9,240-9,900	276-295	33.19 Baht
Vietnam (Vietnam Dong - VND)	92,000- 132,666	4-5.75	2,760,000- 3,980,000	120-173	22,783.00 VND

*Brunei and Singapore do not have a mandatory minimum wage.

With effect from January 1, 2019, Vietnam's minimum monthly wage rate will increase to VND2,920,000 – VND4,180,000

Graphic © Asia Briefing Ltd.

Figure 5: Minimum wage in ASEAN, 2018

Source: ASEAN Briefing, 2018

It is obvious that Thailand takes the first place in paying minimum wage for workers at US\$295, followed by Philippines (US\$288.3) and Indonesia (US\$257). ASEAN Briefing (2018) illustrates that Indonesia's labor market contains significant regional variation because wages are set at a provincial level by Governors through Wage Councils and District Wage Councils of the archipelago's 34 provinces. The minimum wage in Jakarta, at Rp 3,648,035 (US\$257.73) is almost 2.5 times greater than in Yogyakarta, the province with the lowest minimum wage at Rp 1,454,154 (US\$102.74). In smaller cities, the minimum wages are usually even lower.

Following the country's rapid economic growth, in the past few years, the Vietnamese government has increased minimum wages to combat inflation. As a result, the average monthly minimum wage in the country increased from 2,580,000 (US\$111) in 2017 to 3,370,000 (US\$145) in 2018. This increase follows a 7.3 percent hike that took effect at the start of 2017. Currently, the minimum wage ranges from VND 2,760,000 (US\$120.0) per month in remote areas to VND 3,980,000 (US\$173.0) per month in the key cities of Hanoi, Hai Phong and Ho Chi Minh City. According to the latest government notification, the wages will further increase to between VND 2,920,000 (US\$125.7) and VND 4,180,000 (US\$180.0), in the respective regions, from January 1, 2019. The rising wages could weigh on the country's competitiveness as the neighboring nations such as Laos and Myanmar have lower minimum wages.

4.2. Effects of FDI on labor demand

FDI enterprises need local laborers to operate their plants, thus, they create more jobs and require skilled laborers. According to a study by ILO and ADB, the presence of AEC could lead to about 60% increased demand for high-skilled employment positions such as managers, professionals, technicians and associate professionals. Medium-skilled employment could also grow by around 25% with positions such as clerks, craft and related trade workers, plant and machine operators and assemblers and service and sales workers. Demand for low-skilled workers, meanwhile, could likewise rise by more than 60%. ASEAN internal integration could bring about the rise in labor demand at different levels.

Therefore, it is understandable that the need for labor would also rise when more investment is poured into ASEAN. FDI into ASEAN is concentrated in the manufacturing and service sectors requiring a huge amount of human resources. In the second half of 2018, FDI enterprises in Viet Nam had to recruit more than 67,000 laborers due to the fact that the quality of Vietnamese laborers working in the FDI sector remains limited. The demand for skilled workers is increasing in the context of large volume of FDI.

In 2018, Indonesia attracted around 28 billion US\$ in the sectors of electricity, gas and water, transportation, warehouse and telecommunication, mining and property. The need for skilled workers is forecast to grow from 55 to 113 million for the whole economy in general and for FDI enterprises in particular. The automotive sector with an annual growth of over 5% offers immense opportunities for foreign companies such as Japanese producers or German automotive companies. The energy sector and construction sector are also promising to attract investment. These sectors are in need of large amount of local laborers especially those with high skill to lower the costs.

In Philippines, the situation is quite different. Large number of young Filipinos seeks employment overseas; hence, it faces a shortage of highly skilled labor supplied for both local plants and FDI enterprises. The abovementioned situation yields high demand for labor at different levels.

4.3. Other effects of FDI

4.3.1. Effects on productivity

In general, productivity of ASEAN workers is quite low compared to other regions. However, with the presence of foreign firms, workers have tendency to improve their productivity themselves to compete with others. Many figures demonstrate that FDI helps to raise the productivity of ASEAN workers by pushing their competitiveness. There is an optimistic signal that worker in ASEAN countries acknowledge their rights and responsibilities more thoroughly, which results in the fact that workers now consider more carefully when taking a job. Workers with higher productivity have the right to ask for better income and working environment. The demand for skilled workers would rise because the productivity is improved, which means that the demand for low-skilled workers decreases. Positively, in the long time, the labor cost would rise in ASEAN.

The case of Viet Nam

For Viet Nam, direct employment in the foreign investment sector has increased from 330 thousand in 1995 to about 3.6 million in 2017, and indirect employment for about 5 - 6 million workers. Foreign-invested enterprises are also pioneers in training, improving the level and industrial style of workers, technicians and managers. Many of the previous positions employed by foreign experts have now been replaced by Vietnamese workers. Many foreign invested enterprises have paid attention to the social responsibility of the community, participated in hunger eradication, poverty alleviation and other volunteer activities.

At the end of 2017, 58.4% of the total FDI capital is licensed in the manufacturing and processing industries. This shift has significantly contributed to the change in labor structure. According to the MPI's Foreign Investment Department, the shift of labor structure towards increasing labor density in the FDI sector contributed about 29.3% to the overall labor productivity growth of the economy in the period 2006 - 2016.

4.3.2. Effects on inequality

Economic inequality can hamper policy efforts to eradicate poverty, and limit the availability of capital for individuals to develop skills and nurture enterprises. In a way, inequality is "institutionalized", perpetuated in part by insufficient social protection, regressive economic policies, and geographic favoritism in development. Inequality also restricts the emergence of a middle class that could boost consumer demand.

The GINI coefficient, a comprehensive gauge of economic inequality, indicates that ASEAN's is 42 (40.5 adjusted for population size). Countries with high scores which signal high inequality include Thailand (48.4, in 2011), Singapore (46.4, 2014), and Malaysia (46.2, 2009). ASEAN's inequality is lower than China's (46.9) but higher than India's (33.6) (MPI, 2019).

According to a study by the International Labor Organization (ILO) and the Asian Development Bank (ADB), by 2025, with the presence of AEC, 14 million additional jobs could be created and increase overall growth by 7.1%. However, it warns that the gains will not be distributed evenly.

For the case of Viet Nam, according to Head of Legal Department of Vietnam Chamber of Commerce and Industry (VCCI), there exist inequalities between private enterprises and FDI enterprises. Meanwhile, the minimum wage increases, social insurance contributions also increase; logistics costs are still a burden for businesses and for the export-import economy like Viet Nam. Recently, the ceiling of the environmental protection tax bracket has doubled; the cost of seaport infrastructure continues to set out to create costs for businesses.

Viet Nam still sets the first priority policy for state-owned enterprises (SOEs), FDI enterprises remain the second place, and the private sector in the country has to deal with difficulties. Currently, FDI has no spillover and is becoming a competitive force that squeezes domestic enterprises, making them increasingly difficult and shrinking. They enjoy great incentives for taxes, land, human resources, and administrative procedures, which any domestic private enterprise dreams of.

Moreover, foreign-invested enterprises are also exempted from import tax on equipment, supplies, and means of transport and other goods to implement investment projects in Vietnam. During the investment process, if losses are carried forward to the following year, these losses will be deducted from taxable income. These are great advantages of this business sector but become disadvantageous for domestic private enterprises, when their potential and capacity are worse than those of foreign enterprises.

5. Recommendations for attracting FDI to strengthen the positive effects of FDI on the labor market of Viet Nam

FDI along with exports are still considered the growth engine of the Vietnamese economy, thus, it is necessary to continue to strengthen and enhance the quality and efficiency of the FDI attraction. The official operation of the AEC requires the due attention and preparation of the Government, business community and every citizen in order to take full advantage of opportunities and overcome challenges. It is essential to speed up the institutional reform and improve the quality of the human resources, as well as the competitiveness of the economy and enterprises.

5.1. Promote the investment environment of Vietnam to attract FDI inflow

Renovating thinking about FDI attraction, quality and efficiency of capital flow is a priority.

Continuing to perfect the legal system and policies related to investment in a consistent, open, transparent, predictable and competitive manner compared to other countries in the region.

Providing clear and detailed procedures and conditions for the application of foreign investment procedures and conditions to facilitate investment through transparent procedures; at the same time, to ensure the efficiency of state management of investment activities.

Identifying the priority areas for FDI attraction, encourage:

Not accepting projects with low economic efficiency, negative social impact as well as negative impact on the environment.

Continuing to facilitate the implementation of existing FDI projects to ensure the progress and source of registered capital and focus on removing difficulties for enterprises, improving the business investment environment. It is necessary to shorten the preparation time for implementing the investment project. In addition, provinces and cities should also promote information for foreign investors on potentials, strengths and policies to attract investment and provide timely information on natural and socio-economic conditions and development plans for enterprises upon request. Most importantly, we should focus on attracting foreign investment in fields that Viet Nam has comparative advantages.

5.2. Hold annual meetings/seminars to exchange and learn between Vietnamese and foreign businesses and vice versa to increase joint ventures

Investigation of PCI of VCCI for many years shows the proportion of domestic private enterprises participating in providing goods and services in the production chain for FDI enterprises is still limited.

Therefore, it is necessary to organize business matching and trade promotion programs so as to create opportunities for enterprises to meet and exchange long-term and effective cooperation and exchange information on investment environment and business cooperation opportunities. The annual seminars would provide opportunities for enterprises of Viet Nam and partners to learn about policies to attract investment and study the business investment environment. Here, businesses can meet and talk directly with each other or with managers.

In addition to the meetings, talks and seminars, practical activities, market surveys at trade centers should be held to help investors deeply explore the business environment, consumer culture of Viet Nam. The Government and local authorities design private industrial parks for FDI, it must also take into account the connection with industrial clusters for SMEs. More breakthrough is that when attracting high-tech enterprises, not only pay attention to connecting FDI enterprises with domestic enterprises, but also to create conditions and encourage businesses and corporations to set up centers and expand research and development activities with the participation of domestic engineers.

5.3. Encourage the use of Vietnamese labor at all levels of management in the FDI enterprises

Vietnamese labor should be encouraged and given opportunities to participate in the management of the FDI enterprises in order to improve the level of senior management and managerial capacities for domestic workers. Education and training plays an essential role in raising managerial capacities. It is necessary to diversify the forms of training and strengthen job exchanges to create links between the labor force and the employers and to improve the quality of vocational training by linking training establishments and enterprise, which is an important and long-term strategy.

In the context of the forthcoming 4.0 revolution and the increasingly competitive FDI attraction, FDI attraction in the coming time is determined by the shift from quantity to quality, focus on high-tech and environmentally friendly technology. Furthermore, attracting foreign investment with the advantage of cheap labor should be transformed into competing with high quality human resources. The authorities had better be active in training and fostering the labor force, meeting the needs of enterprises, especially in the fields that Vietnam is looking to attract investment.

Supportive industry development will encourage the application and use of high technology. Accordingly, the workforce has the opportunity to meet, learn, improve skills, and contribute to accelerate the process of industrialization. At the same time, this helps limit the import of products from abroad, enhancing the employment of local people, creating growth in the economy.

5.4. Introduce foreign universities/vocational schools to invest in Vietnam to improve the quality of education in Vietnam

In order to have a foundation for investment in education services, it is necessary to thoroughly study the demand for education at each educational level, each major and each mode of education, thus planning for the network of schools, education and training establishments.

Another issue that needs attention in the process of guiding and supporting investors in education and training is finding a place. The quality of international education and training institutions is a requirement of a relatively large area for the construction of lecture halls, classrooms, libraries and research facilities and attractive to students. So far, very few educational institutions licensed can meet this requirement, but most of them are small-scale facilities. As a result, along with site rent incentives to reduce part of the cost of project construction, localities need to plan the specific location to fit the

specific characteristics mentioned above and provide extensive support to foreign investors to research, study, survey those locations.

In order to promote FDI in the field of education and training, in the immediate future, it is necessary to develop and implement investment promotion activities, which requires good research and preparation of information on the project needed investing as well as information on the investment ability of partners to have appropriate movement, especially follow up, organize guidance, support investors from the time they intend to invest in Vietnam to have the basis for idea formation and project development.

5.5. Raising awareness of the workers about MRAs and exploring the possibility of extending MRAs to more sectors

Currently, ASEAN has MRAs in place for eight sectors, which allow for a worker's skills, experience, and accreditations to be recognized across ASEAN, permitting them to work outside their home country. MRA in engineering service (2005) regulates that an engineer must first hold a license issued by the regulatory body of his or her home country and have at least seven years of work experience following graduation, two of which entail significant work. The application would then be submitted to the ASEAN Chartered Professional Engineers Coordinating Committee for review and, if successful, the applicant would be permitted to work in other ASEAN countries as a "Registered Foreign Professional Engineer." In contrast, case-by-case assessments have been eliminated entirely for the tourism sector, allowing automatic recognition for 32 tourism-related occupations.

One of the most common weaknesses of Vietnamese workers is language, which leads to their inferiority in working abroad. Not understanding or not understanding fully the favorable mechanisms, agreements would make Vietnamese workers lag behind others, even workers in ASEAN such as Filipino. Therefore, organizations such as Viet Nam Association of Manpower Supply should be the focal point to educate the workers about those mechanisms including MRAs. Job fairs should be held more frequently integrating orientation and introduction about MRAs so that workers can acquire information officially. Once they know about the MRAs, they would find opportunities to improve their skills to match the demand of employers.

Governments of ASEAN countries should take into consideration more sectors to be included in MRAs. The more sectors the more choice for workers. In ASEAN Economic Ministers Meeting, the agenda should include more labor related issues and discuss the possibility of MRAs in other economic sectors. The government of Viet Nam should build the national qualification framework according to the approved ASEAN framework, promoting the formation and development of credit conversion system and MRA recognition between regional ASEAN and the world. At the same time, it should promote the plan to organize training in 8 occupations agreed by ASEAN.

5.6. Reducing protection for domestic labor in AEC

ASEAN countries have certain defenses. These are the work permit rules and regulations of each country in the AEC. That is, when overcoming the skill barrier (common), workers must also overcome the technical barriers of each country (separate) as well as depending on the labor market demand in that country.

For example: Vietnamese doctors who want to work in Thailand must meet the requirements of mastering Thai. This requirement is quite hard for doctors even who possess high professional qualifications. Similarly, in many countries, employers must prove that they cannot find good workers in their home country with the same salary to recruit foreign workers.

AEC should be the mechanism that benefits member countries' economies. Labor force plays an essential part in each economy. Facilitating the recruiting process would provide workers more favorable conditions to work abroad.

6. Conclusion

FDI is extremely pivotal to the developing economies, “with the enormous potential to create jobs, raise productivity, enhance exports and transfer technology, FDI is a vital factor in the long-term economic development of the developing countries” (UN, 2000). FDI provides employment open doors and job opportunities for host nation citizens. Workers are paid higher wages and this empowers them to have an enhanced way of life. New companies arise prompting the expanded improvement in production and manufacturing. FDI enhances and improves trading assets and resources of the host nation. Examination has demonstrated that, nations that get FDI from worldwide associations have lower financing costs, consequently their traded items are much less expensive and this improves exports. Increased capital inflow is generated by taxation in host nations is principally due to FDI as well.

In order to limit the challenges and grasp high quality labor mobility opportunities in ASEAN, the burden of finding a solution to this conundrum lies within the domain of the government and private sector. Each member country's government should have solutions to liberalize the flow of skilled labor in the bloc. According to Vineles, since both depend on a skilled labor force, cooperation by both sides is necessary in ensuring the workforce is industry-ready and competitive.

REFERENCES

- [1] Blundell, R. and T. MaCurdy (1999) *Handbook of Labor Economics*.
- [2] Loc, VC. (2012) *International Investment*, Ha Noi: Hanoi National University Publishing House.
- [3] Ngoc, N.V. (2015) *Economics Dictionary*, Ha Noi: National Economics University Publishing House. Electronic links and materials.
- [4] Academia, ‘ASEAN Comprehensive Investment Agreement’, Academia. Available at: http://www.academia.edu/17164546/ACIA_2009_Tieng_viet (Accessed: 01 September 2019).
- [5] Dung H, ‘Vietnamese workers are slowly moving to AEC’, Vneconomy. Available at: <http://vneconomy.vn/lao-dong-viet-nam-cham-dich-chuyen-vao-aec-20180428213023927.htm> (Accessed: 01 September 2019).
- [6] Foreign Investment Agency, ‘FDI attraction in the first 6 months of 2018’, FIA. Available at: <http://fia.mpi.gov.vn/tinbai/5946/Tinh-hinh-thu-hut-Dau-tu-nuoc-ngoai-6-thang-dau-nam-2018> (Accessed: 01 September 2019).
- [7] Foreign Investment Agency, ‘Investment incentives’, FIA. Available at: <http://fia.mpi.gov.vn/trangtin/157/Uu-dai-dau-tu> (Accessed: 6 September 2018).
- [8] Giles C and Bach D.P, ‘Viet Nam seeks to attract more foreign investment with two new laws’, Fww. Available at: <https://www.financierworldwide.com/vietnam-seeks-to-attract-more-foreign-investment-with-two-new-laws/#.XGpUMeQzbIV> (Accessed: 6 September 2019).
- [9] Hung T.V, ‘The reality of attracting ASEAN’s FDI to Viet Nam’, Tapchicongthuong. Available at: <http://tapchicongthuong.vn/thuc-trang-thu-hut-von-dau-tu-truc-tiep-asean-vao-viet-nam-20180620031043535p0c488.htm> (Accessed: 22 August 2019).
- [10] Khanh T, ‘Freedom of labor movement in ASEAN: What opportunities and challenges for Vietnamese businesses and Start-ups?’. Available at: <http://cafef.vn/tu-do-di-chuyen-lao-dong-trong-asean-co-hoi-va-thach-thuc-nao-cho-doanh-nghiep-va-start-up-viet-20160902142422208.chn> (Accessed: 8 October 2019).
- [11] Loan N.T.N, ‘The growth rate of labor productivity in Vietnam and the impact on FDI attraction’ Tap chi tai chinh. Available at: <http://tapchitaichinh.vn/nghien-cuu-trao-doi/toc-do-tang-nang-suat-lao-dong-cua-viet-nam-va-nhung-tac-dong-toi-thu-hut-von-fdi-146903.html> (Accessed: 5 September 2019).

[12] Nguyen H, 'Develop new strategies in FDI attraction', nhandan. Available at: <http://www.nhandan.com.vn/baothoinay/baothoinay-kinhte/item/36773402-xay-dung-chien-luoc-moi-trong-thu-hut-fdi.html> (Accessed: 5 September 2019).

[13] Truong, L.M, 'Labor market: Theoretical issues and the situation of formation and development in Viet Nam'. Available at: <https://luatminhkhue.vn/tu-van-luat-lao-dong/thi-truong-lao-dong-van-de-ly-thuyet-va-thuc-trang-hinh-thanh--phat-trien-o-viet-nam.aspx> (Accessed: 17 February 2019).

VẬN DỤNG MÔ HÌNH CẢI CÁCH HÀNH CHÍNH CÔNG TRÊN THẾ GIỚI VÀO VIỆT NAM

APPLYING THE PUBLIC ADMINISTRATIVE MODEL
IN THE WORLD TO VIETNAM

Lê Thị Kim Huệ, Lê Thị Thanh Huyền

Học viện Ngân hàng - Phân viện Phú Yên

hueltk@hvn.edu.vn

TÓM TẮT

Nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của chính phủ và chính quyền nhằm hướng tới phục vụ nhân dân ngày càng tốt hơn thì việc cải cách hành chính công là một xu hướng tất yếu khách quan. Hiện nay, các quốc gia phát triển trên thế giới đã áp dụng một số mô hình cải cách hành chính công, trong đó nổi bật là: Mô hình quản lý công mới (New Public Management); Mô hình “quản trị nhà nước tốt” (Good Governance) và Mô hình quản lý theo kết quả. Bài viết đã tìm hiểu ba mô hình nổi bật đó. Từ đó, tác giả nhận thấy mỗi một mô hình đều có đặc điểm và nội dung yêu cầu thực hiện đặc trưng, dù xuất phát từ hiệu quả kinh tế, từ trách nhiệm của chính quyền hay từ quyền, lợi ích của công dân thì cũng đều hướng tới mục tiêu xây dựng một chính quyền gần dân, vì dân phục vụ. Tuy nhiên, khi áp dụng các mô hình nêu trên vào Việt Nam thì gặp phải một số vấn đề khó khăn. Tác giả bài viết cũng đã chỉ rõ những khó khăn mà Việt Nam phải đối mặt khi vận dụng từng mô hình; từ đó tác giả đề xuất một số giải pháp tháo gỡ phù hợp.

Từ khóa: Cải cách hành chính công, mô hình cải cách hành chính.

ABSTRACT

In order to improve the performance of the government and to serve people better, the public administration reform is an indispensable trend. Currently, the developed countries in the world have applied a number of public administration reform models, including: New Public Management, Good Governance and Model of managing by results. The article explored those three prominent models. From that, the author realized that each model has the characteristics and content of specific performance requirements, whether derived from economic efficiency, from the responsibility of the government or from the rights and interests of citizens are also aiming to build a government close to the people and for people. However, when applying the above models to Vietnam, there were some difficulties. The author of the article also pointed out the difficulties that Vietnam faces when applying each model; Since then the author proposed a number of appropriate disassembly solutions.

Keywords: Public administration reform, public administrative model.

1. Giới thiệu

Hiện nay, cải cách hành chính công là một xu thế tất yếu nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của chính phủ và chính quyền nhằm hướng tới phục vụ nhân dân ngày càng tốt hơn. Để làm được điều đó, các quốc gia phát triển trên thế giới đã sử dụng và thực thi một số mô hình nhằm cải cách hành chính công và đã đạt được những kết quả thành công. Bài viết này nhằm mục đích tìm hiểu một số mô hình cải cách hành chính công của các quốc gia phát triển đã áp dụng thành công, chỉ ra đặc điểm cũng như nội dung của các mô hình đó. Từ đó, bài viết cũng chỉ rõ một số vấn đề khó khăn và các giải pháp để giải quyết những khó khăn khi Việt Nam vận dụng các mô hình trên. Để thực hiện được mục đích nghiên cứu, nội dung bài viết được kết cấu thành 2 nội dung chính: (1) Một số mô hình về cải cách hành chính công trên thế giới; (2) Những vấn đề cần lưu ý khi vận dụng các mô hình cải cách hành chính công vào Việt Nam.

2. Nội dung nghiên cứu

2.1. Một số mô hình về cải cách hành chính công trên thế giới

2.1.1. Mô hình quản lý công mới (New Public Management)

Mô hình quản lý công mới (NPM) ra đời như là sự tất yếu ở các nước phát triển trong điều kiện họ phải đương đầu với suy thoái kinh tế và thâm hụt ngân sách. Các quốc gia phát triển tiên tiến trên thế giới

tiên phong áp dụng mô hình này, điển hình như Nhật Bản (1982), Úc (1984), Vương quốc Anh (1982), Hoa Kỳ (1984),... dù tên gọi có thể khác nhau nhưng phần cốt lõi của mô hình NPM là chuyển chức năng “cai trị” truyền thống của nền hành chính nhà nước sang chức năng “phục vụ” xã hội.

NPM có một số đặc điểm cơ bản như: *Thứ nhất, lấy mục tiêu cao nhất là kết quả đầu ra và hiệu quả thực hiện.* Mô hình NPM gắn liền với hoạt động giám sát và đánh giá kết quả thông qua các tiêu chí cụ thể. Mô hình này đòi hỏi phải xây dựng hệ thống các chỉ số và phương pháp đánh giá dựa trên kết quả thực hiện công việc; cơ chế thưởng phạt và khuyến khích đối với nguồn nhân lực trên toàn bộ hệ thống bộ máy nhà nước. *Thứ hai, NPM thúc đẩy cạnh tranh bình đẳng trong việc cung cấp dịch vụ công.* Cạnh tranh đồng nghĩa với việc giảm giá thành, nâng cao chất lượng và người hưởng lợi chính là công dân. Công dân chính là người sẽ đánh giá chất lượng dịch vụ công. Nhà nước trong mô hình NPM sẽ giảm dần việc cung cấp các dịch vụ công mà chuyển dịch vụ đó ra bên ngoài cho các tổ chức, doanh nghiệp tư nhân thực hiện nhưng vẫn chịu sự giám sát và quản lý của nhà nước. *Thứ ba, NPM thực hiện quản lý trên cơ sở phân cấp, giảm thiểu cấp quản lý trung gian, tăng cường làm việc theo nhóm.* Mô hình NPM phân quyền tối đa cho những cơ quan, đầu mối gần người dân nhất, cụ thể là các địa phương, cán bộ, công chức thường xuyên và trực tiếp tương tác giao dịch với người dân vì họ là những người hiểu rõ được nhu cầu của người dân và những vấn đề thực tế đang xảy ra ở đó. Cấp quản lý trung gian trong mô hình NPM sẽ được giảm thiểu tối đa.

Từ đặc điểm của mô hình NPM có thể thấy: mục đích cao nhất của mô hình này đó là hướng tới việc đưa quản trị khu vực công trở nên hiệu quả, năng động đáp ứng những thay đổi của thị trường và nhu cầu của người dân. Tức là đẩy mạnh dân chủ hóa và xã hội hóa nhằm nâng cao chất lượng và hiệu quả quản lý của nhà nước. Để làm được điều đó, cần phải thực hiện các nội dung sau: *Một là,* đơn giản hóa hệ thống quy định, quy tắc; *Hai là,* đẩy mạnh phân quyền; *Ba là,* áp dụng cơ chế thị trường; *Bốn là,* áp dụng các phương pháp quản lý hiện đại của doanh nghiệp vào hành chính nhà nước; *Năm là,* xây dựng đội ngũ viên chức nhà nước mang tính chuyên nghiệp với những tiêu chuẩn và thước đo rõ ràng về thực thi công vụ; *Sáu là,* tư nhân hóa một phần hoạt động của nhà nước, đặc biệt là đối với các dịch vụ công. Có nghĩa là coi công dân như là khách hàng và phải phục vụ khách hàng với tinh thần trách nhiệm cao nhất.

2.1.2. Mô hình “quản trị nhà nước tốt” (Good Governance)

Mô hình “quản trị nhà nước tốt” (Good Governance) xuất hiện vào cuối những năm 1980, đầu 1990 trong bối cảnh các nhà quản lý muốn tìm kiếm một cách thức quản lý để thích ứng với tiến trình phát triển, những thách thức và biến động của xu thế toàn cầu hóa, khu vực hóa.

Việc thay đổi từ thuật ngữ “quản lý nhà nước” sang thuật ngữ “quản trị nhà nước” là một bước tiến lớn về tư duy trong lý thuyết quản lý công. Với “quản trị nhà nước” thì nhà nước vừa là chủ thể quản trị xã hội, vừa là đối tượng được quản trị bởi công dân và các thiết chế xã hội khác. Vì thế, trách nhiệm giải trình cũng như hệ quả hậu giải trình của nhà nước trước công dân và xã hội là những đặc trưng không thể thiếu của mô hình quản trị nhà nước. Mối quan tâm chính của quản trị nhà nước là nhận biết được quyền lực, xác định quyền lực đó được trao cho ai, như thế nào, tổ chức hoạch định chính sách và cung cấp dịch vụ công sao cho hiệu quả, và đảm bảo sự giám sát, tham gia của người dân.

Mô hình “quản trị nhà nước tốt” có tám đặc tính cơ bản, hay là tám giá trị cốt lõi đã được nhiều tổ chức quốc tế như Ngân hàng Thế giới, Tổ chức Phát triển Liên Hợp Quốc (UNDP) và các nước thuộc OECD thừa nhận. Đó là: *Thứ nhất,* phải huy động được sự tham gia của các chủ thể trong xã hội vào hoạt động quản lý nhà nước, cụ thể là việc ban hành các quyết định hành chính, các chính sách, biện pháp hành động. Sự tham gia vào hoạt động quản lý phải thể hiện sự bình đẳng, không phân biệt giới tính, dân tộc hay địa vị xã hội. Các chủ thể có thể tham gia trực tiếp hoặc thông qua các thiết chế đại diện cho mình; *Thứ hai,* nhà nước cần tạo ra khuôn khổ, hành lang pháp lý công bằng và tạo cho người dân có thói quen sống, làm việc trong khuôn khổ của pháp luật. Nhà nước phải có hệ thống tư pháp, hành pháp vì dân, không tham nhũng; *Thứ ba,* nhà nước phải bảo đảm quyền tiếp cận thông tin của các phương tiện thông tin đại chúng. Các thông tin liên quan đến hoạt động của chính phủ phải được công bố đầy đủ, cập

nhật, rõ ràng, dễ truy cập và dễ hiểu đối với mọi người dân; *Thứ tư*, các thiết chế tổ chức và các quy trình hành chính phải phục vụ tổ chức và công dân trong khoảng thời gian thích hợp. Các quy định của pháp luật phải được ban hành kịp thời, đúng đắn theo yêu cầu của thực tiễn đời sống. Các cá nhân, tổ chức thực thi pháp luật cần sáng tạo, linh hoạt trong quá trình thực thi nhiệm vụ để đáp ứng tốt các yêu cầu của công dân; *Thứ năm*, phải tìm được sự đồng thuận xã hội đối với chính phủ thông qua các hoạt động nhằm điều hòa lợi ích của cá nhân công dân, của các tổ chức và của nhà nước; *Thứ sáu*, nhà nước cần đảm bảo phục vụ công bằng cho mọi đối tượng khác nhau trong xã hội, không phân biệt giai cấp, dân tộc, tôn giáo; *Thứ bảy*, đảm bảo được hiệu lực và hiệu quả. Hiệu lực trong quản trị nhà nước tốt nghĩa là làm cho kết quả của quá trình ban hành và thực hiện các quy định pháp luật phải đảm bảo sự tuân thủ của các đối tượng chịu sự điều chỉnh. Hiệu quả là kết quả đạt được phải đáp ứng nhu cầu của xã hội trong việc sử dụng hợp lý và tiết kiệm nhất các nguồn lực. Tính hiệu quả trong xu hướng quản trị nhà nước tốt cũng bao gồm cả việc sử dụng bền vững nguồn tài nguyên thiên nhiên và bảo vệ môi trường sinh thái; *Thứ tám*, nhà nước phải có trách nhiệm giải trình toàn bộ các vấn đề liên quan đến trách nhiệm của bộ máy nhà nước nói chung, của những người nắm giữ và thực hiện quyền lực công nói riêng, thể hiện theo hai hướng: trách nhiệm của cấp dưới đối với cấp trên (trách nhiệm trong nội bộ) và trách nhiệm của bộ máy công quyền với xã hội (trách nhiệm ra bên ngoài, hay trách nhiệm hướng xuống dưới).

Có thể thấy, tám đặc tính cơ bản của quản trị nhà nước tốt có mối quan hệ qua lại chặt chẽ, tác động lẫn nhau. Mỗi đặc tính chỉ có thể thực hiện được nếu có sự hỗ trợ từ việc thực hiện các đặc tính khác. Và như vậy, để thực hiện được quản trị nhà nước tốt, cần thực hiện đầy đủ các đặc tính nêu trên.

2.1.3. Mô hình quản lý theo kết quả

Hệ thống quản lý theo kết quả thực hiện công việc trong khu vực công hình thành những năm cuối thập kỷ 80 ở nhiều quốc gia, đặc biệt là các quốc gia thuộc OECD dưới nhiều hình thức khác nhau như quản lý thực hiện công việc theo kết quả (Performance Management System); quản lý dựa trên kết quả (Results Based Management); chính sách trả lương theo kết quả (Performance-Related Pay Policies).

Các nước đi đầu trong trào lưu này là Canada (1964), Mỹ (1978), Tây Ban Nha (1984), Đan Mạch (1987), Newzealand (1988) và gần đây là Thụy Sĩ (2000), Ai Len (2002), Pháp (2004)... Quản lý theo kết quả được áp dụng phổ biến trong các cơ quan hành pháp Mỹ từ năm 1993 sau khi Nghị viện thông qua Luật Quản lý kết quả và thực thi của chính phủ (The Government Performance and Results Act of 1993), trước hết được thực hiện trong quản lý ngân sách. Ở Anh, quản lý theo kết quả được Ủy ban kiểm toán thực hiện từ năm 1998, theo đó, bản “Thỏa thuận cung cấp dịch vụ công” (Service Delivery Agreements) được hình thành là cam kết về chất lượng giữa Chính phủ và người dân trong cung ứng dịch vụ công. Trên cơ sở đó, các “hợp đồng thực thi công vụ” (Performance Contract) cũng được thực hiện để hiện thực hóa các cam kết.

Quản lý theo kết quả nhấn mạnh đến việc đạt được kết quả nhờ quá trình ra quyết định dựa vào thông tin thực tế, vào môi trường học tập liên tục của tổ chức và tăng cường trách nhiệm trong hoạt động công vụ. Quản lý và đánh giá theo kết quả công việc khiến cho các nhà hoạch định chính sách thay đổi từ việc quan tâm tới vấn đề quy trình, thủ tục, trình tự thực hiện cụ thể sang chú trọng đánh giá kết quả đầu ra. Từ đó, họ cũng chuyển đổi tư duy từ việc quan tâm xem bộ máy hành chính nhà nước chi tiêu như thế nào sang quan tâm tới vấn đề bộ máy hành chính nhà nước làm được những gì (cung cấp dịch vụ công với số lượng, chất lượng ra sao). Theo đó, các nhà quản lý được trao quyền chủ động và linh hoạt hơn trong quá trình hoạt động để đạt được mục tiêu đã định. Các nhà quản lý ngoài việc quan tâm đến mục tiêu và biện pháp thực hiện còn phải chú ý đến phản hồi của các nhóm đối tượng để kịp thời điều chỉnh. Như vậy, lợi ích căn bản của quản lý theo kết quả là gắn kết trách nhiệm cá nhân các nhà quản lý với việc tạo ra kết quả hoạt động của tổ chức. Tuy nhiên, để quản lý theo kết quả, các cơ quan hành chính nhà nước phải hình thành các kế hoạch chiến lược để gắn kết mục tiêu phát triển với kết quả hoạt động của tổ chức. Theo đó, có nhiều cấp độ kết quả đầu ra, tùy thuộc vào sự thực hiện chức năng, nhiệm vụ của Chính phủ/chính quyền địa phương/cơ quan hành chính/cá nhân mà kết quả đầu ra cuối cùng là chất lượng các dịch vụ mà cơ quan nhà nước cung cấp tới tổ chức, công dân.

Như vậy, có thể thấy mô hình quản lý theo kết quả có mục đích cao nhất là hướng tới hiệu quả thực thi công việc và sự hài lòng của chủ thể sử dụng dịch vụ hành chính công bao gồm: *Một là*, mức độ đáp ứng - dịch vụ hành chính công cung cấp kết quả như đã hứa, đồng thời quản lý việc giải quyết bất kỳ vấn đề nào xảy ra; *Hai là*, tính kịp thời - dịch vụ hành chính công phản hồi ngay tức thì đến việc liên hệ khách hàng đầu tiên và giải quyết những vấn đề một cách có trách nhiệm và nhanh chóng; *Ba là*, tính chuyên nghiệp - Đội ngũ nhân viên của cơ quan cung cấp dịch vụ hành chính công có đầy đủ năng lực, phục vụ khách hàng một cách công bằng; *Bốn là*, thông tin - khách hàng luôn nhận được những thông tin cập nhật về những cải cách của dịch vụ hành chính công; *Năm là*, thái độ - biểu hiện của đội ngũ nhân viên của cơ quan cung cấp dịch vụ hành chính công thể hiện sự thân thiện, lịch sự và thông cảm với yêu cầu của khách hàng.

2.2. Những vấn đề cần lưu ý khi vận dụng các mô hình cải cách hành chính công vào Việt Nam

2.2.1. Đối với mô hình quản lý công mới (NPM)

Ở các quốc gia phát triển đã sớm chuẩn bị được những tiền đề cơ bản cho quá trình chuyển đổi sang mô hình NPM, nhưng ngược lại với các quốc gia đang phát triển như Việt Nam thì việc áp dụng mô hình NPM vào hoạt động quản lý của khu vực công sẽ không dễ dàng vì nhiều lý do như: *Thứ nhất*, Việt Nam đi lên từ nền kinh tế kém phát triển, chưa hình thành đầy đủ các yếu tố của kinh tế thị trường, quy mô nền kinh tế nhỏ là những trở ngại lớn đối với các nước đang phát triển trong nỗ lực thực hiện cải cách, hoàn thiện tổ chức tổ bộ máy nhà nước, hiện đại hóa nền hành chính nhà nước, thực hiện các chính sách đãi ngộ thỏa đáng cho đội ngũ công chức, đấu tranh phòng chống tham nhũng... làm trong sạch và nâng cao chất lượng hoạt động của bộ máy công quyền cũng như tiến hành các hoạt động đầu tư cơ sở hạ tầng kinh tế - xã hội, chuẩn bị những tiền đề cần thiết để thu hút sự tham gia của khu vực tư vào hoạt động xã hội hóa dịch vụ công để nâng cao chất lượng hàng hóa, dịch vụ công phục vụ tốt hơn nhu cầu của người dân; *Thứ hai*, sự yếu kém của khu vực kinh tế tư nhân là nguyên nhân chủ yếu khiến cho việc cung cấp các dịch vụ công trở nên khó khăn đối với Việt Nam. Sự yếu kém không chỉ là do hạn hẹp của nguồn tài chính, năng lực quản lý mà còn ở tư duy, tầm nhìn chiến lược và khả năng cạnh tranh của khu vực tư; *Thứ ba*, Việt Nam còn thiếu và chưa xây dựng được một hệ thống pháp luật đầy đủ và hoàn chỉnh, một số lĩnh vực quan trọng chưa có quy định pháp luật điều chỉnh, sự chồng chéo, mâu thuẫn, loại trừ lẫn nhau hay chưa có sự tương xứng với những quy định của pháp luật quốc tế; *Thứ tư*, ý thức pháp luật của người dân chưa cao, ý thức về các quyền tự do, dân chủ chưa đầy đủ, chưa phát huy ý thức làm chủ của công dân trong đời sống xã hội, nhất là nhận thức về vấn đề bầu cử, ý thức tham gia xây dựng chính sách và thực hiện quyền kiểm tra, giám sát các cơ quan nhà nước và đội ngũ cán bộ, công chức còn hạn chế là những nguyên nhân chính trong quá trình xây dựng và hoàn thiện nhà nước pháp quyền cũng như mở rộng sự tham gia của người dân vào hoạt động của bộ máy chính quyền; *Thứ năm*, với một nền hành chính công truyền thống mang nặng tính quan liêu với bộ máy nhà nước cồng kềnh, nhiều tầng nấc; tâm lý ngại thay đổi của đại bộ phận cán bộ, công chức còn rất lớn trong đó có cả đội ngũ lãnh đạo, quản lý chủ chốt sẽ là một lực cản vô cùng lớn trong quá trình cải cách nếu như các quốc gia đang phát triển không xây dựng cho mình hệ thống các giải pháp thích ứng với đặc điểm tình hình cụ thể của từng quốc gia; *Thứ sáu*, tuy là nhân tố giữ vai trò quyết định trong hoạt động quản lý công nhưng với trình độ của đội ngũ cán bộ, công chức các cấp còn thấp, chưa đáp ứng được yêu cầu, nhiệm vụ, nhất là năng lực lãnh đạo, quản lý và các kiến thức về pháp luật, kinh tế, ngoại ngữ, tin học,... điều này cản trở rất nhiều khi thực hiện chủ trương phân cấp của trung ương cho chính quyền địa phương...

Từ thực tế trên cho thấy, việc áp dụng mô hình NPM đối với các nước đang phát triển như Việt Nam không phải là điều dễ dàng, trong đó trước mắt cần chú trọng một số giải pháp như: *Một là*, tiếp tục xây dựng và hoàn thiện hệ thống pháp luật quốc gia, sớm hình thành một hệ thống pháp luật đầy đủ, ổn định, thống nhất, cụ thể, khả thi, đảm bảo yêu cầu về tính hợp pháp, hợp lý của các quyết định pháp luật. Thay vì triển khai việc thực hiện phi quy chế hóa như các nước phát triển, công việc trước mắt của Việt Nam hiện nay là nâng cao chất lượng, hiệu quả các hoạt động lập pháp, lập quy của nhà nước trong bối cảnh

toàn cầu hóa nói chung và thực hiện các giải pháp đổi mới mô hình quản lý công nói riêng. Trong đó, chú trọng hoàn thiện thể chế về: Cơ chế kiểm soát việc thực thi quyền lực nhà nước; phân cấp, phân quyền trong thực hiện chức năng, nhiệm vụ giữa các cấp chính quyền theo hướng đẩy mạnh phân cấp cho địa phương, cơ sở và những quy định để đảm bảo việc thực hiện trên thực tế các quyền tự do, dân chủ của công dân... *Hai là*, đẩy mạnh các hoạt động cải cách hành chính. Xây dựng bộ máy hành chính nhà nước tinh gọn, quản lý đa ngành, đa lĩnh vực, phân định rõ chức năng nhiệm vụ, quyền hạn giữa các cơ quan hành chính nhà nước. Đẩy nhanh tiến độ xây dựng và khai thác có hiệu quả Chính quyền điện tử trong giải quyết mối quan hệ giữa Nhà nước, tổ chức và công dân nhằm tăng cường tính công khai, minh bạch, hiệu lực, hiệu quả của hoạt động quản lý hành chính nhà nước và tăng cường sự hài lòng của người dân trong nỗ lực xây dựng Nhà nước “kiến tạo”. Hoàn thiện chế độ, chính sách về tiền lương, đào tạo, bồi dưỡng, đãi ngộ và đảm bảo chất lượng các Đề án vị trí việc làm, đẩy nhanh quá trình chuyển đổi mô hình công vụ chức nghiệp sang mô hình công vụ năng động, cạnh tranh để nâng cao ý thức, trách nhiệm và chất lượng hoạt động thực thi công vụ của đội ngũ công chức; *Ba là*, đẩy mạnh phát triển khu vực kinh tế tư nhân, chia sẻ trách nhiệm cùng với nhà nước trong phát triển kinh tế - xã hội và chăm lo cho cộng đồng. Tăng cường các hoạt động gặp gỡ, đối thoại trực tiếp giữa Chính phủ, chính quyền và doanh nghiệp để lắng nghe, chia sẻ và tháo gỡ những khó khăn cho doanh nghiệp. Tiếp tục hoàn thiện thể chế về kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, tạo điều kiện thuận lợi về cơ chế, chính sách, thủ tục hành chính, nhất là việc tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài nước để doanh nghiệp “khởi nghiệp” và phát triển. Trong đó, quan trọng nhất và yếu nhất hiện nay vẫn là khâu tổ chức thực hiện những quy định, chính sách và những cam kết của Nhà nước đối với cộng đồng các doanh nghiệp; *Bốn là*, tư nhân hóa cung cấp dịch vụ công là một trong những nội dung quan trọng của mô hình “quản lý công mới” nhưng để áp dụng nó vào các nước đang phát triển như nước ta cần có một quá trình chuẩn bị theo từng bước. Trong điều kiện khu vực kinh tế tư nhân còn yếu cả về năng lực tài chính, kinh nghiệm và tầm nhìn chiến lược thì có thể nói việc xã hội hóa từng phần các dịch vụ công nhằm thu hút tối đa các nguồn lực trong xã hội dưới sự kiểm soát của nhà nước vẫn là một trong những phương án tối ưu nhất hiện nay; *Năm là*, nâng cao nhận thức của đội ngũ cán bộ, công chức trong đó có đội ngũ làm công tác lãnh đạo, quản lý chủ chốt các cấp về ý nghĩa và sự cần thiết của việc xây dựng mô hình “quản lý công mới” cũng là một giải pháp mang tính chất căn cơ hiện nay; *Sáu là*, tăng cường phát huy dân chủ, mở rộng sự tham gia của nhân dân vào hoạt động quản lý khu vực công. Đồng thời, nâng cao trách nhiệm, chất lượng và thái độ cũng như cung cách phục vụ người dân của đội ngũ công chức của mình trong tiếp xúc, giao dịch và giải quyết các thủ tục hành chính cho công dân, tổ chức...

2.2.2. Đối với mô hình “quản trị nhà nước tốt” (Good Governance)

Hiện nay, nền hành chính ở Việt Nam vẫn đang còn nhiều mặt hạn chế, yếu kém, chưa đáp ứng đòi hỏi của nhịp điệu phát triển kinh tế - xã hội của đất nước trong thời kỳ mới. Do vậy, việc vận dụng mô hình “quản trị nhà nước tốt” sẽ gặp một số vấn đề khó khăn như: *Một là*, vẫn chưa tạo lập được một hệ thống thể chế đầy đủ, đồng bộ, phù hợp với yêu cầu phát triển nền kinh tế thị trường định hướng XHCN và dân chủ hóa đời sống xã hội trong điều kiện mở cửa hội nhập quốc tế và tiến bộ khoa học công nghệ của thế giới hiện đại. Chưa xác định được một cách đầy đủ, rõ ràng về khung khổ thể chế cần phải có cho quản lý các hoạt động kinh tế - xã hội của đất nước trong điều kiện mới. Những bổ sung, sửa đổi về mặt thể chế mặc dù rất tích cực nhưng chất lượng còn nhiều hạn chế; mang tính chấp vá, thiếu đồng bộ và vẫn còn bị ảnh hưởng bởi thể chế cũ - thể chế quản lý tập trung quan liêu, bao cấp; *Hai là*, thủ tục hành chính tuy đã có những tiến bộ nhất định nhưng nhìn chung vẫn còn nhiều phức tạp, rườm rà, gây không ít phiền toái cho doanh nghiệp và người dân; chủ yếu vẫn theo cơ chế “xin - cho”. Cơ chế “một cửa” tuy được triển khai rất rộng rãi nhưng còn mang tính hình thức, chưa có chuyển biến thực sự về chất trong quan hệ giữa Nhà nước với công dân; *Ba là*, việc điều chỉnh, đổi mới chức năng, nhiệm vụ của cả bộ máy hành chính Nhà nước cũng như của từng cấp, từng cơ quan hành chính còn rất chậm, chưa phù hợp với yêu cầu phát triển nền kinh tế thị trường định hướng XHCN, chưa phù hợp với thông lệ chung của thế giới trong bối cảnh toàn cầu hóa; *Bốn là*, cơ cấu bộ máy hành chính nhà nước vẫn đang còn rất cồng kềnh, đồ sộ,

hiều tầng cấp trung gian. Việc phân cấp Trung ương - địa phương vẫn rất chậm chạp; *Năm là*, phương thức quản lý điều hành của bộ máy hành chính các cấp vẫn theo chế độ làm việc tập thể, quyết định theo đa số có nhiều hạn chế nhưng chậm được thay đổi. Hoạt động quản lý điều hành hành chính, cũng như các dạng quản lý điều hành khác, đòi hỏi phải theo chế độ thủ trưởng, phải đề cao vai trò và trách nhiệm của người đứng đầu thì mới đảm bảo nhanh nhạy, hiệu lực, hiệu quả; *Sáu là*, chất lượng đội ngũ cán bộ, công chức còn nhiều mặt chưa đáp ứng được yêu cầu đổi mới, phát triển đất nước. Công tác kiểm tra, thanh tra công vụ và xử lý cán bộ, công chức có vi phạm pháp luật tiến hành chưa nghiêm minh, chưa thường xuyên, thiếu khách quan, công bằng dẫn đến kém hiệu quả, ít tính giáo dục, răn đe, làm gương... *Bảy là*, hệ thống thể chế và nền hành chính còn thiếu sự minh bạch, thiếu trách nhiệm giải trình và khả năng tiên liệu thấp.

Trong bối cảnh nêu trên, để áp dụng tốt hơn mô hình “quản trị nhà nước tốt” vào Việt Nam, cần phải: tạo sự chuyển đổi mạnh về chất sang nền kinh tế thị trường định hướng XHCN. Sự vận hành nền kinh tế theo các quy luật của thị trường sẽ tác động sâu sắc và đặt ra yêu cầu phải đổi mới mạnh mẽ vai trò, chức năng của Nhà nước nói chung và của nền hành chính nhà nước nói riêng, đòi hỏi phải chuyển mạnh từ nền hành chính “cai trị” sang nền hành chính “phục vụ”, xóa bỏ triệt để cơ chế “xin - cho”, phải khắc phục sự can thiệp trực tiếp, tùy tiện vào các hoạt động của doanh nghiệp, phải tôn trọng và tạo thuận lợi cho người dân và doanh nghiệp trong mọi hoạt động kinh tế - xã hội; kinh tế thị trường đòi hỏi Nhà nước và nền hành chính phải thúc đẩy sự phát triển nhanh, bền vững kinh tế đất nước, phải đối xử bình đẳng với các thành phần kinh tế khác nhau, tạo ra “sân chơi”, “luật chơi” phù hợp với quy luật của thị trường và thực hiện tốt vai trò của người “trọng tài” khách quan, công bằng trong việc kiểm tra, kiểm soát việc chấp hành pháp luật, chính sách của các chủ thể tham gia các hoạt động kinh tế - xã hội.

2.2.3. Đối với mô hình quản lý theo kết quả

Mô hình này đã được áp dụng thí điểm mô hình này tại một số cơ quan hành chính nhà nước ở Việt Nam từ năm 2007 đến nay. Tuy nhiên, trong quá trình thực hiện, vẫn còn có những vấn đề đặt ra như: *Một là*, mục tiêu cải thiện hiệu quả quá rộng, khó đo lường hoặc một số mục tiêu cần có thời gian dài hơn một năm mới đạt được, vì đây là điểm đặc thù của cơ quan hành chính nhà nước; *Hai là*, chưa đánh giá đầy đủ tình hình hiện tại trước khi lập kế hoạch hoạt động. Vì vậy, các chỉ số thành công đưa ra chưa phản ánh đầy đủ các mục tiêu cần đạt được, đôi khi còn mang tính ước lệ; *Ba là*, do cơ quan hành chính nhà nước phải tuân thủ các quy định của pháp luật nên nhiều thủ tục nằm ngoài thẩm quyền của cơ quan, đơn vị thực hiện; *Bốn là*, do làm thí điểm nên đề án chưa chú trọng đầy đủ tới hai yếu tố là việc quản lý nguồn lực và hệ thống cơ quan quản lý. Vì vậy, dù đơn vị làm việc phân công nhiệm vụ đã tương đối rõ ràng, song các chỉ số thực thi công việc lại không gắn với hệ thống đánh giá cán bộ, công chức. Vì thế, chưa có công cụ chính thức để đánh giá và thống nhất về biện pháp cải tiến thực thi công việc của cán bộ, công chức; *Năm là*, thiếu nguồn lực vật chất, nguồn lực con người, phối hợp hoặc phối hợp kém và khó xác định được chỉ số thực thi phù hợp.

Như vậy, trong thời gian tới, để nâng cao hiệu quả của mô hình quản lý thực thi công việc theo kết quả, cần thực hiện một số giải pháp như: *Thứ nhất*, hoàn thiện thể chế công vụ, đặc biệt là những quy định về nguyên tắc công vụ, chế độ công vụ, sự phân công lao động rõ ràng trong cơ quan, xác định rõ nhiệm vụ, quyền hạn, thẩm quyền của các chức vụ trong cơ quan, trách nhiệm của cán bộ, công chức khi thực thi công vụ. Vì thể chế là cơ sở pháp lý để cơ quan, tổ chức hành chính nhà nước làm căn cứ phân công lao động một cách rõ ràng, thống nhất quản lý theo chiều dọc các mục đích, mục tiêu của cơ quan, đơn vị; đồng thời phối hợp theo chiều ngang nơi mục tiêu được truyền tải tới toàn thể cơ quan, đơn vị. Do đó, các hệ thống, quy trình quản lý được chính thức hóa để kết nối các đơn vị trong cơ quan, đơn vị một cách nhất quán trong thực thi công vụ. Đây cũng là căn cứ để cơ quan, đơn vị áp dụng đồng bộ trong toàn hệ thống từ trao chức năng, nhiệm vụ, thẩm quyền đến hoạt động đánh giá, tránh tình trạng công chức thực thi công việc nhưng các chỉ số thực thi công việc đó lại không gắn với hệ thống đánh giá cán bộ, công chức; *Thứ hai*, tiếp tục cải cách thủ tục hành chính, thực hiện theo cơ chế “một cửa”, “một cửa liên thông”, đặc biệt là việc thực hiện chế độ phân quyền, phân cấp trong quy định thủ tục hành chính cho

chính quyền địa phương một cách khoa học, hợp lý, tránh tình trạng máy móc trong nhận thức và thực hiện thủ tục hành chính. Qua đó, khắc phục sự cứng nhắc của các quy định pháp luật, nhiều thủ tục nằm ngoài thẩm quyền của cơ quan, tổ chức thực thi công vụ; đồng thời có cơ chế quản lý hợp lý - thông qua quá trình quản lý theo dõi công việc, những tiến triển của công việc hàng ngày nhằm sớm xác định vấn đề ngay khi phát sinh và có cách thức điều chỉnh phù hợp; *Thứ ba*, sắp xếp, bố trí lại công việc phù hợp với chuyên môn, năng lực của cán bộ, công chức nhằm phát huy năng lực cá nhân để hoàn thành tốt nhiệm vụ được giao, góp phần vào việc hoàn thành mục tiêu chung của cơ quan, đơn vị. Đồng thời, qua việc sắp xếp, bố trí lại tiến hành tinh giản biên chế của bộ máy hành chính; kiên quyết đưa ra khỏi bộ máy hành chính những công chức không đủ năng lực chuyên môn, phẩm chất chính trị, đạo đức, khả năng thực hiện công việc được giao theo vị trí việc làm; khuyến khích những người có công trạng, có thành tích cao, hiệu quả trong hoạt động công vụ; *Thứ tư*, việc đánh giá cán bộ, công chức cần dựa trên cơ sở tiêu chí hiệu quả công việc, lấy kết quả, hiệu quả công việc làm căn cứ cơ bản để đánh giá cán bộ, công chức, bổ nhiệm vào các chức vụ quản lý, thi nâng ngạch công chức. Hiện nay tiêu chí đánh giá chưa gắn với các trọng số nhất định và được áp dụng chung cho tất cả công chức ở mọi vị trí công việc khác nhau ở tất cả các cơ quan mà chưa có sự phân biệt giữa các cơ quan và vị trí công việc. Hơn nữa, việc xác định mục tiêu của tổ chức, đơn vị làm căn cứ để xác định mục tiêu cá nhân chưa được quan tâm và áp dụng trong cơ quan hành chính nhà nước. Đồng thời, do chưa có bản mô tả công việc cho các vị trí việc làm nên không có cơ sở để đánh giá theo những tiêu chí rõ ràng. Mỗi liên hệ giữa mục tiêu cá nhân và mục tiêu của tổ chức rất mờ nhạt. Trong nhiều trường hợp, cá nhân khó có điều kiện để hiểu được các mục tiêu của tổ chức; *Thứ năm*, áp dụng chế độ khoán cho từng hoạt động hành chính nhà nước một cách khoa học, gắn với hoạt động tuyển dụng và sử dụng người có đủ năng lực để đảm nhận các vị trí công việc nhất định. Qua đó, cơ quan hành chính nhà nước có điều kiện trả lương theo công sức mà đội ngũ cán bộ, công chức bỏ ra; ngược lại, cán bộ, công chức có động lực để hoàn thành công việc được giao, từ đó cơ quan, đơn vị tiết kiệm được thời gian, tiền và các nguồn lực khác để tập trung vào thực hiện các công việc theo kế hoạch, mục tiêu đã được xác định; *Thứ sáu*, xây dựng chính sách tiền lương hợp lý. Gắn việc trả lương với kết quả thực thi công việc bởi tiền lương là mối quan tâm hàng đầu và là động lực làm việc của người lao động trong bất cứ tổ chức nào. Do vậy, xây dựng một hệ thống chính sách tiền lương khoa học, hợp lý, làm đòn bẩy kích thích năng suất và hiệu quả lao động luôn là nhiệm vụ quan trọng đặt ra cho các cơ quan nhà nước, đặc biệt trong bối cảnh chính sách tiền lương, đãi ngộ đối với khu vực nhà nước kém hấp dẫn hơn so với khu vực tư nhân và tình trạng chảy máu chất xám trong các cơ quan nhà nước ngày càng gia tăng. Cơ chế “bình quân chủ nghĩa”, “đến hẹn lại lên” trong phương thức trả lương và nâng bậc lương cho công chức cũng là một điểm yếu trong chính sách tiền lương hiện nay. Nhiều người có tuổi nhưng thiếu năng lực vẫn nghiêm nhiên được hưởng lương cao gấp hai, gấp ba những công chức trẻ có năng lực thật sự. Không có sự khác nhau rõ ràng trong cơ chế trả lương giữa công chức làm việc với chất lượng và hiệu quả khác nhau. Dù làm nhiều hay ít, hiệu quả hay không, miễn là không bị kỷ luật, công chức vẫn sẽ được trả lương theo ngạch, bậc hay theo bảng cấp, thâm niên. Thực tế đó đang dần triệt tiêu động lực làm việc và sự phát triển của công chức.

Nhìn chung, để xây dựng được hệ thống quản lý theo kết quả, đòi hỏi phải có tầm nhìn đúng vài dài hạn; phải phân tích đúng tình huống; có chiến lược và kế hoạch hợp lý; xây dựng được các chỉ số cho kết quả mục tiêu, làm cơ sở cho hệ thống giám sát, đánh giá; lựa chọn công cụ giám sát, đánh giá phù hợp; quản lý tổ chức để đạt được mục tiêu, không chỉ dừng lại ở việc thực hiện các hoạt động; liên tục bám sát diễn biến và kết quả thực thi công vụ ở từng đơn vị thông qua hệ thống mạng công nghệ thông tin.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

[1] Chiavo Campo và P.S.A. Sundaram (2007) (bản dịch), *Phục vụ và duy trì: Cải thiện hành chính công trong một thế giới cạnh tranh*, Nxb. Chính trị quốc gia, Hà Nội.

[2] Nguyễn Thị Hồng Hải (2013), *Quản lý thực thi công vụ theo định hướng kết quả*, Nxb. Lao động, Hà Nội.

[3] Nguyễn Khắc Hùng & Yeo Hua Poon (2015), *Bài học kinh nghiệm về thí điểm hệ thống quản lý thực thi công tác theo kết quả tại 5 tỉnh thuộc chương trình GOPA, trong khuôn khổ chương trình Quản trị nhà nước và Cải cách hành chính giai đoạn II (GOPA II, 2012 – 2015) do Đan Mạch tài trợ*, Nxb. Lao động, Hà Nội.

[4] Naz (2003), “Origin, Ideas and Practice of New Public Management: Lessons for Developing countries”, *Asian Affairs*, Vol. 25, (No. 3), 30-48.

[5] Polidano và Hulme (1999), “Public management reform in developing countries: issues and outcomes”, *Public Management: An international Journal of research and theory*, 1461-997 X, Vol.1, (Issue 1:1999), 121-132.

NGHIÊN CỨU VỀ TÁC ĐỘNG CỦA QUY MÔ ĐẾN MỨC ĐỘ CHẤP NHẬN RỦI RO CỦA CÁC NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI VIỆT NAM

THE RESEARCH ON THE IMPACT OF BANK SIZE ON THE RISK-TAKING OF VIETNAMESE COMMERCIAL BANKS

Lê Ngọc Lưu Quang, Lê Hoàng Anh

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Huế

lnlquang@hce.edu.vn

TÓM TẮT

Đề tài nghiên cứu tác động của quy mô ngân hàng đến mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam. Tác giả sử dụng mô hình nghiên cứu trên dữ liệu bảng của 28 ngân hàng thương mại cổ phần Việt Nam trong giai đoạn 2009 - 2017. Đề tài phát hiện quy mô ngân hàng có tương quan dương với mức độ chấp nhận rủi ro trong hệ thống các ngân hàng được kiểm tra trong giai đoạn sau khủng hoảng tài chính từ năm 2013 - 2017. Việc phân tích chi tiết các nhân tố cấu thành biến đo lường mức độ chấp nhận rủi ro (Z-score) cho thấy mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam chủ yếu thông qua gia tăng mức độ đòn bẩy tài chính. Ngoài ra, các yếu tố quản trị cũng được đưa vào mô hình nghiên cứu như là một phương tiện để giải thích hệ quả của các cơ chế quản trị tại các ngân hàng thương mại Việt Nam với mức độ chấp nhận rủi ro. Nghiên cứu phát hiện các ngân hàng có quản trị tốt hơn thì sẽ giảm thiểu rủi ro trong hoạt động.

Từ khóa: *Quy mô ngân hàng, mức độ chấp nhận rủi ro, quản trị, khủng hoảng tài chính, đòn bẩy tài chính.*

ABSTRACT

The primary aim of this study is to examine the impact of bank size on the risk-taking of Vietnamese commercial banks. The author uses the research model on the panel data of 28 Vietnamese commercial banks in the period of 2009 - 2017. The study found that bank size is positively correlated with the risk-taking in the listed banks was tested in the period after the financial crisis from 2013 to 2017. The detailed analysis of the constituents measuring the risk-taking (Z-score) showed its of Vietnamese commercial banks is mainly through increasing the financial leverage. In addition, corporate governance are also included in the research model as a means of explaining the consequences of governance mechanisms in Vietnamese commercial banks with risk tolerance. The study found that banks with better corporate governance will minimize operational risks.

Keywords: *Bank risk, risk-taking, corporate governance, financial crisis, bank leverage.*

1. Đặt vấn đề

Theo định hướng phát triển hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam, các ngân hàng có xu hướng hợp nhất với nhau hoặc có xu hướng mua lại các ngân hàng khác. Mục tiêu hướng đến là xây dựng một hệ thống ngân hàng thương mại hoạt động có hiệu quả, nâng cao chất lượng và giảm thiểu rủi ro trong hoạt động. Kết quả quan trọng của việc sáp nhập và mua lại là sự gia tăng quy mô ngân hàng. Tuy nhiên, liệu rằng khi gia tăng quy mô có đảm bảo được giảm thiểu rủi ro trong hoạt động của các ngân hàng thương mại hay không. Theo các chuyên gia trên thế giới, khi các ngân hàng gia tăng quy mô đến ngưỡng “too big, too fail” hay còn gọi là trạng thái quá lớn để sụp đổ, thì các ngân hàng có nhiều động cơ để gia tăng mức độ chấp nhận rủi ro trong hoạt động để tìm kiếm lợi nhuận. Nguyên nhân là do khi quy mô gia tăng đạt ngưỡng “too big, too fail” thì ngân hàng đó đã trở thành một đối tượng có kết nối rộng khắp với nền kinh tế và sự sụp đổ của ngân hàng đó sẽ là một sự kiện lớn và thảm khốc, có thể tác động xấu đến toàn bộ nền kinh tế của đất nước. Vì vậy, Chính phủ buộc phải đảm bảo đứng ra can thiệp nhằm tránh trường hợp các ngân hàng này phá sản hoặc mất khả năng thanh khoản để giữ cho hệ thống được ổn định và ngăn ngừa sự sụp đổ hệ thống tài chính của nền kinh tế. Thực tế, các chính sách bảo trợ liên quan đến các ngân hàng “too big, too fail” đã bị nhiều chuyên gia chỉ trích, là một trong những yếu tố chính làm méo mó các chính sách ưu đãi của các doanh nghiệp tài chính, đóng vai trò then chốt trong cuộc khủng hoảng tài chính thế giới gần đây. Mặt trái của các chính sách này gây ra rủi ro đạo đức, bởi vì các doanh nghiệp tài chính có thể nhận được hỗ trợ của chính phủ nên có động cơ để gia tăng rủi ro hoạt động. Kết quả làm gia tăng những rủi ro mà toàn xã hội phải gánh chịu.

Hiện nay có nhiều nghiên cứu của các chuyên gia, nhà kinh tế về ảnh hưởng của quy mô đến mức độ chấp nhận rủi ro của các công ty, tổ chức tài chính, ngân hàng... Tuy nhiên, tác giả ghi nhận có nhiều kết luận khác nhau về vấn đề này. Có thể kể đến các nghiên cứu của Baker, Dean và Travis McArthur (2009); Balach và cộng sự, Sudhakar, Bruce Kogut và Hitesh Harnal (2010); Ray Barrell, Philip Davis, Tatiana Fic và Dilruba Karim (2011), Sanjai Bhagat và cộng sự (2015). Theo nghiên cứu của Sanjai Bhagat và cộng sự nhận thấy, quy mô ngân hàng càng lớn thì mức độ chấp nhận rủi ro càng cao, thậm chí khi kiểm soát các đặc điểm khác có thể quan sát được, chẳng hạn như quản trị doanh nghiệp và cơ cấu sở hữu. Điều này phù hợp với quan điểm cho rằng các chính sách về "too big, too fail" làm méo mó những ưu đãi về rủi ro của các tổ chức tài chính. Các nhà hoạch định chính sách đề xuất một loạt các quy định để định hình lại các định chế tài chính để giải quyết vấn đề liên quan đến các tổ chức tài chính đã đạt đến trạng thái "too big, too fail", như việc hạn chế quy mô. Lý do là các cơ quan quản lý tin rằng tổ chức tài chính càng lớn, thì càng có khả năng đạt đến trạng thái "quá lớn để sụp đổ" và dễ gây ra rủi ro hệ thống. Những người ủng hộ đề xuất này cho rằng điều này sẽ ngăn cản các doanh nghiệp tài chính trở nên quá lớn, khiến giảm thiểu nguy cơ cho nền kinh tế. Tuy nhiên, những người phản đối đề xuất này thì cho rằng sự kiểm chế này có thể làm suy giảm khả năng cạnh tranh toàn cầu của ngành tài chính quốc gia và gây mất thị phần. Ngoài ra, họ cũng cảnh báo rằng việc hạn chế quy mô có thể có những tác động không mong muốn, như thiếu đa dạng hóa rủi ro tín dụng. Mặt khác, việc xác định chính xác ngưỡng "too big, too fail" cho từng đối tượng mỗi khu vực, quốc gia là khó khăn.

Ngành ngân hàng tại Việt Nam đã trải qua một sự tăng trưởng nhanh chóng trong 20 năm qua. Trong một thời gian, các ngân hàng thương mại gia tăng quá nóng cả về quy mô và mức độ hoạt động để tìm kiếm lợi nhuận mà không có sự quan tâm đúng mức đến khả năng rủi ro có thể gặp phải. Các ngân hàng thương mại Việt Nam luôn tự tin về sự bảo đảm của Chính phủ về những hỗ trợ trong quá trình hoạt động, đặc biệt là khi đối mặt với hậu quả do thua lỗ. Điều này làm nảy sinh các vấn đề nguy hại cho nền kinh tế. Vậy liệu có mối tương quan giữa quy mô và mức độ chấp nhận rủi ro tại các ngân hàng thương mại Việt Nam? Hiện nay, quy mô của các ngân hàng thương mại Việt Nam có sự chênh lệch khá lớn. Liệu rằng sự khác biệt trong quy mô có ảnh hưởng đến mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam? Đối với Việt Nam, liệu rằng quy mô có phải là vấn đề quan trọng đến việc giảm thiểu mức độ chấp nhận rủi ro trong hệ thống ngân hàng thương mại? Sử dụng dữ liệu thu thập được từ hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam, tác giả kiểm tra sự thay đổi của quy mô có tác động đến mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam hay không? Bên cạnh đó, việc tác giả sử dụng Z-score làm biến đo lường mức độ chấp nhận rủi ro với các nhân tố cấu thành là, đòn bẩy tài chính (CAR), lợi nhuận trên tài sản (ROA) và sự biến động của thu nhập ($\sigma(\text{ROA})$) cho phép tìm hiểu sâu hơn mối liên hệ với quy mô nhằm xác định nguyên nhân chính dẫn đến mối quan hệ này để đưa ra được chính sách giúp cho việc hoạch định chính sách quản lý rủi ro hệ thống ngân hàng hiệu quả hơn.

Xuất phát từ thực tiễn nêu trên, tác giả đã quyết định chọn đề tài "Nghiên cứu về quy mô, đòn bẩy tài chính và mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam" cho nghiên cứu của mình với mong muốn bổ sung kết quả minh chứng vững hơn cho tác động của quy mô đến mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại tại Việt Nam.

Mục tiêu nghiên cứu của đề tài nhằm cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động của quy mô hoạt động đối với mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại cổ phần trong hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam. Ngoài ra, đề tài còn nhằm mục tiêu tìm hiểu thêm các yếu tố khác như quản trị ngân hàng, sở hữu của CEO, khủng hoảng kinh tế,... có tác động như thế nào đến mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam. Từ mục tiêu nghiên cứu này, đề tài đặt ra các câu hỏi:

Mối quan hệ giữa quy mô và mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam là như thế nào?

Việc sở hữu cổ phần của CEO/ban quản trị có ảnh hưởng gì đến việc giảm thiểu rủi ro của các Ngân hàng hay không?

Tác động của quy mô đến mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam diễn ra trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế thế giới và sau giai đoạn khủng hoảng kinh tế thế giới có điều gì khác biệt?

Những yếu tố cấu thành trong thước đo về quy mô có tác động như thế nào đến mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam? Có phải nguyên nhân chính là do đòn bẩy tài chính hay không?

2. Tổng quan nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

2.1. Tổng quan nghiên cứu

Qua tìm hiểu, tác giả ghi nhận có nhiều nghiên cứu liên quan đến tác động của quy mô đến mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng trên thế giới. Có thể kể đến các nghiên cứu của Baker, Dean và Travis McArthur (2009); Balach và cộng sự, Sudhakar, Bruce Kogut và Hitesh Harnal (2010); Ray Barrell, Philip Davis, Tatiana Fic và Dilruba Karim (2011). Trong đó có nghiên cứu của Sanjai Bhagat và cộng sự (2015) là nghiên cứu chủ đạo cho đề tài của tác giả. Nghiên cứu "Size, Leverage and Risk-taking of Financial Institutions" của Sanjai Bhagat và cộng sự điều tra mối liên hệ giữa quy mô và mức độ chấp nhận rủi ro trong tổ chức tài chính giai đoạn 2002-2012, được thực hiện trên mẫu dữ liệu có 6.277 quan sát, bao gồm 599 ngân hàng thương mại, 60 ngân hàng đầu tư và 43 công ty bảo hiểm. Kết quả thu được từ mẫu nghiên cứu ghi nhận khi quy mô hoạt động càng lớn thì mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng càng gia tăng, thậm chí khi kiểm soát các đặc điểm khác có thể quan sát được, chẳng hạn như tỷ lệ tài sản trên thị trường, quản trị doanh nghiệp và cơ cấu sở hữu. Điều này phù hợp với quan điểm cho rằng các chính sách về "too big, too fail" làm méo mó những ưu đãi về rủi ro của các ngân hàng. Bên cạnh đó, các ngân hàng tham gia vào quá nhiều rủi ro thông qua đòn bẩy tài chính. Những phát hiện này cho thấy thay vì giới hạn quy mô doanh nghiệp, các nhà hoạch định chính sách cần tăng cường các quy định về yêu cầu về vốn để kiểm soát rủi ro của các ngân hàng nhằm đạt hiệu quả cao hơn. Ngoài ra, nghiên cứu còn ghi nhận tác động của yếu tố quản trị trong việc giảm thiểu mức độ chấp nhận rủi ro của ngân hàng. Về mặt chính sách quản lý rủi ro, những phát hiện này cho thấy rằng vấn đề chấp nhận rủi ro quá mức có thể bị hạn chế bằng cách tập trung vào công tác quản trị.

Bên cạnh các yếu tố cơ bản về lý thuyết của hiệu ứng quy mô ngân hàng, nhiều học giả đã thực hiện các nghiên cứu thực nghiệm về chủ đề này, vì họ cho rằng đây là một vấn đề chính sách quan trọng đối với sự ổn định của hệ thống ngân hàng. Saunders và cộng sự (1990) đã kiểm tra một mẫu của 38 ngân hàng lớn niêm yết tại Mỹ. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thu thập từ Call Report, với độ lệch chuẩn theo ngày của cổ phiếu đại diện cho mức độ chấp nhận rủi ro, và tổng tài sản đại diện cho biến quy mô. Nghiên cứu kết luận được mức độ chấp nhận rủi ro gia tăng đồng thời với độ lớn của quy mô hoạt động trong nhóm các ngân hàng ở Mỹ được khảo sát.

Cuộc khủng hoảng tài chính gần đây đã tạo ra sự quan tâm lớn trong việc nghiên cứu về tác động của quy mô hoạt động đến mức độ chấp nhận rủi ro của các tổ chức tài chính trên thế giới. Laeven và Levine (2009) sử dụng bộ dữ liệu của 270 ngân hàng trong giai đoạn từ năm 1996-2001 từ Bankscope Bankers Almanac. Z-score được chọn làm biến phụ thuộc đại diện cho mức độ chấp nhận rủi ro và logarit của tổng tài sản đại diện cho quy mô hoạt động. Một nghiên cứu tương tự được thực hiện bởi Houston và cộng sự (2010) trên nhóm các ngân hàng trong giai đoạn từ năm 2000-2007 với 2.400 quan sát ở 69 quốc gia. Điểm khác biệt ở nghiên cứu này là nhóm tác giả xây dựng biến phụ thuộc đại diện cho mức độ chấp nhận rủi ro là Z-score, ROA, CAR và $\sigma(\text{ROA})$. Kết quả nghiên cứu đưa ra kết luận tương đồng là quy mô hoạt động càng lớn thì mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng cũng gia tăng.

Tuy nhiên, trái ngược với kết luận của các nghiên cứu kể trên, Stiroh (2006) cũng tiến hành nghiên cứu trên mẫu 400 ngân hàng lớn niêm yết tại Mỹ giai đoạn từ năm 1997 đến năm 2004 thông qua dữ liệu từ Y-9C Report. Nghiên cứu phát hiện quy mô ngân hàng càng lớn thì mức độ chấp nhận rủi ro lại càng thấp, hay nói cách khác, các ngân hàng có quy mô lớn có mức độ chấp nhận rủi ro ít hơn.

Bên cạnh quy mô, quản trị doanh nghiệp cũng là một yếu tố tác động đến mức độ chấp nhận rủi ro của các tổ chức tài chính. Theo một nghiên cứu của Cheng và cộng sự (2010) thực hiện trên mẫu các tổ chức tài chính tại Mỹ, kết quả ghi nhận tác động cùng chiều của khoản tiền thưởng cho nhà điều hành với mức độ chấp nhận rủi ro, hay nói cách khác, ngân hàng có khoản thưởng cao thì sẽ làm gia tăng mức độ chấp nhận rủi ro.

Tuy nhiên, mối quan hệ này có thể đi ngược hướng. Theo Rajan (2006) và Diamond và Rajan (2009), hoạt động của các giám đốc điều hành được đánh giá dựa trên thu nhập liên quan đến đồng nghiệp của họ. Với áp lực này, các nhà quản lý có động cơ để gia tăng mức độ chấp nhận rủi ro đối với các khoản đầu tư mang lại lợi nhuận trong ngắn hạn, ngay cả khi các nhà quản lý nhận ra rằng loại chiến lược này không thực sự tạo ra giá trị, thì mong muốn tăng giá chứng khoán và danh tiếng cá nhân có thể trở thành lựa chọn hấp dẫn nhất cho họ. Nếu các nghiên cứu này là đúng, tác giả cho rằng các tổ chức tài chính với quản trị tốt hơn đã đặt ra các ưu đãi và kiểm soát để tránh rủi ro không mang lại lợi ích cho cổ đông. Như vậy, chúng ta sẽ thấy một mối tương quan âm giữa quản trị doanh nghiệp và mức độ chấp nhận rủi ro hay nói cách khác, tổ chức tài chính có quản trị càng tốt thì mức độ chấp nhận rủi ro càng thấp. Tác giả cho rằng Diamond và Rajan (2009) có liên quan nhiều hơn đến nghiên cứu của tác giả vì nghiên cứu được thiết kế đặc biệt cho các định chế tài chính.

Mối liên hệ giữa quyền sở hữu của giám đốc và mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng cũng được ghi nhận. Saunders và cộng sự (1990) cho rằng, quyền sở hữu của nhà quản lý ngân hàng có mối tương quan dương với việc chấp nhận rủi ro, hay nói cách khác, quyền sở hữu của nhà quản lý càng lớn thì mức độ chấp nhận rủi ro càng cao và ngược lại. Kết luận này được giải thích bởi cơ chế liên kết lợi ích ở cấp độ doanh nghiệp bằng cách tăng nắm giữ cổ phần của các nhà quản lý để hướng lợi ích cá nhân của họ tới các cổ đông và do đó giảm bớt chi phí cho các vấn đề đại diện. Bhagat và cộng sự (2015) cùng với Sullivan và Spong (2007) đã chỉ ra mối liên hệ tương quan âm giữa quyền sở hữu của giám đốc và mức độ chấp nhận rủi ro, ủng hộ quan điểm về hiệu ứng 'cổ thủ' trong khi Simpson và Glory (1999) cùng với Gropp và Köhler (2010) cho rằng các ngân hàng do các nhà quản lý sở hữu có nhiều điều kiện hơn để gia tăng mức độ chấp nhận rủi ro cao hơn so với các ngân hàng được kiểm soát bởi những người không phải là chủ sở hữu, phù hợp với dự đoán dưới tác động của hiệu ứng "khuyến khích".

Phần trên, tác giả đã tiến hành tổng hợp các nghiên cứu trên thế giới để có góc nhìn tổng quan về vấn đề này. Tại Việt Nam, theo tìm hiểu của tác giả, nghiên cứu về mối quan hệ giữa quy mô và mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam hầu như rất ít. Nghiên cứu của Man Duy Pham (2016) về mối quan hệ giữa quy mô hoạt động, cấu trúc sở hữu và mức độ chấp nhận rủi ro tại các ngân hàng thương mại Việt Nam, tính đến tác động từ quyền sở hữu của chính phủ, thực hiện trên bộ dữ liệu bảng của 30 ngân hàng thương mại Việt Nam trong giai đoạn 2006-2015, kết quả dựa trên các thông số kỹ thuật cho thấy quy mô ngân hàng có mối tương quan dương với mức độ chấp nhận rủi ro tại nhóm ngân hàng được nghiên cứu. Về cơ cấu sở hữu, chưa có phát hiện nào về tác động của quy mô ngân hàng đối với mức độ chấp nhận rủi ro trong trường hợp có sự thay đổi cổ phần của chính phủ, trong khi với trường hợp sở hữu nước ngoài thì được chứng minh quy mô hoạt động có tương quan âm với mức độ chấp nhận rủi ro.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Phương pháp lựa chọn mẫu và thu thập dữ liệu

Nguồn dữ liệu chính được sử dụng cho bài nghiên cứu được thu thập chủ yếu từ Vietstock và Vietdata, là các website lớn chuyên cung cấp dữ liệu kinh tế ở Việt Nam. Tác giả thu thập dữ liệu hằng năm của các ngân hàng thương mại cổ phần Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2009-2017.

Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng. Áp dụng vào đề tài, tác giả thu thập nhiều thông tin liên quan như: ROA, CAR, ... trong giai đoạn 2009-2017 của các ngân hàng thương mại Việt Nam để phục vụ vấn đề nghiên cứu. Ưu điểm của dữ liệu bảng dữ liệu chứa nhiều thông tin hữu ích hơn, tính biến thiên nhiều hơn, ít hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến hơn, nhiều bậc tự do hơn và hiệu quả cao hơn. Nhờ vậy, cho các kết quả ước lượng các tham số trong mô hình tin cậy hơn. Dữ liệu bảng cho phép xác định và đo lường tác động mà những tác động này không thể được xác định và đo lường khi sử dụng dữ liệu chéo hoặc dữ liệu thời gian.

Sau đó, tác giả thu thập thêm các thông tin còn thiếu thông qua việc tự thu thập từ báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của các ngân hàng thương mại cổ phần Việt Nam. Tác giả thu thập toàn bộ thông tin tài chính của hầu hết các ngân hàng thương mại Việt Nam (trừ các ngân hàng nước ngoài do hạch toán vào ngân hàng mẹ). Trong quá trình thu thập dữ liệu, mẫu nghiên cứu được sàng lọc và xử lý bằng cách xem xét đến dữ liệu của các ngân hàng thương mại Việt Nam qua các năm từ năm 2009-2017, nếu ngân hàng không có đủ số liệu, có số liệu bất thường hoặc có ít dữ liệu hơn 5 năm quan sát liên tục thì ngân hàng đó sẽ bị loại bỏ để có thể đưa ra kết quả chính xác hơn

Tổng số ngân hàng còn lại bao gồm 32 ngân hàng, tuy nhiên do 4 ngân hàng là: DongABank, Eximbank, PGbank, Oceanbank do không thu thập đủ dữ liệu và đang trong diện kiểm soát đặc biệt, cho nên xác định mẫu nghiên cứu gồm 28 ngân hàng thương mại cổ phần với 248 quan sát theo năm. Đây là mẫu đủ đại diện cho toàn bộ các ngân hàng thương mại cổ phần tại Việt Nam.

Đối với các dữ liệu để xây dựng chỉ số quản trị, tác giả sẽ dựa trên các thông tin được công khai ra bên ngoài. Các nguồn thông tin chính bao gồm: báo cáo thường niên, báo cáo tài chính, báo cáo quản trị, thông báo họp Đại hội đồng cổ đông thường niên, biên bản họp Đại hội đồng cổ đông, các tài liệu công khai và pháp lý nộp cho cơ quan quản lý, điều lệ ngân hàng, thông tin trên website, thông tin từ các phương tiện truyền thông và các nguồn thông tin khác.

Số lượng ngân hàng thương mại Việt Nam niêm yết trên thị trường chứng khoán là rất ít. Trong mẫu gồm 28 ngân hàng được nghiên cứu thì chỉ có 6 ngân hàng là thực hiện niêm yết là thỏa mãn điều kiện. Nhóm các ngân hàng đã niêm yết, bao gồm ACB của Ngân hàng Á Châu (ACB), CTG của Ngân hàng Công thương Việt Nam (Viettin bank), MBB của Ngân hàng Quân đội (MB bank), SHB của Ngân hàng Sài Gòn - Hà Nội (SHB bank), STB của Ngân hàng Sài Gòn Thương Tín (Sacombank) và VCB của Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank).

2.2.2. Mô hình nghiên cứu

Mục tiêu của đề tài nhằm nghiên cứu tác động của quy mô hoạt động đến mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam. Cách đo lường chính của việc đánh giá rủi ro là Z-score với nguyên lý Z-score cao hơn cho thấy sự ổn định hơn. Tác giả vận dụng mô hình nghiên cứu của Bhagat và cộng sự (2015) để đánh giá mối quan hệ này. Mô hình cơ sở của tác giả là như sau:

$$Z_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Size}_i + \alpha_2 \text{Mbi} + \alpha_3 \text{Dir}_i + \alpha_4 \text{Own}_i + \alpha_5 \text{Age}_i + \alpha_6 \text{Stateown}_i + \alpha_7 \text{Crisi}_i + \epsilon_i \quad (1)$$

Trong đó:

- z_i : Mức độ chấp nhận rủi ro của ngân hàng, được đo bằng chỉ số Z-score.
- size_i : Log của tổng tài sản trung bình của ngân hàng i , được đo bằng logarithm tự nhiên của $\ln(\text{size}_i)$.
- mb_i : Tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của ngân hàng i được tính theo giá trị thị trường của cổ phiếu cuối năm tài chính trên giá trị sổ sách của cổ phiếu trên cân đối kế toán, Biến này chỉ được thu thập đối với các ngân hàng có niêm yết trên sàn giao dịch chứng HOSE và HNX.
- Dir_i : Biến quản trị, thể hiện giá trị cổ phiếu sở hữu của chủ tịch hội đồng quản trị ngân hàng, được tính như logarit tự nhiên của giá trị cổ phiếu sở hữu của chủ tịch hội đồng quản trị của ngân hàng i cuối năm tài chính.
- own_i : Tỷ lệ sở hữu của CEO ngân hàng đó, được đo lường bằng tỷ lệ cổ phiếu sở hữu cuối năm tài chính của CEO ngân hàng đó.
- age_i : Độ tuổi của ngân hàng được tính bởi chênh lệch giữa năm tài chính hiện hành và năm mà ngân hàng này thành lập.
- Stateown_i : Biến giả thể hiện sở hữu nhà nước, bao gồm BIDV, Viettin, Vietcombank nhận giá trị 1, các ngân hàng còn lại nhận giá trị 0.
- crisi_i : Biến giả giai đoạn khủng hoảng. Tác giả sử dụng biến giả khủng hoảng kinh tế cho giai đoạn 2009-2012 và giai đoạn 2013-2017 là sau khủng hoảng.

- ϵ_i : Sai số và β_s ($S = 1 \dots 6$) là vector của ước lượng hệ số. Lưu ý rằng chúng ta chỉ bao gồm đòn bẩy và khả năng sinh lời như các điều khiển chi tiết khi các biện pháp đo lường rủi ro khác được sử dụng làm biến phụ thuộc bởi vì Z-score là một hàm xác định của hai biến số này.

Bảng 1: Tóm tắt biến nghiên cứu và kỳ vọng dấu các hệ số

Biến	Cơ sở lý thuyết	
Biến phụ thuộc		
Z-score	Bảng tỷ lệ $(ROA + CAR) / (ROA)$. Z-score thấp hơn tiềm ẩn rủi ro mất khả năng thanh toán cao hơn mà ngân hàng phải đối mặt	
ROA	Lợi nhuận trên tài sản, được tính bằng cách lấy lợi nhuận ròng của ngân hàng chia cho tổng tài sản trung bình. Giá trị ROA cao hơn cho thấy độ ổn định cao hơn	
CAR	Tỷ lệ vốn trên tài sản, bằng $(\text{Tổng tài sản} - \text{Tổng nợ phải trả}) / \text{Tổng tài sản}$. Điều này cho thấy vốn ngân hàng đang nắm giữ theo tỷ lệ phần trăm của tổng tài sản và nắm giữ vốn thấp hơn cho thấy mức độ rủi ro mất khả năng thanh toán cao hơn	
$\sigma(ROA)$	Độ lệch của ROA, đo lường mức độ biến động của lợi nhuận của một ngân hàng. Biến động cao hơn tiềm ẩn rủi ro cao hơn	
Biến độc lập		
		Kỳ vọng dấu
Size	Theo quan điểm “too big, too fail”, ngân hàng có quy mô càng lớn thì mức độ chấp nhận rủi ro càng cao	-
Mb	Giá trị thị trường trên giá trị sổ sách. Ngân hàng có tỷ lệ M/B thấp sẽ có mức độ chấp nhận rủi ro cao hơn so với các ngân hàng có tỷ lệ M/B cao	+
Dir	Giá trị cổ phiếu sở hữu của chủ tịch hội đồng quản trị/CEO. Hàm ý Ban quản trị sở hữu khối lượng tài sản càng lớn tại ngân hàng thì sẽ có mức độ chấp nhận rủi ro thấp hơn để bảo vệ tài sản của mình	+
Own	Tỷ lệ sở hữu của chủ tịch hội đồng quản trị/CEO. Hàm ý nhà quản lý ngân hàng có mức độ chấp nhận rủi ro cao hơn khi tỷ lệ sở hữu gia tăng	-
Age	Số năm/tuổi thành lập ngân hàng. Các ngân hàng càng lâu năm thì sẽ có khả năng giảm thiểu rủi ro tốt hơn	+
Stateown	Biến giả sở hữu nhà nước. Các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước thì có mức độ chấp nhận rủi ro lớn hơn so với các ngân hàng cổ phần tư nhân	-
Crisi	Biến giả khủng hoảng. Trong giai đoạn khủng hoảng, các ngân hàng gia tăng mức độ chấp nhận rủi ro để tìm kiếm lợi nhuận và tranh giành thị trường. Sau khủng hoảng, chính sách điều chỉnh của chính phủ hạn chế mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng để bình ổn nền kinh tế	-

Nguồn: Tác giả tổng hợp

2.2.3. Quy trình nghiên cứu

Mục tiêu chính của đề tài là tìm hiểu tác động của quy mô hoạt động đến mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam. Đề tài thu thập dữ liệu từ hai chuyên trang cung cấp có uy tín là

Vietstock và Vietdata. Dữ liệu được tập hợp dưới dạng bảng. Dữ liệu bảng là sự mở rộng của dữ liệu chéo theo thời gian nên cung cấp được nhiều thông tin, bậc tự do cao hơn và độ tin cậy lớn hơn.

Có nhiều phương pháp được sử dụng để phân tích dữ liệu bảng, có thể kể đến: ước lượng thô (Pooled OLS), ước lượng theo phương pháp Robust Check, mô hình Hiệu ứng cố định – Fixed Effect Model (FEM), mô hình Hiệu ứng ngẫu nhiên – Random Effect Model (REM)... Đề tài áp dụng phương pháp Robust Check và FEM để phân tích số liệu nhằm hạn chế khiếm khuyết của mô hình hồi quy Pooled OLS như tự tương quan, đa cộng tuyến, phương sai thay đổi. Trong quá trình nghiên cứu, tác giả sử dụng thêm mô hình 2SLS để khắc phục vấn đề lựa chọn biến đại diện cho nhân tố quy mô cho phù hợp. Ngoài ra, tác giả còn sử dụng Hausman Test để kiểm tra tính vững của kết quả nghiên cứu, và chạy mô hình để kiểm tra tác động của từng biến độc lập đến biến phụ thuộc nhằm làm rõ hơn tác động.

Dựa vào sự hỗ trợ của phần mềm Stata 13.0, đề tài nghiên cứu thực hiện quy trình xử lý và phân tích số liệu được thực hiện theo các bước, cụ thể:

Bước 1: Hồi quy mô hình cơ sở:

Trong bước này tác giả tiến hành phân tích kết quả hồi quy theo mô hình thiết lập bằng mô hình Robust check, Fixed effect. Như đã trình bày ở trên, mô hình nghiên cứu cơ sở của đề tài là:

$$Z_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Size}_i + \alpha_2 \text{Mbi} + \alpha_3 \text{Dir}_i + \alpha_4 \text{Own}_i + \alpha_5 \text{Age}_i + \alpha_6 \text{Stateown}_i + \alpha_7 \text{Crisi}_i + \epsilon_i \quad (1)$$

Từ các kết quả nghiên cứu đã đề cập, tác giả đưa ra các giả thiết cho mô hình như sau:

H_0 : Quy mô hoạt động có mối tương quan dương với mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam, tương đương với phương trình (1): $\alpha_1 < 0$

H_1 : Không tồn tại mối quan hệ giữa quy mô hoạt động và mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam, hay tồn tại mối tương quan âm, $\alpha_1 >= 0$

Bước 2: Giải quyết vấn đề nội sinh bằng mô hình 2SLS

Kiểm định Hausman test được sử dụng để kiểm định vấn đề nội sinh của mô hình (1).

Tác giả sử dụng mô hình hồi quy Two-Stage Least Square (2SLS) để phân tích biến đại diện cho quy mô lên mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam, với mô hình cụ thể:

$$Z_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Size}_i + \alpha_2 \text{Dir}_i + \alpha_3 \text{Own}_i + \alpha_4 \text{Age}_i + \alpha_5 \text{Crisi}_i + \epsilon_i \quad (2) \text{ với mô hình biến công cụ:}$$

$$\text{Size}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Dalaware}_i + \alpha_2 \text{Employees}_i + \alpha_3 \text{PPE}_i + \alpha_4 \text{Dir}_i + \alpha_5 \text{Age}_i + \alpha_6 \text{Crisi}_i + \epsilon_i \quad (3)$$

$$\text{Size}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Dalaware}_i + \alpha_2 \text{Employees}_i + \alpha_3 \text{PPE}_i + \alpha_4 \text{Own}_i + \alpha_5 \text{Age}_i + \alpha_6 \text{Crisi}_i + \epsilon_i \quad (4)$$

Trong đó:

Dalaware là biến giả ngân hàng có niêm yết trên HOSE hay HNX hay không, có giá trị 1 nếu có và 0 nếu không có.

Employees là số lượng nhân viên ngân hàng, được đo lường bằng ln (employees_i).

PPE là số lượng chi nhánh và phòng giao dịch, được đo bằng ln (PPE).

Bước 3: Kiểm tra tác động của biến khủng hoảng bằng mô hình Robust check và Fixed Effect

Tác giả phân tích tác động của biến khủng hoảng bằng cách chia dữ liệu nghiên cứu làm 2 giai đoạn: 2009-2012 là giai đoạn khủng hoảng và 2013-2017 là giai đoạn sau khủng hoảng để xem xét sự khác nhau trong phản ứng của các ngân hàng về mức độ chấp nhận rủi ro trong từng giai đoạn, từ đó đưa ra lý giải phù hợp cho từng giai đoạn hoạt động.

Bước 4: Phân tích chi tiết các nhân tố trong Z-score bằng mô hình Robust check và Fixed Effect

Một vấn đề mà tác giả muốn xem xét là mối tương quan của các nhân tố cấu thành Z-score với quy mô hoạt động, nhằm hiểu rõ mức độ tác động của các nhân tố này lên quy mô hoạt động để đưa ra những định hướng hữu ích. Vì vậy, tác giả sử dụng mô hình hồi quy Robust check và Fixed Effect cho từng nhân tố cấu thành của Z-score như là một biến phụ thuộc.

Mô hình cụ thể bao gồm:

$$CAR_i = \alpha_0 + \alpha_1 Size_i + \alpha_2 Dir_i + \alpha_3 Own_i + \alpha_4 Age_i + \alpha_5 Crisi_i + \epsilon_i \quad (5)$$

$$ROA_i = \alpha_0 + \alpha_1 Size_i + \alpha_2 Dir_i + \alpha_3 Own_i + \alpha_4 Age_i + \alpha_5 Crisi_i + \epsilon_i \quad (6)$$

$$\sigma(ROA) = \alpha_0 + \alpha_1 Size_i + \alpha_2 Dir_i + \alpha_3 Own_i + \alpha_4 Age_i + \alpha_5 Crisi_i + \epsilon_i \quad (7)$$

3. Kết quả nghiên cứu

3.1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Bảng 2 trình bày số liệu thống kê tóm tắt tất cả các biến trong mô hình được giới thiệu ở phần trên của bài viết. Kết quả thống kê của từng biến được mô tả như sau:

Z-score là biến đại diện mức độ chấp nhận rủi ro của ngân hàng thương mại, được tính bằng cách lấy tổng tỷ suất lợi nhuận trung bình trên tài sản (ROA) và tỷ số tài sản vốn (CAR) chia cho độ lệch chuẩn của lợi nhuận tài sản ($\sigma(ROA)$), có giá trị trung bình là 8.937697 và độ lệch chuẩn là 1.358393. So với giá trị trung bình của Zi, độ lệch chuẩn này là khá cao. Đồng thời, giá trị của Zi có phạm vi giá trị tương đối rộng, từ giá trị nhỏ nhất là 2.587127 đến giá trị lớn nhất là 14.34516 cho thấy sự khác biệt khá lớn trong mức độ chấp nhận rủi ro giữa các ngân hàng thương mại ở Việt Nam.

CAR tỷ lệ an toàn vốn được tính bằng cách lấy tổng tài sản trừ đi tổng nợ rồi chia cho tổng tài sản, có giá trị trung bình là 0.0979726, độ lệch chuẩn là 0.0469159, giá trị lớn nhất và nhỏ nhất là 0.0349757 và 0.3323916. Đây là giá trị khá thấp so với các ngân hàng thương mại trên thế giới, ví dụ như các ngân hàng ở Mỹ có tỷ lệ trung bình là 13.81%. Điều này cho thấy các ngân hàng thương mại Việt Nam có xu hướng sử dụng đòn bẩy tài chính khá cao.

Tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) của các ngân hàng thương mại Việt Nam có giá trị trung bình là 1.006062% và độ lệch chuẩn là 0.4755193%. Đây là tỷ lệ khá thấp so với tỷ lệ chung tại các ngân hàng trong khu vực và trên thế giới. Cụ thể, trong nghiên cứu của Bhagat và cộng sự (2015), giá trị ROA bình quân của các ngân hàng tại Mỹ đạt 1.07% hay các ngân hàng trong khu vực ASEAN có phổ giá trị ROA từ 1-2%.

Size là biến đại diện cho quy mô của các ngân hàng thương mại tại Việt Nam, được tính bằng logarithm của tổng tài sản trung bình từng năm trong giai đoạn 2009-2017. Đề tài nghiên cứu kỳ vọng biến số này sẽ tương quan âm với mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại. Size có giá trị trung bình là 32.06743 và độ lệch chuẩn là 1.197055 với giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất lần lượt là 28.83398 và 34.723. Nhìn chung, ta dễ dàng thấy rằng quy mô của các ngân hàng Việt Nam còn khá nhỏ so với các ngân hàng trong khu vực và trên thế giới.

Director Ownership (Dir) là biến quản trị, thể hiện giá trị cổ phiếu sở hữu của chủ tịch hội đồng quản trị ngân hàng, được tính như logarit tự nhiên của giá trị cổ phiếu sở hữu của chủ tịch hội đồng quản trị của ngân hàng i cuối năm tài chính. Giá trị cổ phiếu của nhà điều hành ngân hàng có giá trị trung bình là 23.64101 và độ lệch chuẩn là 1.336546. Độ trải của biến này khá nhỏ từ 20.40263 đến 26.80554.

CEO Ownership (Own) là tỷ lệ sở hữu của CEO ngân hàng, được đo lường bằng tỷ lệ cổ phiếu sở hữu cuối năm tài chính của CEO ngân hàng đó, có giá trị trung bình là 0.0247222 với giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất lần lượt là 0.01 và 0.04. Con số này cho thấy rằng tỷ lệ sở hữu của CEO tại các ngân hàng thương mại Việt Nam còn khá nhỏ.

M/B là tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của doanh nghiệp i được tính theo giá trị thị trường của cổ phiếu cuối năm tài chính trên giá trị sổ sách của cổ phiếu trên cân đối kế toán, biến này chỉ được thu thập đối với các ngân hàng có niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán HOSE và HNX. Biến này có giá trị trung bình là 0.8913333, độ lệch chuẩn là 0.4652828, giá trị lớn nhất là 0.2685757 và giá trị lớn nhất là 2.568505. Điều này cho thấy, giá trị thị trường của các ngân hàng thương mại Việt Nam được niêm yết không được đánh giá cao so với giá trị sổ sách.

Firm Age là độ tuổi ngân hàng, được tính bằng chênh lệch giữa năm i và năm ngân hàng này thành lập. Trung bình biến số này đạt 20.28517 cho thấy các ngân hàng thương mại ở Việt Nam có tuổi đời khá lâu. Độ lệch chuẩn khá cao 11.6365 cho thấy sự chênh lệch lớn trong độ tuổi của các ngân hàng, có nhiều ngân hàng mới được thành lập. Giá trị nhỏ nhất là 4 (Do PVCombank thành lập năm 2013) và giá trị lớn nhất là 60 (Ngân hàng BIDV thành lập năm 1957).

Employees là số lượng nhân viên ngân hàng, được đo lường bằng $\ln(\text{employees}_i)$. Có giá trị trung bình là 8.340008 và độ lệch chuẩn là 1.045481. Cho thấy sự chênh lệch khá lớn và hợp lý với sự chênh lệch trong quy mô giữa các ngân hàng.

Tương tự employees, PPE là biến đại diện cho số lượng chi nhánh và phòng giao dịch, được tính bằng $\ln(\text{PPE}_i)$, cũng cho kết quả tương tự trong sự chênh lệch lớn giữa các ngân hàng. Với giá trị trung bình 5.011048 và độ lệch chuẩn 0.9789705, giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất lần lượt là 3.332205 và 7.757906.

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Biến	Số lượng quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Z-score	248	8.937697	1.358393	6.667298	14.34516
size	252	32.06H3	1.197055	28.83398	34.723
M/B	52	0.89L3333	0.4652828	0.2685757	2.568505
Director Ownership	252	23.64101	1.336546	20.40263	26.80554
CEO Ownership	252	0.0247222	0.011L99L	0.01	0.04
Firm age	252	20.28571	11.6365	-4	60
employees _i	250	8.340008	1.045481	5.991465	11.12898
PPE _i	250	5.01108	0.9789705	3.332205	7.757906
CAR _i	248	0.0979726	0.0469159	0.0349757	0.3323916
ROA _i	252	1.006062	0.4755193	0	3.11
aROA _i	252	0.1265152	0.0569755	0.0385855	0.3243269

Nguồn: Kết quả thống kê được tổng hợp từ phần mềm Stata trên bộ số liệu được tác giả thu thập từ Vietstock, Vietdata và thu thập thủ công từ các báo cáo tài chính của mẫu 28 ngân hàng thương mại Việt Nam, trong khoảng thời gian từ 2009-2017

Theo nghiên cứu gần đây của Bhagat và cộng sự (2015), giá trị Z-score trung bình của các ngân hàng tại Mỹ là 46.36, trong khi các ngân hàng thương mại Việt Nam có Z-score thấp hơn rất nhiều (8.93) so với các ngân hàng thương mại trên thế giới, điều này thể hiện mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam so với các ngân hàng trên thế giới là rất cao. Bên cạnh đó, các chỉ số đều thể hiện mức quy mô chỉ nằm trong nhóm trung bình so với thị trường chung.

3.2. Phân tích kết quả hồi quy

Nội dung phần này trình bày kết quả hồi quy tại các ngân hàng thương mại Việt Nam (bao gồm 28 ngân hàng trong mẫu nghiên cứu) với Zi là biến phụ thuộc và các biến độc lập lần lượt là size_i, dir_i, own_i, age_i, Stateown_i, crisi_i. Tác giả áp dụng mô hình hồi quy Robust Check để giảm thiểu sự ảnh hưởng của hiện tượng tự tương quan và đa cộng tuyến. Bên cạnh đó, nhằm kiểm soát sự khác biệt không quan sát được giữa các ngân hàng thương mại, tác giả sử dụng mô hình hồi quy hiệu ứng cố định Fixed Effect để ước lượng. Trong quá trình nghiên cứu, tác giả tách riêng xử lý các ngân hàng niêm yết để tìm hiểu tác

động của biến M/B đối với mô hình nghiên cứu nhằm đưa ra kết luận riêng về mức độ chấp nhận rủi ro đối với nhóm các ngân hàng có niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Bảng 3: Kết quả hồi quy tại các ngân hàng thương mại Việt Nam không bao gồm biến M/B

Biến	Robust Check	Fixed Effect
Size	-0.2968068 (.5049574)	-0.3673008 (0.1871254)
Dir	-0.1166265 (0.5011432)	-0.1586551 (0.1685596)
Own	3.826797 (2.394947)	7.425008 (7.796046)
Age	-0.0054865 *** (0.0055413)	-0.3212333 ** (0.018135)
Stateown	0.4922335 (0.2122753)	0
Crisi	1.62163 (0.1211472)	0.1882031 * (0.0678508)
Constant	20.4577 (5.215052)	30.71296 (2.631748)
Sample period	2009-2017	2009-2017
# of observation	248	248
R-squared	0.6036	0.9557

Bảng này trình bày kết quả mô hình hồi quy theo phương trình (1) để tìm hiểu mối quan hệ giữa quy mô và mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam. Mô hình Robust Check được trình bày trong cột 2 và mô hình Fixed Effect được trình bày trong cột 3. Sai số chuẩn được trình bày trong ngoặc bên dưới. Các ký hiệu *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Kết quả tổng hợp từ phần mềm Stata trên số liệu thu thập được từ Vietstock, Vietdata và báo cáo thường niên của các ngân hàng với cỡ mẫu là 28 ngân hàng trong giai đoạn 2009-2017

Cả hai mô hình hồi quy đều cho hệ số âm giữa tổng tài sản ($size_i$) và mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng (Z_i). Kết quả này phù hợp với lý thuyết đã trình bày ở phần trước và các nghiên cứu trước đây. Từ đó, chấp nhận giả thuyết H_0 đã nêu ở phần trên là quy mô hoạt động có tương quan dương với mức độ chấp nhận rủi ro tại các ngân hàng thương mại Việt Nam.

Biến đại diện cho quản trị ngân hàng là giá trị cổ phiếu sở hữu của chủ tịch HĐQT/CEO (Director Ownership) có mối quan hệ tương quan âm với Z-score trong cả hai mô hình. Điều này cho thấy ngân hàng có người điều hành sở hữu cổ phiếu lớn sẽ có mức độ chấp nhận rủi ro cao hơn. Phát hiện này trái ngược với cơ sở lý thuyết trình bày ở phần 3, ngân hàng có sự quản trị tốt sẽ có mức độ chấp nhận rủi ro thấp hơn.

Biến tỷ lệ sở hữu của CEO có tương quan dương với Z_i trong cả hai mô hình, cho thấy rằng mức độ rủi ro hoạt động gắn liền với tỷ lệ cổ phiếu sở hữu của CEO. Kết quả này cũng phù hợp với lý thuyết đã nêu ở trên.

Số năm thành lập ngân hàng có mối tương quan âm với Z_i . Điều này có nghĩa là các ngân hàng thành lập lâu có mức độ chấp nhận rủi ro cao hơn các ngân hàng mới thành lập. Các biến Stateown đại diện cho tỷ lệ sở hữu của nhà nước và crisisi đại diện cho giai đoạn khủng hoảng không có quan hệ ý nghĩa với Z_i .

Bảng 4: Kết quả hồi quy bao gồm biến M/B

Biến	Robust Check	Fixed Effect
size	-.6319782 (0.5416019)	-.3053881 (0.1352204)
M/B	-.217266 (0.1374842)	-.0570986 *** (0.0540555)
dir	-.3701834 (0.4805794)	.1332683 (0.1418316)
own	10.16195 (22.11782)	-6.098916 (6.591374)
age	(-0.0171574) *** (0.005631)	(-0.3708905) ** (0.0136901)
Stateown	1.395795 (0.2513986)	0
crisi	.9767553 (0.155139)	-.0240476 ** (0.0471263)
constant	38.03224 (8.329886)	25.25851 (1.794527)
Sample period	2009-2017	2009-2017
# of observation	52	52
R-squared	0.8864	0.9950

Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Bảng này trình bày kết quả mô hình hồi quy theo phương trình (1) chỉ bao gồm các ngân hàng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam là HOSE và HNX để tìm hiểu mối quan hệ giữa quy mô hoạt động và mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam. Mô hình Robust Check được trình bày trong cột 2 và mô hình Fixed Effect được trình bày trong cột 3. Sai số chuẩn được trình bày trong ngoặc bên dưới. Các ký hiệu *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Kết quả tổng hợp từ phần mềm Stata trên số liệu thu thập được từ Vietstock, Vietdata và báo cáo thường niên của các ngân hàng với cỡ mẫu là 28 ngân hàng trong giai đoạn 2009-2017

Kết quả nghiên cứu được thực hiện riêng đối với nhóm các ngân hàng niêm yết trên thị trường chứng khoán, bao gồm 6 ngân hàng thỏa mãn yêu cầu số liệu: Ngân hàng Ngoại thương Việt nam Vietcombank (VCB), Ngân hàng Công thương Viettinbank (CTG), Ngân hàng Á Châu (ACB), Ngân hàng Sài Gòn Thương tín Sacombank (STB), Ngân hàng Sài Gòn - Hà Nội (SHB), ngân hàng Quân đội (MBB).

Trong kết quả trên, cả hai mô hình hồi quy đều cho kết quả tương quan âm giữa tổng tài sản ($size_i$) và mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng (Z_i). Điều này nói lên rằng các ngân hàng có quy mô càng lớn thì mức độ chấp nhận rủi ro cũng cao hơn. Kết quả này phù hợp với lý thuyết đã trình bày ở phần trước và các nghiên cứu trước đây.

Biến đại diện cho quản trị ngân hàng là giá trị cổ phiếu sở hữu của chủ tịch HĐQT/CEO (Director Ownership) và tương quan dương trong mô hình Fixed Effects với mức ý nghĩa 5%. Điều này cho thấy vẫn có sự liên quan giữa giá trị cổ phiếu sở hữu của nhà điều hành ngân hàng với mức độ chấp nhận rủi ro hoạt động, trong đó ngân hàng có nhà điều hành sở hữu giá trị cổ phiếu lớn sẽ có mức độ chấp nhận rủi ro thấp hơn.

Biến tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của CEO có tương quan âm với Z-score trong mô hình FEM. Điều này đúng với lý thuyết đã nêu vì những nhà điều hành có tỷ lệ sở hữu cao sẽ thích rủi ro cao để có lợi nhuận cao.

Các biến Age số năm thành lập ngân hàng, Stateown đại diện cho tỷ lệ sở hữu của nhà nước và crisi đại diện cho giai đoạn khủng hoảng không có quan hệ ý nghĩa với Z-score.

Kết luận từ mô hình Robust Check và FEM: Quy mô ngân hàng có mối tương quan âm với mức độ chấp nhận rủi ro, nghĩa là các ngân hàng có quy mô lớn sẽ có rủi ro cao hơn các ngân hàng quy mô nhỏ. Các ngân hàng có tỷ lệ sở hữu của CEO càng cao thì mức độ chấp nhận rủi ro càng cao.

3.3. Phân tích tổng hợp biến quy mô bằng mô hình 2SLS

Theo các nghiên cứu trước đây về “too big, too fail”, các ngân hàng tìm cách gia tăng quy mô dưới nhiều phương thức để đạt được trạng thái “too big, too fail” nhằm tăng khả năng nhận được sự bảo hộ tài chính của chính phủ trong trường hợp thất bại trong hoạt động kinh doanh. Đây là vấn đề của chính sách “too big, too fail” rất phổ biến trên thế giới. Các ngân hàng thương mại Việt Nam cũng không ngoại lệ. Do quy mô hoạt động của các ngân hàng không chỉ bao gồm tổng tài sản mà còn nhiều nhân tố khác tham gia tác động. Để xác định rõ các nhân tố trong việc xác định quy mô hoạt động của các ngân hàng thương mại Việt Nam, tác giả sử dụng ba biến công cụ sau đây: Ngân hàng có được niêm yết không, logarit tự nhiên của số lượng nhân viên và logarit tự nhiên của số chi nhánh và phòng giao dịch của ngân hàng.

Một điểm quan trọng phát sinh trong quá trình nghiên cứu thực nghiệm là vấn đề nội sinh. Tác giả sử dụng kiểm định Hausman test kiểm tra vấn đề nội sinh trong mô hình. Nếu giá trị P-value thấp cho thấy có vấn đề nội sinh trong mô hình.

Bài nghiên cứu sử dụng mô hình 2SLS để giải quyết vấn đề nội sinh.

Bảng 5: Kiểm định Hausmen test về vấn đề nội sinh của mô hình

	P-value	Kết luận
Kiểm định nội suy Hausman test	0	Giá trị P-value thấp, có vấn đề nội sinh trong mô hình (1)

Tác giả sử dụng biến dalaware đại diện ngân hàng có niêm yết trên thị trường chứng khoán. Thông thường, khi được niêm yết, các ngân hàng phải đạt được mức quy mô cần thiết để huy động thêm vốn nhằm phát triển hoạt động kinh doanh. Đi kèm với niêm yết, ngân hàng phải thỏa mãn các yêu cầu về thông tin minh bạch và chịu sự giám sát của chặt chẽ từ sở giao dịch chứng khoán, ngân hàng nhà nước và các cổ đông đại chúng.

Hai biến PPE đại diện cho số lượng chi nhánh và phòng giao dịch và employees đại diện cho số nhân viên ngân hàng cũng có mối quan hệ với quy mô hoạt động của ngân hàng. Trong đó, khi phát triển quy mô càng lớn thì số lượng nhân viên, chi nhánh và phòng giao dịch sẽ gia tăng theo để đảm bảo nhu cầu khối lượng công việc về mở rộng thị phần.

Để giải quyết vấn đề nội sinh và tìm hiểu rõ hơn tác động của biến sở hữu và biến quản trị, tác giả thực hiện hồi quy 2SLS với mô hình:

$$Z_i = \alpha_0 + \alpha_1 size_i + \alpha_2 dir_i + \alpha_3 own_i + \alpha_4 age_i + \alpha_5 crisi_i + \epsilon_i \quad (2) \text{ với mô hình biến công cụ:}$$

$$size_i = \alpha_0 + \alpha_1 dalaware_i + \alpha_2 employees_i + \alpha_3 PPE_i + \alpha_4 dir_i + \alpha_5 age_i + \alpha_6 crisi_i + \epsilon_i \quad (3)$$

$$size_i = \alpha_0 + \alpha_1 dalaware_i + \alpha_2 employees_i + \alpha_3 PPE_i + \alpha_4 own_i + \alpha_5 age_i + \alpha_6 crisi_i + \epsilon_i \quad (4)$$

Bảng 6: Kết quả hồi quy theo mô hình 2SLS không bao gồm biến director ownership

	2SLS
size	-0.3791986 * (0.058246)
own	-1.194337 (4.896737)

age	0.0021235 (0.0057533) ***
crisi	1.677442 (0.1150572)
cons	20.34134 (1.819821)
Sample period	2009-2017
# of observation	248
R-squared	0.5977

Bảng này trình bày kết quả mô hình hồi quy 2SLS theo phương trình (a) để tìm hiểu mối quan hệ giữa quy mô hoạt động và mức độ chấp nhận rủi ro tại các ngân hàng thương mại Việt Nam. Sai số chuẩn được trình bày trong ngoặc bên dưới. Các ký hiệu *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Bảng 7: Kết quả hồi quy theo mô hình 2SLS không bao gồm biến CEO ownership

	2SLS
size	-.3426598 (0.1258563)
Dir	-0.035726 (0.1080204)
age	0.0021202 *** (0.0057459)
crisi	1.678573 (0.11515)
cons	20.34134 (1.819821)
Sample period	2009-2017
# of observation	248
R-squared	0.5978

Bảng này trình bày kết quả mô hình hồi quy 2SLS theo phương trình (b) để tìm hiểu mối quan hệ giữa quy mô hoạt động và mức độ chấp nhận rủi ro tại các ngân hàng thương mại Việt Nam. Sai số chuẩn được trình bày trong ngoặc bên dưới. Các ký hiệu *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Theo kết quả hồi quy mô hình 2SLS, biến tổng tài sản size (gồm các biến thành phần là tỷ lệ sở hữu của CEO, số năm thành lập, biến giả giai đoạn khủng hoảng, số nhân viên, số chi nhánh và phòng giao dịch, biến giả ngân hàng có được niêm yết) tương quan âm với hệ số Zi. Cùng với các kết quả của những mô hình được trình bày ở trên, các ngân hàng có quy mô càng lớn thì mức độ chấp nhận rủi ro cũng cao hơn. Kết quả này phù hợp với lý thuyết đã trình bày ở phần trước và các nghiên cứu trước đây.

Tóm tắt kết quả mô hình 2SLS: Quy mô của ngân hàng được tính từ các biến thành phần bao gồm các biến thành phần là tỷ lệ sở hữu của CEO, số năm thành lập, biến giả giai đoạn khủng hoảng, số nhân viên, số chi nhánh và phòng giao dịch, biến giả ngân hàng có được niêm yết. Biến này tương quan âm với Zi, các ngân hàng có quy mô càng lớn thì mức độ chấp nhận rủi ro cũng cao hơn.

3.4. Kiểm tra tác động của biến khủng hoảng

Điểm đặc biệt của giai đoạn lấy mẫu số liệu là thời điểm diễn ra nền kinh tế đối mặt với những biến động trong và sau cuộc khủng hoảng tài chính thế giới. Giai đoạn 2009-2017, Việt Nam chứng kiến sự sụt giảm mạnh của thị trường chứng khoán và sự phục hồi sau đó của thị trường tài chính. Vì vậy, vấn đề cần xem xét là liệu có nảy sinh sự thay đổi trong mối liên hệ giữa quy mô hoạt động và mức độ chấp nhận rủi ro tại các ngân hàng thương mại Việt Nam ở từng thời điểm. Trong phạm vi bài nghiên cứu, tác giả chia thành hai giai đoạn: 2009-2012 là giai đoạn khủng hoảng (Năm 2009 đánh dấu sự ảnh hưởng mạnh mẽ của khủng hoảng tài chính toàn cầu đến kinh tế Việt Nam), 2013-2017 là giai đoạn sau khủng hoảng (Đánh dấu cho giai đoạn này là sự ra đời đề án 254 về tái cấu trúc hệ thống ngân hàng thương mại trong năm 2012) với sự kiểm soát chặt chẽ từ cơ quan nhà nước. Tác giả sử dụng mô hình hồi quy Robust và biến đại diện cho mức độ chấp nhận rủi ro là Z-score. Kết quả nghiên cứu được trình bày trong bảng 8.

Bảng 8: Kiểm tra tác động của biến khủng hoảng

Biến	Giai đoạn khủng hoảng (2009-2012)	Giai đoạn sau khủng hoảng (2013-2017)
Assets(ln)	0.54902 (0.6701168)	-0.96497 (0.7286371)
Director Ownership	-0.9941061 (.6842959)	0.5849462 (0.7079888)
CEO Ownership	46.39482 (34.15709)	-29.90618 (33.22315)
Firm age	-0.0035548 *** (0.0081671)	-0.0059596 *** (0.007502)
Constant	14.62116 (6.521612)	26.13219 (7.862723)
Sample period	2009-2012	2013-2017
# of observation	110	138
R-squared	0.2905	0.1530

Bảng này trình bày kết quả mô hình hồi quy theo phương trình (1) nhằm tìm hiểu tác động của từng giai đoạn trong và sau khủng hoảng đến mối quan hệ giữa quy mô hoạt động và mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam. Mô hình Robust check được sử dụng cho nghiên cứu. Sai số chuẩn được trình bày trong ngoặc bên dưới. Các ký hiệu *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Kết quả tổng hợp từ phần mềm Stata trên số liệu thu thập được từ Vietstock, Vietdata và báo cáo thường niên của các ngân hàng với cỡ mẫu là 28 ngân hàng trong giai đoạn 2009-2017

Từ kết quả hồi quy, chúng ta thấy rằng tương quan dương giữa biến quy mô ngân hàng và mức độ chấp nhận rủi ro xuất hiện ở giai đoạn sau khủng hoảng (2013-2017). Điều này được lý giải như sau, sau giai đoạn khủng hoảng, các ngân hàng đã mở rộng quy mô và chấp nhận rủi ro cao hơn để tìm kiếm lợi nhuận. Bên cạnh đó, trong giai đoạn này sự mở rộng quy mô thông qua mở thêm chi nhánh, tuyển thêm nhân viên, tăng cường cho vay kéo theo rủi ro tăng cao do các ngân hàng thực hiện chính sách phát triển quy mô nhằm mở rộng thị phần và tìm kiếm lợi nhuận trong giai đoạn nền kinh tế phục hồi.

Sau khi nhận thấy nguy cơ do nợ xấu tăng cao, dư nợ cho vay bất động sản,... đề án 254 ra đời để kiểm soát các hoạt động này nhằm tăng tính minh bạch, lành mạnh trên thị trường.

3.5. Phân tích các nhân tố trong Zscore

Z-score có ba thành phần cấu thành, bao gồm: ROA, CAR và $\sigma(\text{ROA})$. Do đó, Z-score sẽ thay đổi khi có sự biến động của các nhân tố cấu thành. Một mức độ cao hơn của tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản ROA hay tỷ lệ an toàn vốn CAR sẽ làm giá trị Z-score tăng lên, trong khi độ lệch của của ROA sẽ có tác động ngược lại, làm cho giá trị Z-score suy giảm. Vấn đề cần tìm hiểu là quy mô hoạt động có tác động như thế nào đến ba nhân tố cấu thành Z-score, về chiều hướng và cả mức độ tác động.

Kết quả hồi quy của các phương trình (5), (6), (7) được trình bày ở bảng 9 bên dưới

Bảng 9: Phân tích chi tiết các nhân tố trong Z-score

	CAR	ROA	$\sigma(\text{ROA})$
Bảng A: Kết quả hồi quy Robust			
Assets(ln)	-0. 0057726 ** (0.0174352)	0.4593956 (0.2837573)	0. 0567959
Director Ownership	-0. 027194 ** (0.0179277)	-0. 4776864 (0.2843776)	-0. 0576777
CEO Ownership	0.115609 (0.8331893)	18. 76525 (13.00228)	2. 429559
Firm age	0. 0008331 *** (0.0001864)	-0. 0021563 *** (0.0034837)	-0. 0 002943
Crisi	0.006949 *** (0.0037216)	0.1958297 * (.0597297)	-0. 0011522
Constant	0. 878516 (0.1712186)	-2. 939795 (2.791321)	-0. 3848037
Sample period	2009-2017	2009-2017	2009-2017
# of observation	252	252	252
R-squared	0. 5874	0. 0735	0. 0182
Bảng A: Kết quả hồi quy Fixed Effects			
	CAR	ROA	$\sigma(\text{ROA})$
Assets(ln)	-0. 0520691 ** (0.0177624)	-0. 0463225 * (0.0602326)	-8. 09e-32 *** (2.49e-19)
Director Ownership	-0. 0074451 ** (0.016000)	.0 0256542 * (0.0544161)	6. 59e-32 *** (2.25e-19)
CEO Ownership	.0 1452278 (0.7400185)	-2. 11265 (2.513023)	-3. 01e-30 *** (1.04e-17)
Firm age	0.0061018 *** (0.0017214)	-0. 0403912 *** (0.0057841)	2.36e-33 *** (2.39e-20)
Crisi	0.0102493 *** (0.0064406)	0.0148936 ** (0.021953)	-9. 94e-34 *** (9.08e-20)
Constant	0.812074 (0.2498115)	1.749988 (0.8481353)	0.1265152 *** (3.51e-18)

Sample period	2009-2017	2009-2017	2009-2017
# of observation	252	252	252
R-squared	0.4435	0.6985	0.9844

Bảng này trình bày kết quả mô hình hồi quy theo phương trình (5), (6), (7) nhằm tìm hiểu mối quan hệ giữa quy mô hoạt động và các nhân tố cấu thành Z-score bao gồm CAR, ROA và $\sigma(ROA)$. Mô hình Robust check được trình bày trong bảng A và mô hình Fixed Effects được trình bày trong bảng B. Sai số chuẩn được trình bày trong ngoặc bên dưới. Các ký hiệu *, **, *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Kết quả tổng hợp từ phần mềm Stata trên số liệu thu thập được từ Vietstock, Vietdata và báo cáo thường niên của các ngân hàng với cỡ mẫu là 28 ngân hàng trong giai đoạn 2009-2017

Từ kết quả hồi quy trên, chúng ta thấy rằng các yếu tố cấu thành Z-score đều chịu ảnh hưởng bởi biến quy mô, đặc biệt là CARi.

Sự gia tăng trong tổng tài sản sẽ làm giảm CAR, chúng ta thấy được điều này từ công thức tính CAR. Hệ số biểu hiện mức độ tác động của quy mô lên CAR là 0.052 nghĩa là cứ mỗi phần trăm tăng lên trong quy mô sẽ làm giảm 0.052% của CAR. Điều này hoàn toàn đúng vì các ngân hàng có quy mô lớn thường là những ngân hàng sử dụng đòn bẩy tài chính cao và các ngân hàng này dễ dàng có được lợi nhuận từ những mảng kinh doanh chính của ngân hàng như là cho vay và huy động thông qua những lợi thế có được như ưu thế về thị trường, nguồn khách hàng... Đối với các ngân hàng có quy mô nhỏ thì ngược lại. Do đó, quy mô có tương quan âm với CAR.

Cùng với sự sụt giảm trong CAR thì sự gia tăng trong tài sản của ngân hàng cũng làm ROA giảm. Trung bình một phần trăm quy mô ngân hàng tăng lên thì 0.046% ROA bị giảm đi. Chúng ta thấy rằng hiệu quả hoạt động của ngân hàng không tăng theo quy mô. Các ngân hàng lớn dường như hoạt động kém hiệu quả hơn so với các ngân hàng nhỏ.

Quy mô cũng tác động lên độ lệch chuẩn của ROA. Tuy nhiên, sự tác động này là không đáng kể và không ảnh hưởng nhiều đến Z-score.

Kết quả trên cho thấy nguyên nhân gây ra tương quan giữa Z-score và Size. Khi quy mô hoạt động tăng thì CAR giảm, ROA giảm, độ lệch chuẩn ROA giảm. Ba yếu tố cấu thành Z-score đều giảm. Tuy nhiên do tác động đến từng yếu tố của biến quy mô là khác nhau nên dẫn đến Z-score bị giảm.

Từ những phân tích trên cho thấy Z-score thấp hơn đối với các ngân hàng lớn chủ yếu là do việc giảm của nhân tố tỷ lệ an toàn vốn CAR. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Chen và cộng sự (2014), Bhagat và cộng sự (2015) trong việc phân tích rủi ro của các tổ chức tín dụng. Các ngân hàng lớn có đòn bẩy tài chính cao hơn so với các ngân hàng nhỏ, do đó để hạn chế mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng này cần gia tăng yêu cầu về vốn tối thiểu cho phù hợp với tiêu chuẩn thế giới như tiêu chuẩn BASEL II và hạn chế việc tăng trưởng quá nhanh tài sản của các ngân hàng như giới hạn tỷ lệ tăng trưởng tín dụng cho phép hàng năm của các ngân hàng...

4. Kết luận

Kể từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, các nhà hoạch định chính sách đã lo ngại về quan điểm “too big, too fail” được coi là nguyên nhân của hành vi chấp nhận rủi ro quá mức của các tổ chức tài chính và hậu quả là gây ra rủi ro hệ thống cho nền kinh tế. Về các biện pháp khắc phục, nhiều ý kiến đã được đề xuất như hạn chế quy mô của các tổ chức tài chính lớn. Họ cho rằng việc thu hẹp quy mô các ngân hàng thương mại sẽ giúp giảm thiểu vấn đề này; tuy nhiên, thực tế là không phải tất cả các hệ thống ngân hàng trên khắp các quốc gia đều bị ảnh hưởng bởi quy mô ngân hàng và khó khăn trong việc chứng minh ngưỡng phù hợp cho quy mô có nghĩa là giải pháp này nhận được ít sự đồng thuận từ các học giả hoặc các nhà hoạch định chính sách.

Trong đề tài này, tác giả đã phát hiện tác động của quy mô hoạt động đến mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam. Sử dụng bộ dữ liệu của 28 ngân hàng thương mại Việt Nam, tác giả ghi nhận mối tương quan dương giữa quy mô hoạt động ngân hàng và mức độ chấp nhận rủi ro ở mức ý nghĩa 5%, được đo bằng Z-score. Điều thực sự xảy ra đằng sau thực trạng này là các ngân hàng đã sử dụng quá nhiều đòn bẩy tài chính. Phát hiện này có ý nghĩa quan trọng đối với các nhà hoạch định chính sách: các quy định nhằm kiểm chế rủi ro của các ngân hàng thương mại nên tập trung hơn vào yêu cầu về vốn. Theo ông Judah S. Kraushaar, giám đốc điều hành của Roaring Brook Capital, L.P., "kiểm soát đòn bẩy quá mức trong hệ thống ngân hàng có thể sẽ giúp giảm bớt chu kỳ bùng nổ và bộc phát trong những thập kỷ gần đây". Do đó, từ nghiên cứu này, tác giả kiến nghị không nên hạn chế quy mô của các ngân hàng thương mại Việt Nam vì thực tế quy mô của các ngân hàng thương mại Việt Nam chỉ nằm ở mức trung bình so với các ngân hàng trong khu vực và trên thế giới. Thay vào đó, các nhà hoạch định chính sách nên tìm cách gia tăng mức độ tự chủ tài chính của các ngân hàng, đặc biệt là giảm đòn bẩy tài chính và gia tăng hệ số an toàn vốn CAR. Điều này phù hợp với các khuyến nghị của các chuyên gia rủi ro tài chính và tiêu chuẩn BASEL mà thế giới đang áp dụng.

Kết luận thứ hai của tác giả cho thấy quản trị doanh nghiệp, được đo bằng số lượng cổ phiếu sở hữu của chủ tịch HĐQT/CEO, có ảnh hưởng đến mức độ chấp nhận rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam. Đây là một biện pháp khá đơn giản và trực quan so với các chỉ số quản trị chuẩn, vì vậy tương đối dễ dàng hơn khi thực hiện các chính sách quản lý rủi ro bằng cách yêu cầu số lượng cổ phiếu nhất định nắm giữ của ban quản lý ngân hàng nhằm gia tăng trách nhiệm trong quản lý rủi ro ngân hàng cũng như đảm bảo giá trị cho tài sản của chính họ.

Cuối cùng, đề tài ghi nhận mối tương quan dương giữa quy mô hoạt động với mức độ chấp nhận rủi ro tại các ngân hàng thương mại Việt Nam trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế thế giới 2009-2013.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Danh mục tài liệu tiếng Việt

[1] Thị Thanh Tú, 2014. "Xây dựng hệ thống quản trị rủi ro tại các ngân hàng thương mại Việt Nam". *Tạp chí Tài chính* số 6 (2014).

[2] Nguyễn Đăng Tùng, Bùi Thị Len, 2015. "Đánh giá nguy cơ phá sản của các ngân hàng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam bằng chỉ số Altman Z-score". *Tạp chí Khoa học và Phát triển*, tập 13, số 5, trang 833-840.

Danh mục tài liệu tiếng Anh

[1] Admati, Anat, and Martin Hellwig, 2013. *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It*, Princeton University Press.

[2] Agrawal, Anup, and Gershon N. Mandelker. 1987. Managerial incentives and corporate investment and financing decisions. *Journal of Finance* 42, 823-837.

[3] Amihud, Yakov, and Baruch Lev. 1981. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economics* 12, 605-617.

[4] Anginer, Deniz, and Asli Demircug-Kunt. 2014. Has the global banking system become more fragile over time? *Journal of Financial Stability*, 13, 202-213.

[5] Baker, George P., and Brian J. Hall. 2004. CEO incentives and firm size. *Journal of Labor Economics* 22, 767-798.

[6] Baker, Dean, and Travis McArthur. 2009. The value of the "too big to fail" big bank subsidy. Center for Economic and Policy Research Paper.

[7] Basel Capital Accord. 1998. International convergence of capital measurement and capital standards. Bank for International Settlements.

- [8] Bebchuk, Lucian, and Alma Cohen. 2003. Firms' decisions where to incorporate. *Journal of Law and Economics* XLVI, 383-425.
- [9] Bebchuk, Lucian, Alma Cohen, and Allen Ferrell. 2009. What matters in corporate governance? *Review of Financial Studies* 22, 783-827.
- [10] Beltratti, Andrea, and Rene M. Stulz. 2010. The credit crisis around the globe: Why did some banks perform better? Fisher College of Business Working Paper no. 2010-03-005.
- [11] Berger, Allen and Christa Bouwman. 2013. How does capital affect bank performance during financial crisis? *Journal of Financial Economics* 109, 146-176.
- [12] Bernanke, Ben S. 1983. Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression. *American Economic Review* 73, 257-276.
- [13] Bhagat, Sanjai, and Brian Bolton. 2008. Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance* 14, 257-273.
- [14] 2013. Director ownership, governance and performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48, 105-135.
- [15] 2014. Financial crisis and bank executive incentive compensation. *Journal of Corporate Finance* 25, 313-341.
- [16] Bhagat, Sanjai, Brian Bolton, and Roberta Romano. 2008. The promise and peril of corporate governance indices. *Columbia Law Review* 108, 1803-1082.
- [17] Bharath, Sreedhar and Tyler Shumway. 2008. Forecasting default with the Merton distance to default model. *Review of Financial Studies* 21, 1339-1369.
- [18] Black, Bernard S. 1990. Is corporate law trivial? A political and economic analysis.
- [19] Black, Fischer, and Myron Scholes. 1973. The pricing of options and corporate liability. *Journal of Political Economy* 81, 637-654.
- [20] Bolton, Patrick, Hamid Mehran, and Joel Shapiro. 2010. Executive compensation and risk taking. Federal Reserve Bank of New York working paper.
- [21] Bound, John, David A. Jaeger, and Regina M. Baker. 1995. Problems with instrumental variables estimation when the correlation between the instruments and the endogenous explanatory variable is weak. *Journal of the American Statistical Association* 90 (430), 443-450.
- [22] Boyd, John H., Gianni De Nicrolo, and Abu M. Jalal. 2006. Bank risk-taking and competition revisited: New theory and new evidence. IMF Working Paper no. WP/06/297, International Monetary Fund.
- [23] Boyd, John H., Ravi Jagannathan, and Sungkyu Kwak. 2009. What caused the current financial mess and what can we do about it? *Journal of Investment Management* 7, 1-17.
- [24] Boyd, John H., and David E. Runkle. 1993. Size and performance of banking firms: Testing the predictions of theory. *Journal of Monetary Economics* 31, 47-67.
- [25] Brewer III, Elijah, and Julapa Jagtiani. 2009. How much did banks pay to become too-big-to-fail and to become systemically important? Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper.
- [26] Calice, Giovanni, Christos Ioannidis, and Julian Williams, 2012, "Credit derivatives and the default risk of large complex financial institutions." *Journal of Financial Services Research*, 42 (1-2), 85-107.
- [27] Calomiris, Charles W., and Joseph R. Mason. 2003. Consequences of US bank distress during the depression. *American Economic Review* 93, 937-947.
- [28] 2003. Fundamentals, panic and bank distress during the depression. *American Economic Review* 93, 1615-1647.
- [29] 1997. Contagion and bank failure during the great depression: The Chicago banking panic of June 1932. *American Economic Review* 87, 863-684.

- [30] Carletti, Elena, and Philipp Hartmann. 2003. Competition and stability: What's special about banking? European Central Bank Working Paper no. 146.
- [31] Chen, Ren-raw, N.K. Chidambaram, Michael B. Imerman, and Ben J. Sopranzetti, 2014, "Liquidity, Leverage, and Lehman: A Structural Analysis of Financial Institutions in Crisis."
- [32] Chesney, Marc, Jacob Stromberg, and Alexander F. Wagner. 2010. Risk-taking incentives, governance, and losses in the financial crisis. Swiss Finance Institute Research Paper no. 10-18.
- [33] De Nicrolo, Gianni. 2000. Size, charter value and risk in banking: An international perspective. International Finance Discussion Paper no. 689, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- [34] Demsetz, Rebecca S., Marc R. Saldenberg, and Philip E. Strahan. 1997. Agency problems and risk-taking at banks. Federal Reserve Bank of New York Working Paper.
- [35] Demsetz, Rebecca S., and Philip E. Strahan. 1997. Diversification, size, and risk at bank holding companies. *Journal of Money, Credit, and Banking* 29, 300-313.
- [36] Diamond, Douglas W., and Raghuram G. Rajan. 2009. The credit crisis: Conjectures about causes and remedies. *American Economic Review: Papers & Proceedings* 99:2, 606-610.
- [37] Fama, E., 2010, in interview at <http://www.bloomberg.com/video/64476076/>, November 2010. Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. 1992. The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance* 47, 427-465.
- [38] French, Kenneth R. 2010. *The Squam Lake report: Fixing the financial system*. Princeton University Press.
- [39] Galloway, Tina M., Winson B. Lee, and Dianne M. Roden. 1997. Banks' changing incentives and opportunities for risk-taking. *Journal of Banking & Finance* 21, 509-527.
- [40] Gompers, Paul, Joy Ishii, and Andrew Metrick. 2003. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118, 107-155.
- [41] Hahn, Jinyong and Jerry A. Hausman, 2002, A new specification test for the validity of instrumental variables, *Econometrica* 70, 163-189.
- [42] Hausman, Jerry A., 1978, Specification tests in econometrics, *Econometrica* 46, 1251-1271.
- [43] Hamilton, Lawrence C. 1991. How robust is robust regression? *Stata Technical Bulletin* 2, 21-26.
- [44] Houston, Joel F., Chen Lin, Ping Lin, and Yue Ma. 2010. Creditor rights, information sharing, and bank risk-taking. *Journal of Financial Economics* 96:3, 485-512.
- [45] Jensen, Michael, and William Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- [46] Jessen, Cathrine, and David Lando. 2014. Robustness of distance-to-default. *Journal of Banking & Finance*, in press.
- [47] John, Kose, Lubomir Litov, and Bernard Yeung. 2008. Corporate governance and risk-taking. *Journal of Finance* 4, 1679-1728.
- [48] Laeven, Luc, and Ross Levine. 2009. Bank governance, regulation and risk-taking. *Journal of Financial Economics* 93, 259-275.
- [49] Man Duy Pham (2016), "Size, ownership structure and risk-taking behavior: An Empirical Study of Vietnamese Commercial Banks".
- [50] Merton, Robert C. 1974. On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates. *The Journal of Finance*, 29(2), 449-470.
- [51] Merton, Robert C. 1977. An analytic derivation of the cost of deposit insurance and loan guarantees: An application of modern option pricing theory. *Journal of Banking and Finance*, v1(1), 3-11.

- [52] Molyneux, Philip, Klaus Schneck, and Tim Mi Zhou, 2010, Too-big-to-fail and its impact on safety net subsidies and systemic risk, University of Bocconi working paper.
- [53] Rajan, Raghuram G. 2006. Has finance made the world riskier? *European Financial*
- [54] Rime, Bertrand. 2005. Do "too big to fail" expectations boost large banks issuer ratings? *Swiss National Bank Research Paper*.
- [55] Saunders, Anthony, Elizabeth Strock, and Nickolaos G. Travlos. 1990. Ownership structure, deregulation, and bank risk-taking. *Journal of Finance* 45, 643-654.
- [56] Stern, Gary H., and Ron Feldman. 2009. Addressing TBTF by shrinking financial institutions: An initial assessment. *The Region*.
- [57] Stiroh, Kevin J. 2006. New evidence on the determinants of bank risk. *Journal of Financial Services Research* 30, 237-263.
- [58] Stock, James H., and Motohiro Yogo. 2005. Testing for weak instruments in linear IV regression. *Identification and inference for econometric models: Essays in honor of Thomas Rothenberg*, Cambridge University Press, pp.80-108.
- [59] Vyas, Dushyantkumar. 2011. The timeliness of accounting write-downs by U.S. financial institutions during the financial crisis of 2007-2008. *Journal of Accounting Research* 49:3, 823-860.

HIỆU QUẢ KINH DOANH CÁC NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN NHÀ NƯỚC KHÔNG NẮM GIỮ TỶ LỆ CỔ PHẦN CHI PHỐI Ở VIỆT NAM

BANK PERFORMANCE OF JOINT-STOCK COMMERCIAL BANKS IN WHICH THE STATE DOES NOT HOLD A MAJORITY SHARE IN VIETNAM

Nguyễn Thị Vân, Nguyễn Thị Thu

Học viện Ngân Hàng

vannnguyen@hvn.edu.vn

TÓM TẮT

Các ngân hàng Thương mại Cổ phần mà Nhà nước không nắm giữ tỷ lệ cổ phần chi phối tại Việt Nam là khối doanh nghiệp năng động, có tốc độ tăng trưởng nhanh và thị phần ngày càng được mở rộng. Vai trò của khối các ngân hàng này trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế ngày càng trở nên quan trọng, đặc biệt trong bối cảnh cách mạng 4.0 khi khả năng áp dụng công nghệ vào hoạt động kinh doanh của khối các ngân hàng này cao hơn hẳn các ngân hàng thương mại Nhà nước. Việc đánh giá hiệu quả kinh doanh của nhóm ngân hàng này là một vấn đề đáng được quan tâm hiện nay trong khi các nghiên cứu định lượng về vấn đề này tại Việt Nam rất ít. Do đó, bài nghiên cứu sử dụng mô hình tác động ngẫu nhiên (random effect model) để ước lượng tỷ suất sinh lời của tổng tài sản của các ngân hàng này và kết quả cho thấy tăng trưởng kinh tế có ảnh hưởng mạnh đến khả năng sinh lời. Ngoài ra, trong khi quy mô và mức độ vốn hóa có tác động cùng chiều thì rủi ro tín dụng và mức độ đầu tư vào công nghệ thông tin lại có tác động ngược chiều lên khả năng sinh lời của ngân hàng.

Từ khóa: *khả năng sinh lời, ROA, hiệu quả kinh doanh ngân hàng, yếu tố kinh tế vĩ mô, nhân tố thuộc về ngân hàng, hồi quy dữ liệu bảng.*

ABSTRACT

Private joint-stock commercial banks which the state does not hold a majority share in Vietnam are very dynamic and have a high growth rate with an increasing market share. In the context of industrial evolution 4.0, role of these banks becomes much more important in promoting economic growth because information technology investments of these banks are more than those of state-owned commercial banks. The evaluation of these banks' performance is worthy of attention although the number of studies in this field is relatively small. Thus, this study uses random effect model to estimate bank profitability measured by return on asset (ROA). The findings are economic growth affects strongly on bank profitability. In addition, while bank size and capitalization have a positive relationship with bank profitability, credit risk and information technology investment impact on ROA negatively.

Keywords: *Profitability, ROA, performance, macro-economic factors, bank-specific factors, panel data regression.*

1. Giới thiệu

Các ngân hàng thương mại có vai trò đặc biệt quan trọng đối với sự phát triển kinh tế của một quốc gia và Việt Nam cũng không phải là một ngoại lệ. Hệ thống ngân hàng chính là huyết mạch của toàn bộ nền kinh tế. Nó là kênh phân phối vốn, tiếp cận vốn chủ yếu của doanh nghiệp và người tiêu dùng. Hệ thống ngân hàng hoạt động có hiệu quả sẽ giúp doanh nghiệp gia tăng khả năng tiếp cận vốn, kích thích tái đầu tư và phát triển sản xuất, thúc đẩy phát triển kinh tế. Hoạt động của hệ thống ngân hàng có hiệu quả cũng nghĩa là nền kinh tế đang tăng trưởng và phát triển và ngược lại. Chính vì vậy, hiệu quả kinh doanh của các ngân hàng thương mại chính cũng là một dấu hiệu liên quan đến tăng trưởng kinh tế quốc gia. Ở Việt Nam, các ngân hàng thương mại mà Nhà nước nắm giữ tỷ lệ cổ phần chi phối hiện đang chiếm thị phần lớn, tuy nhiên hoạt động của các ngân hàng thương mại mà Nhà nước không nắm giữ tỷ lệ cổ phần chi phối ngày càng năng động và phát triển mạnh, có mức thị phần ngày càng tăng lên cùng với sự gia tăng về chất lượng dịch vụ, sự đa dạng hóa về sản phẩm và quy trình cho vay linh hoạt. Ngoài ra, các ngân hàng cổ phần trong thời gian gần đây có sự đầu tư lớn về công nghệ dẫn đến tiềm năng phát triển và mở rộng thị phần ngày càng tăng lên. Chính vì vậy, vai trò của các ngân hàng thương mại cổ phần mà Nhà nước không nắm giữ tỷ lệ cổ phần chi phối ngày càng trở nên quan trọng đối với sự phát

triển kinh tế quốc gia. Tại Việt Nam, việc đánh giá hiệu quả kinh doanh của các ngân hàng thương mại thu hút được sự quan tâm và chú ý của nhiều học giả và các chuyên gia thực tế trong hoạt động kinh doanh ngân hàng. Tuy nhiên, chưa có nghiên cứu định lượng nào về hiệu quả hoạt động của khối các ngân hàng thương mại cổ phần. Chính vì vậy, bài nghiên cứu này tập trung đánh giá các nhân tố tác động đến hiệu quả kinh doanh của các ngân hàng thương mại cổ phần mà không nắm giữ tỷ lệ cổ phần chi phối tại Việt Nam. Từ đó, bài nghiên cứu cung cấp các cơ sở giúp các nhà hoạch định chính sách hoặc/và các nhà lãnh đạo ngân hàng đưa ra những chiến lược nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của các ngân hàng này.

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Với vai trò quan trọng của hệ thống ngân hàng trong nền kinh tế, hiệu quả kinh doanh ngân hàng thường được đo lường bởi khả năng sinh lời của ngân hàng thương mại và nhận được nhiều sự quan tâm của các học giả, nhà nghiên cứu và những chuyên gia thực tế trên khắp thế giới. Bảng 1 tổng hợp các nghiên cứu trước đây liên quan đến chủ đề này.

Bảng 1: Tổng hợp nghiên cứu về các nhân tố tác động đến khả năng sinh lời của ngân hàng thương mại

Tác giả	Phạm vi nghiên cứu	Phương pháp nghiên cứu	Kết quả
Kiganda (2014)	Kenya	Hồi quy	Các yếu tố kinh tế vĩ mô không ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của ngân hàng ở Kenya
Saeed (2014)	UK	Hồi quy	Tỷ lệ lạm phát tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời, quy mô của ngân hàng giúp tăng khả năng sinh lời
Al-Jafari and Alchami (2014)	Sirya	GMM	Kết luận tỷ lệ lạm phát và tăng trưởng kinh tế đều có ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của ngân hàng
Dawood (2014)	Pakistan	Hồi quy	Kết luận mức vốn hóa có ảnh hưởng đến khả năng sinh lời
Chowdhury (2015)	Các tiểu vương quốc Ả Rập –UAE	GMM	Mức độ vốn hóa làm tăng khả năng sinh lời
Aftab và cộng sự (2015)	Pakistan	Hồi quy	Các ngân hàng tư nhân khả năng sinh lời tốt hơn khối các ngân hàng Nhà nước
Boitan (2015)	Ủy ban Châu Âu- EU	Phân tích nhân quả Granger	Tốc độ tăng trưởng kinh tế có tác động tích cực và mạnh đến khả năng sinh lời của ngân hàng
Duraj and Moci (2015)	Albania	Hồi quy	Các yếu tố kinh tế vĩ mô có tầm quan trọng tương đương với các nhân tố thuộc về ngân hàng trong việc đánh giá khả năng sinh lời của ngân hàng
Noman và cộng sự (2015)	Bangladesh	GMM	Tỷ lệ lãi suất hiệu dụng có tác động ngược chiều lên khả năng sinh lời trong khi mức độ vốn hóa, quy mô ngân hàng và tỷ lệ lạm phát có tác động cùng chiều
Pradhan and Shrestha (2016)	Nê-pan	Hồi quy	Mức độ đủ vốn cao sẽ tác động tích cực lên khả năng sinh lời của ngân hàng
Alhassan và cộng sự (2016)	Ghana	DAE	Quy mô và khả năng sinh lời có mối quan hệ cùng chiều

Garcia and Guerreiro (2016)	Bồ Đào Nha	Hồi quy	Lãi suất không có tác động đến khả năng sinh lời của ngân hàng
Ariyadasa et al. (2016)	Sri Lanka	VECM	Lãi suất và nợ xấu làm giảm khả năng sinh lời
Tan et al. (2016)	Trung Quốc	GMM	Mối quan hệ giữa rủi ro tín dụng và khả năng sinh lời là mối quan hệ nghịch
Islam and Nishiyama (2016)	Nam Á	GMM	Lãi suất có tác động tích cực lên khả năng sinh lời của ngân hàng
Anarfi và cộng sự (2016)	Ghana	Hồi quy	Quy mô ngân hàng và tỷ lệ tiền gửi không có ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của ngân hàng
Khatun and Siddiqui (2016)	Băng la đét	Hồi quy	Mức độ vốn hóa có tác động tích cực lên khả năng sinh lời
Ahmad và cộng sự (2016)	78 ngân hàng tại châu Á và 89 ngân hàng tại châu Mỹ	Hồi quy	Không phải các biến kinh tế vĩ mô mà chính các biến thuộc về ngân hàng mới tác động đến hiệu quả kinh doanh ngân hàng
Makram Nouaili, Ezzeddine Abaoub, Anis Ochi (2015)	Tunisia	Hồi quy	Mức vốn hóa có tác động cùng chiều trong khi quy mô ngân hàng có tác động ngược chiều lên khả năng sinh lời
Alex Williams (2012)	Jamaica	OLS và GMM	Việc gia tăng nắm giữ các tài sản thanh khoản không làm tăng khả năng sinh lời của ngân hàng
Emmanuel Lawa và các cộng sự	Nam Phi	Hồi quy	Nợ xấu, mức vốn hóa và tốc độ tăng trưởng kinh tế GDP có tác động mạnh đến hiệu quả kinh doanh của ngân hàng ở Nam Phi.

Nguồn: Serhat Yüksel và các cộng sự (2018) và tổng hợp của tác giả

Cụ thể, Emmanuel Lawa và các cộng sự nghiên cứu các nhân tố tác động đến hiệu quả kinh doanh ngân hàng với 3 nhóm biến độc lập: các biến đặc trưng của ngân hàng, các biến đặc trưng của ngành và các biến kinh tế vĩ mô mô tả ảnh hưởng của nền kinh tế. Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng được thu thập cho 4 ngân hàng lớn nhất tại Nam Phi với quy mô tài sản chiếm 80% tổng tài sản của toàn ngành ngân hàng, từ năm 1995 đến 2013. Nghiên cứu sử dụng mô hình tác động ngẫu nhiên (random effect analysis) và kết quả đã chỉ ra rằng, nợ xấu, mức vốn hóa và tốc độ tăng trưởng kinh tế GDP có tác động mạnh đến hiệu quả kinh doanh của ngân hàng ở Nam Phi. Alex Williams (2012) nghiên cứu hiệu quả của hệ thống ngân hàng Jamaica và đánh giá tác động của việc nắm giữ các tài sản có tính thanh khoản đến khả năng sinh lời của ngân hàng trong việc tăng sức mạnh của hệ thống tài chính. Về phương pháp nghiên cứu: Alex Williams (2012) sử dụng 2 cách tiếp cận phân tích dữ liệu. Một là phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất OLS để ước lượng tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản cho từng ngân hàng, hai là sử dụng phương pháp GMM 2 bước cho các dữ liệu bảng thu thập được từ hệ thống ngân hàng. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, việc nắm giữ các tài sản thanh khoản không làm tăng khả năng sinh lời của các ngân hàng tại Jamaica. Makram Nouaili, Ezzeddine Abaoub, Anis Ochi (2015) nghiên cứu các nhân tố tác động đến hiệu quả kinh doanh ngân hàng tại Tunisia suốt giai đoạn sau cải cách kinh tế. Các nhân tố tác động cũng được chia làm 2 nhóm: các biến bên trong mang đặc trưng của ngân hàng và các biến bên ngoài đặc trưng cho tác động của nền kinh tế vĩ mô được phân tích bởi mô hình hồi quy tuyến tính của Bourke (1989).

Kết quả nghiên cứu cho thấy, mức vốn hóa của ngân hàng tác động cùng chiều lên khả năng sinh lời trong khi quy mô của ngân hàng có tác động ngược chiều lên các hệ số sinh lời gồm có lãi suất cận biên, tỷ suất sinh lời của tổng tài sản và tỷ suất sinh lời của vốn chủ sở hữu. Đối với các biến kinh tế vĩ mô, trong khi tăng trưởng kinh tế tạo điều kiện để các ngân hàng có khả năng sinh lời tốt hơn thì tỷ lệ lạm phát lại có mối quan hệ ngược chiều với khả năng sinh lời. Serhat Yüksel, Shahriyar Mukhtarov, Elvin Mammadov and Mustafa Özsari (2018) sử dụng phương pháp phân tích ảnh hưởng cố định (fix effect) và phương pháp GMM (general method of moments) để phân tích tác động của các nhân tố đến khả năng sinh lời của các ngân hàng 13 nước Xô Viết cũ. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, trong khi tăng trưởng kinh tế và thu nhập ngoài lãi có tác động tích cực đến khả năng sinh lời của ngân hàng thì tỷ lệ nợ trên GDP lại có tác động ngược chiều. Nguyên nhân được đưa ra là tỷ lệ nợ tăng lên khiến rủi ro tín dụng gia tăng, mặt khác làm tăng chi phí trích lập dự phòng, mặt khác làm tăng rủi ro mất vốn.

Như vậy, theo các nghiên cứu trước đây, ROA được sử dụng khá phổ biến là đại lượng đi lường khả năng sinh lời của ngân hàng. Nhóm các nhân tố giải thích gồm các nhân tố đặc trưng cho hoạt động của ngân hàng thương mại thường gồm các nhân tố chính: quy mô tổng tài sản, mức độ vốn hóa, rủi ro tín dụng và các yếu tố vĩ mô gồm: lạm phát, lãi suất và tăng trưởng kinh tế.

Tuy nhiên, trong bối cảnh cách mạng 4.0 có tác động mạnh đến hoạt động của tất cả các doanh nghiệp trong nền kinh tế, đặc biệt là ngành tài chính ngân hàng. Có nhiều học giả cho rằng mức công nghệ thông tin có ảnh hưởng lớn đến khả năng sinh lời của ngân hàng thương mại. Một số nghiên cứu có đề cập đến tác động của mức độ đầu tư vào công nghệ đến hiệu quả kinh doanh ngân hàng như các nghiên cứu của Hussam-eldin Daoud, Torki M. Al-Fawwaz, Yaser Arabyat (2016); An and Choi (2004), Jun, S (2006)...

Về phương pháp nghiên cứu, phương pháp được sử dụng phổ biến là hồi quy theo mô hình đánh giá tác động cố định (fix effect) và mô hình đánh giá tác động ngẫu nhiên (random effect) và phương pháp GMM cho dữ liệu bảng.

Tại Việt Nam, có một số tác giả nghiên cứu về tác động của các yếu tố đến hiệu quả kinh doanh của các ngân hàng thương mại như Jonathan Batten & Xuan Vinh Vo (2019).

Nghiên cứu thu thập dữ liệu về các ngân hàng thương mại từ 2006 đến 2014 để phân tích và kết quả cho rằng quy mô của ngân hàng, mức vốn hóa, rủi ro, chi phí và năng suất có tác động mạnh đến khả năng sinh lời và cả các nhân tố thuộc về bản thân ngân hàng cũng như những yếu tố kinh tế vĩ mô đều có ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của ngân hàng.

Le, Tu (2017): Nghiên cứu sử dụng phương pháp GMM để ước lượng khả năng sinh lời cho dữ liệu bảng thu thập cho các ngân hàng Việt Nam giai đoạn 2005-2015. Kết quả nghiên cứu cho thấy, giả thuyết về cấu trúc hiệu quả (efficient-structure hypothesis) đúng với những ngân hàng có quy mô cho vay lớn hơn, rủi ro thanh khoản thấp hơn, cả ngân hàng niêm yết và ngân hàng nhỏ và hệ thống ngân hàng có mức độ tập trung thấp hơn thì sẽ có khả năng sinh lời tốt hơn.

Le Thanh Tam, Pham Xuan Trang & Le Nhat Hanh (2017), sử dụng dữ liệu bảng thu thập từ 9 ngân hàng thương mại được niêm yết trên HNX và HOSE từ 2007-2013 nghiên cứu những nhân tố tác động đến khả năng sinh lời của ngân hàng và kết luận rằng những ngân hàng có quy mô nhỏ hơn có khả năng sinh lời tốt hơn, tốc độ tăng tổng tài sản và lãi suất có tác động cùng chiều đến khả năng sinh lời.

Duong Thuy Nguyen, Huyen Thanh Ta và Huong Thi Diem Nguyen (2017) sử dụng dữ liệu bảng từ 13 ngân hàng thương mại Việt Nam giai đoạn 2006-2016 để phân tích các nhân tố tác động đến khả năng sinh lời của ngân hàng và chỉ ra rằng mức độ sở hữu của cổ đông nước ngoài, rủi ro tín dụng có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời trong khi tỷ lệ sở hữu Nhà nước, quy mô tài sản và các biến kinh tế vĩ mô không có ý nghĩa thống kê trong mối quan hệ với lợi nhuận.

2.2. Khoảng trống nghiên cứu

Trong các nghiên cứu về đánh giá khả năng sinh lời của ngân hàng thương mại tại Việt Nam: thứ nhất, chưa có nghiên cứu nào tập trung cho nhóm đối tượng là nhóm các ngân hàng thương mại cổ phần mà Nhà nước không nắm giữ tỷ lệ cổ phần chi phối - khối các ngân hàng năng động và có nhiều tiềm năng phát triển, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Thứ hai, chưa có nghiên cứu nào đề cập đến vai trò của việc đầu tư cho công nghệ thông tin đối với khả năng sinh lời của ngân hàng thương mại trong bối cảnh cách mạng 4.0 hiện nay.

Chính vì vậy, bài nghiên cứu này sẽ đánh giá các nhân tố tác động đến khả năng sinh lời của 14 ngân hàng thương mại cổ phần mà Nhà nước không nắm giữ tỷ lệ cổ phần chi phối tại Việt Nam, sử dụng phương pháp phổ biến là mô hình đánh giá tác động cố định và mô hình đánh giá tác động ngẫu nhiên bởi vì các ngân hàng được lựa chọn đều là các ngân hàng có quy mô trung bình nên dữ liệu tương đối đồng nhất. Dựa trên các nghiên cứu trước đây, các biến giải thích được lựa chọn gồm: các biến thuộc về ngân hàng: quy mô tài sản, mức độ vốn hóa, rủi ro tín dụng, mức độ đầu tư vào công nghệ thông tin và các biến vĩ mô gồm: chu kỳ kinh tế (tốc độ tăng trưởng kinh tế), lạm phát, lãi suất (lãi suất tái chiết khấu).

2.3. Giả thuyết nghiên cứu

Giả thuyết	Biến giải thích	Tác động đến khả năng sinh lời
H1	Tổng tài sản	+
H2	Mức độ vốn hóa	+
H3	Rủi ro tín dụng	-
H4	Đầu tư công nghệ thông tin	-
H5	Tăng trưởng kinh tế	+
H6	Lạm phát	-
H7	Lãi suất	-

2.4. Phương pháp nghiên cứu

Bài nghiên cứu sử dụng phương pháp phân tích tác động ngẫu nhiên (REM) và tác động cố định (FEM) để đánh giá tác động của các 2 nhóm nhân tố lên hiệu quả kinh doanh của các ngân hàng thương mại cổ phần Việt Nam. Nhóm nhân tố phản ánh đặc điểm kinh doanh của mỗi ngân hàng gồm có: quy mô (tổng tài sản), mức độ đủ vốn (tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản), tính thanh khoản (tỷ lệ tổng dư nợ trên tổng tài sản), chất lượng tín dụng (tỷ lệ nợ xấu), mức độ áp dụng công nghệ thông tin vào hoạt động kinh doanh (giá trị đầu tư vào công nghệ thông tin) và nhóm nhân tố phản ánh các tác động yếu tố kinh tế vĩ mô gồm: lạm phát, tăng trưởng kinh tế và lãi suất điều hành. Sau đó, sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình phù hợp. Sau đó, tác giả tiếp tục sử dụng các kiểm định đa nhân tử Breusch and Pagan Lagrangian cho khuyết tật phương sai sai số thay đổi, kiểm định Wooldridge cho hiện tượng tự tương quan và thông qua hệ số VIF để kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến. Mô hình phù hợp cuối cùng là mô hình đã được khắc phục tất cả các khuyết tật.

2.4.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu bảng được thu thập từ báo cáo tài chính của 14 ngân hàng thương mại cổ phần tại Việt Nam (mục lục 1: danh sách các ngân hàng), có sự tương đồng về quy mô: nhỏ, về mô hình hoạt động: cổ phần 100%, không tác động của yếu tố sở hữu Nhà nước trong khoảng thời gian từ 2005 đến 2018. Các dữ liệu kinh tế vĩ mô được lấy từ website của tổng cục thống kê và các thông tin của ngân hàng Nhà nước liên quan đến lãi suất tái chiết khấu.

2.4.2. Các biến trong mô hình

Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng, lựa chọn các biến và phương pháp phân tích tác động ngẫu nhiên dựa trên nghiên cứu của Emmanuel Lawa và cộng sự, (2017). Theo đó, các biến gồm có: khả năng sinh lời (ROA), quy mô (tổng tài sản), mức độ vốn hóa, mức đầu tư cho công nghệ thông tin, rủi ro tín dụng, tăng trưởng kinh tế, tỷ lệ lạm phát và lãi suất.

Bảng 2: Mô tả các biến trong mô hình

Biến giải thích	Ký hiệu	Cách tính	Các nghiên cứu
Tỷ suất sinh lời của tổng tài sản	ROA	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	Molyneux and Thornton (1992), Claessens and Laeven (2004) and Mamatzakis and Bermppei (2016).
Tổng tài sản	TA	Logarit tự nhiên của tổng tài sản	Pasiouras và cộng sự (2007); Kasman (2010), Athanasoglou và cộng sự (2008).
Mức độ vốn hóa	EAR	Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	Molyneux and Thornton (1992); Ahmad và cộng sự. (2016); Hanna (2016); Djalilov and Piesse (2016);
Rủi ro tín dụng	NPL	Nợ xấu/tổng dư nợ	
Đầu tư công nghệ thông tin	ITI	Logarit tự nhiên của giá trị đầu tư vào công nghệ thông tin	Hussam-eldin Daoud, Torki M. Al-Fawwaz, Yaser; An and Choi (2004), Jun, S (2006),...
Tăng trưởng kinh tế	GDP	Logarit tự nhiên của tổng sản phẩm quốc nội	Kiganda (2014); Saeed (2014); Al-Jafari and Alchami (2014)
Lạm phát	INFL	Tỷ lệ lạm phát hàng năm	Kiganda (2014); Saeed (2014); Al-Jafari and Alchami (2014)
Lãi suất	INR	Tỷ lệ lãi suất tái chiết khấu	

Nguồn: tổng hợp của tác giả

Quy mô của ngân hàng: Quy mô của ngân hàng thường được đo lường bởi tổng tài sản của ngân hàng. Tác động của quy mô đến hiệu quả kinh doanh ngân hàng cũng rất khác nhau bởi các nguồn dữ liệu nghiên cứu cũng như đối tượng nghiên cứu của các bài nghiên cứu là khác nhau. Theo một số tác giả như Pasiouras và cộng sự (2007), tác động của tổng tài sản lên hiệu quả kinh doanh là cùng chiều. Nguyên nhân là do lợi thế về quy mô nên các ngân hàng lớn thường huy động được vốn với chi phí thấp hơn. Ngược lại, một số nghiên cứu chỉ ra mối quan hệ này là ngược chiều (Kasman (2010). Kasman thu thập dữ liệu bảng của 431 ngân hàng từ 39 quốc gia và phát hiện ra quy mô ngân hàng được đo lường bởi tổng tài sản có tác động ngược chiều lên hiệu quả kinh doanh ngân hàng được đo lường bởi tỷ lệ lãi ròng. Liên quan đến quy mô ngân hàng. Tuy nhiên, cũng có nghiên cứu chỉ ra quy mô ngân hàng không tác động lên hiệu quả kinh doanh ngân hàng như nghiên cứu của Athanasoglou và cộng sự (2008).

Mức độ vốn hóa (capitalization) thường được đo lường bởi tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản. các nghiên cứu trước đây chỉ ra rằng, tỷ lệ này có tác động cùng chiều lên tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) ngân hàng bởi vì với mức độ an toàn vốn của ngân hàng cao hơn, ngân hàng chấp nhận cho vay những khoản vay rủi ro cao hơn với mức sinh lời cao hơn, từ đó làm tăng hiệu quả kinh doanh.

Chất lượng tín dụng (Credit quality) được đo lường bởi tỷ lệ nợ xấu (non-performing loans). Hầu hết các nghiên cứu trước đây đều chỉ ra rằng chất lượng tín dụng tốt sẽ làm tăng hiệu quả kinh doanh ngân hàng và ngược lại. Bởi vì chất lượng tín dụng tốt, tức là tỷ lệ nợ xấu thấp, chi phí trích lập dự phòng cũng như tỷ lệ nợ không có khả năng thu hồi thấp, và hiệu quả kinh doanh ngân hàng tăng lên.

Nguồn lực về công nghệ thông tin: Trong xu thế cách mạng 4.0 hiện nay, sự phát triển về công nghệ thông tin có ảnh hưởng lớn đến hiệu quả và tốc độ phát triển của tất cả các doanh nghiệp. Theo lý thuyết về các nguồn lực của doanh nghiệp, (RBV- resource-based view), công nghệ thông tin cũng là một lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp. Doanh nghiệp nào sở hữu nguồn lực công nghệ lớn sẽ có lợi thế trên

thị trường. Ngân hàng là loại hình doanh nghiệp có mức độ áp dụng công nghệ thông tin vào các hoạt động kinh doanh rất cao. Công nghệ thông tin ảnh hưởng đến tất cả các hoạt động của ngân hàng. Nó không những giúp giảm chi phí giao dịch, thay đổi mô hình kinh doanh, đa dạng các kênh phân phối sản phẩm và mang lại sự thuận tiện, gia tăng tiện ích cho khách hàng, từ đó tăng doanh thu và tăng hiệu quả kinh doanh. Công nghệ thông tin tác động mạnh nhất đến các sản phẩm dịch vụ ngân hàng điện tử, các hình thức thanh toán không dùng tiền mặt: ATM, POS, QRpay, mobi-banking... là những hoạt động mang lại nguồn thu từ phí dịch vụ (thu nhập ngoài lãi) lớn cho ngân hàng. Tuy nhiên, chi phí đầu tư ban đầu cho công nghệ tương đối lớn. Nếu mức độ tăng doanh thu không đủ trang trải các chi phí thì việc đầu tư vào công nghệ sẽ làm giảm hiệu quả kinh doanh ngân hàng. Ở Việt Nam hiện nay, xu hướng đầu tư mạnh vào công nghệ thông tin diễn ra ở tất cả các ngân hàng, đặc biệt mạnh mẽ là các ngân hàng cổ phần.

Giá trị đầu tư vào công nghệ thông tin được đo lường bằng tổng giá trị đầu tư vào phần cứng (máy móc thiết bị-hardware) và giá trị bản quyền cho các phần mềm (software) cộng với chi phí cho đào tạo nhân sự về công nghệ thông tin. (Syrine Ben Romdhane, 2013). Tuy nhiên, ở Việt Nam, chi phí nhân sự riêng cho lĩnh vực công nghệ thông tin tương đối nhỏ so với chi phí của phần cứng và phần mềm. Do đó, giá trị này không được tính trong tổng giá trị đầu tư vào công nghệ thông tin. Tác động của công nghệ thông tin lên hiệu quả kinh doanh ngân hàng cũng rất khác nhau. Một số nghiên cứu chỉ ra rằng, đầu tư vào công nghệ thông tin làm tăng hiệu quả kinh doanh (Bharadwaj, 2000; Hussam-eldin Daoud, Torki M. Al-Fawwaz, Yaser Arabyat, 2016), một số nghiên cứu chỉ ra kết quả ngược lại (Siam, 2006 & Ross, 2002). Cũng có những nghiên cứu kết luận không có mối quan hệ nào giữa đầu tư vào CNTT và khả năng sinh lời của ngân hàng.

Lạm phát: Theo Revel (1979), lạm phát sẽ làm giảm hiệu quả kinh doanh ngân hàng. Giải thích cho điều này, Naceur and Kandil (2009) nhấn mạnh hoạt động chính của ngân hàng thương mại là cung cấp các khoản nợ cho khách hàng. Lạm phát tăng sẽ làm tăng chi phí vay nợ và làm giảm nhu cầu vay của khách hàng. Ngân hàng cho vay được ít hơn và mức sinh lời cũng thấp hơn.

Tốc độ tăng trưởng kinh tế: Francis (2013) kết luận rằng tốc độ tăng trưởng kinh tế có vai trò quan trọng trong khả năng sinh lời của ngân hàng.

Lãi suất: Chính là chi phí của vốn vay. Nó xác định chi phí của một khoản vay của khách hàng đồng thời cũng xác định chi phí huy động vốn của chính bản thân ngân hàng, từ đó ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của ngân hàng. Lãi suất được lựa chọn đưa vào mô hình này là lãi suất tái cấp vốn của Việt Nam năm 2005 đến 2018. Lãi suất này thể hiện sự điều hành chính sách của ngân hàng Nhà nước trong từng thời kỳ kinh tế cụ thể. Lãi suất tái chiết khấu cao, làm tăng chi phí huy động vốn và chi phí đi vay, giảm nhu cầu vay vốn ngân hàng, thắt chặt tăng trưởng tín dụng. Ngược lại, để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, ngân hàng Nhà nước thường giảm lãi suất điều hành, từ đó tăng cầu vốn vay, kích thích tiêu dùng và hỗ trợ tăng trưởng tín dụng, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

2.4.3. Mô hình hồi quy

Theo các nghiên cứu trước đây, các nhân tố tác động tới hiệu quả kinh doanh ngân hàng gồm 2 nhóm chính: nhóm nhân tố bên trong ngân hàng gồm các yếu tố liên quan đến đặc điểm của từng ngân hàng cụ thể gồm: quy mô được đo lường bởi tổng tài sản, cấu trúc vốn (mức độ đủ vốn) được đo lường bởi tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản, chất lượng tín dụng được đo lường bởi tỷ lệ nợ xấu, đầu tư vào công nghệ thông tin (An, K & Choi, K, 2004, Athanasoglou, P.P., Delis, M.D., Staikouras, C.K., 2006), và các biến kinh tế vĩ mô gồm tăng trưởng kinh tế, lạm phát, lãi suất.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 * TA_{it} + \beta_2 * EAR_{it} + \beta_3 * NPL_{it} + \beta_4 * ITI_{it} + \beta_5 * GDP_{it} + \beta_6 * INFL_{it} + \beta_7 * INR_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

α : Hệ số chặn của mô hình, đại diện cho những nhân tố tác động đến tỷ suất sinh lời của tổng tài sản không thay đổi theo thời gian.

TA_{it} : Thể hiện tổng tài sản của ngân hàng i tại thời điểm t , được đo bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản.

EAR_{it} : Thể hiện mức độ đủ vốn của ngân hàng I tại thời điểm t, tính bằng vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản.

NPL_{it} : Tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng i tại thời gian t.

ITI_{it} : Giá trị đầu tư cho công nghệ thông tin, được tính bằng logarit tự nhiên của giá trị đầu tư vào công nghệ thông tin.

GDP_{it} : Thể hiện tốc độ tăng trưởng kinh tế, được đo lường bởi logarit tự nhiên của tổng sản phẩm quốc nội theo từng năm, giống nhau đối với các ngân hàng.

$INFL_{it}$: Tỷ lệ lạm phát tại các thời điểm t, giống nhau đối với các ngân hàng.

INR_{it} : Lãi suất tái chiết khấu của ngân hàng Nhà nước theo các năm, giống nhau đối với các ngân hàng.

ε_{it} : sai số ngẫu nhiên của ngân hàng I tại thời điểm t.

3. Kết quả và đánh giá

3.1. Kết quả nghiên cứu

Bảng 3: Thống kê mô tả dữ liệu

	ROA	TA	EAR	NPL	INFL	GDP	ITI	INR
Mean	.009455	7.849422	.0945241	.025617	.1042857	6.196133	5.160487	.0595345
Median	.0087957	8.004694	.0838141	.01976	.0785	6.236327	5.295723	0.045
Max	.0297401	8.706678	.38675	.098	.353	9.70701	6.915969	.1195
Min	.000218	5.832322	.0325718	.00012	.009	1.728374	1.995635	.04
Std Dev	.0060344	.5548622	.0508327	.0199304	.0892004	2.890505	.635487	.0242556
Skewness	.5489193	1.125068	3.177508	1.42823	1.645087	-.1082344	-1.560941	1.38603
Kurtosis	3.039538	4.119068	16.5401	4.632218	4.873363	1.51526	7.492424	3.504453
Variance	.0000364	.307872	.002584	.0003972	.0079567	8.35502	.4038437	.0005883
Observation	168	168	168	168	168	168	168	168

Nguồn: Tính toán của tác giả từ phần mềm Stata

Kiểm tra tính dừng của dữ liệu

Để kiểm tra tính dừng của các biến độc lập và biến phụ thuộc, sử dụng kiểm định của Levin-Lin-Chu và Harris-Tzavalis với giả thuyết:

H_0 : Chuỗi dữ liệu có chứa nghiệm đơn vị (không có tính dừng).

H_1 : Chuỗi dữ liệu có tính dừng.

Từ kết quả kiểm định Levin-Lin-Chu và Harris-Tzavalis (mô tả cụ thể trong phụ lục 2), cho thấy P-value < 5%. Do đó, các chuỗi dữ liệu là dừng và đủ điều kiện để thực hiện hồi quy.

Kết quả hồi quy

Để phân tích tác động của các nhân tố tới tỷ suất sinh lời của tổng tài sản, sử dụng phương pháp phân tích tác động ngẫu nhiên (random effect analysis) và tác động cố định (fix effect analysis), tiến hành hồi quy hàm (1), được kết quả của mô hình trong phụ lục 3. Sau đó, sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình phù hợp, kiểm định Hausman có giá trị P-value = 0.7914 > 5%, do đó chấp nhận giả thuyết H_0 và lựa chọn mô hình tác động ngẫu nhiên là phù hợp. Sau đó, các kiểm định lần lượt được thực hiện để phát hiện các khuyết tật của mô hình gồm: phương sai sai số thay đổi, tự tương quan và đa cộng tuyến. (phụ lục 5 và phụ lục 6). Kết quả cho thấy, mô hình có hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi. Tuy nhiên, mô hình không có đa cộng tuyến do tất cả các hệ số VIF đều nhỏ hơn 10 (phụ lục 7).

Sau đó, tác giả sử dụng phương pháp ước lượng bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (feasible generalized least square – FGLS) để khắc phục tự tương quan và phương sai sai số thay đổi, được mô hình dưới đây:

Bảng 4: Kết quả ước lượng mô hình (1) sau khi đã khắc phục các khuyết tật

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares

Panels: heteroskedastic

Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.5576)

Estimated covariances = 12 Number of obs = 168
 Estimated autocorrelations = 1 Number of groups = 12
 Estimated coefficients = 8 Time periods = 14
 Wald chi2(7) = 59.42
 Prob > chi2 = 0.0000

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z
TA	.0073073	.0016051	4.55	0.000
EAR	.025415	.0062373	4.07	0.000
NPL	-.0597117	.0175713	-3.40	0.001
ITI	-.0008527	.00089	-0.96	0.12
GDP	-.0015904	.0002846	-5.59	0.000
INFL	-.0020613	.0025571	-0.81	0.420
INR	-.0015646	.0134584	-0.12	0.907
_cons	-.0338104	.0097972	-3.45	0.001

Nguồn: Trích xuất từ phần mềm stata

Mô hình có thể viết dưới dạng như sau:

$$ROA = -0.0338104 + 0.0073073*TA + 0.025415*EAR - 0.0597117*NPL - 0.0008527*ITI - 0.0015904*GDP$$

3.2. Đánh giá

Từ kết quả nghiên cứu, có thể đưa ra một số nhận xét như sau:

Một là, các yếu tố tác động đến khả năng sinh lời của ngân hàng thương mại cổ phần mà Nhà nước không nắm giữ tỷ lệ cổ phần chi phối bao gồm cả các biến kinh tế vĩ mô (GDP) và biến thuộc về ngân hàng: quy mô ngân hàng, mức vốn hóa, tỷ lệ nợ xấu. Các biến này có mối quan hệ chặt chẽ với khả năng sinh lời của các ngân hàng thương mại cổ phần mà Nhà nước không nắm giữ tỷ lệ cổ phần chi phối tại Việt Nam với mức ý nghĩa 1%.

Hai là, trong các nhân tố tác động đến khả năng sinh lời của nhóm các ngân hàng thương mại cổ phần mà Nhà nước không nắm giữ tỷ lệ cổ phần chi phối tại Việt Nam, rủi ro tín dụng mà được đại diện bởi tỷ lệ nợ xấu có tác động mạnh nhất với hệ số của biến NPL là - 0.0597117. Nghĩa là khi tỷ lệ nợ xấu tăng 1% thì tỷ suất sinh lời của tổng tài sản giảm 0.0597%. Nói cách khác, rủi ro tín dụng có tác động ngược chiều với khả năng sinh lời của nhóm các ngân hàng thương mại cổ phần mà Nhà nước không nắm giữ tỷ lệ cổ phần chi phối. Điều này hoàn toàn phù hợp và thống nhất với các nghiên cứu trước đây trên

thế giới và tại Việt Nam. Dễ thấy, rủi ro tín dụng tăng lên khiến chi phí của các ngân hàng tăng lên theo 2 hướng. Thứ nhất, nó làm tăng chi phí trích lập dự phòng rủi ro tín dụng, thứ hai nó làm nguy cơ mất vốn đối với các khoản nợ xấu không có khả năng thu hồi. Từ đó, làm giảm lợi nhuận sau thuế và giảm khả năng sinh lời.

Ba là, tổng tài sản và mức vốn hóa có tác động cùng chiều lên tỷ suất sinh lời của tổng tài sản. Kết quả nghiên cứu thống nhất với các kết quả nghiên cứu của Alhassan et al. (2016), Khatun and Siddiqui (2016). Đối với các ngân hàng thương mại cổ phần mà Nhà nước không nắm giữ tỷ lệ cổ phần chi phối tại Việt Nam, chủ yếu lợi nhuận kinh doanh ngân hàng được tạo ra từ hoạt động cho vay và quy mô các khoản vay đa số trong tổng tài sản của ngân hàng. Khi tổng tài sản tăng lên, tức là giá trị các khoản cho vay cũng tăng lên. Nói cách khác, ngân hàng mở rộng hoạt động tín dụng, từ đó, làm tăng thu nhập từ lãi và tăng khả năng sinh lời của tổng tài sản. Mức vốn hóa càng lớn thì “tầm đệm” chống đỡ các rủi ro của ngân hàng cũng cao hơn, mức độ an toàn được tăng lên. Điều đó dẫn đến việc ngân hàng sẵn sàng chấp nhận các khoản vay có mức độ rủi ro cao hơn với mức lợi nhuận biên cao hơn và làm tăng khả năng sinh lời.

Bốn là, mối quan hệ giữa mức đầu tư vào công nghệ thông tin và khả năng sinh lời của ngân hàng thương mại cổ phần mà Nhà nước không nắm giữ tỷ lệ cổ phần chi phối là âm nhưng còn yếu (mức ý nghĩa 12%). Nói cách khác, việc đầu tư vào công nghệ thông tin để làm tăng khả năng sinh lời của các ngân hàng đang mang lại một hiệu quả ngược. Chi phí đầu tư cho công nghệ thông tin gồm các chi phí phần cứng liên quan đến máy móc thiết bị hiện đại, các loại máy ATM, POS, live bank,... và các chi phí phần mềm liên quan chủ yếu đến hệ thống ngân hàng lõi và các phần mềm khác để quản lý hoạt động của ngân hàng, chi phí phát triển và vận hành các sản phẩm ngân hàng hiện đại là những khoản chi phí cực lớn trong khi hiệu quả mà chúng mang lại chưa cao. Bởi vì người tiêu dùng tại Việt Nam chưa thực sự quen và yêu thích các sản phẩm tài chính công nghệ cao, họ vẫn ưa thích và tin dùng các sản phẩm truyền thống. Nên giá trị gia tăng mà chúng tạo ra chưa bù đắp được các khoản chi phí đầu tư ban đầu.

Năm là, lạm phát và lãi suất chiết khấu có tác động ngược chiều lên khả năng sinh lời của tổng tài sản nhưng mối quan hệ này không có ý nghĩa về mặt thống kê. Kết quả này cũng thống nhất với kết quả một số nghiên cứu như nghiên cứu của Duong Thuy Nguyen và cộng sự (2017) khi nghiên cứu về các ngân hàng thương mại Việt Nam.

4. Kết luận

Đối với các ngân hàng thương mại cổ phần h, cả các biến kinh tế vĩ mô và các biến thuộc về ngân hàng đều có ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của ngân hàng. Trong các biến kinh tế vĩ mô, trong khi lạm phát và lãi suất điều hành – lãi suất tái chiết khấu không có tác động đến khả năng sinh lời của ngân hàng thì tổng sản phẩm quốc nội GDP lại có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của các ngân hàng. Trong số các yếu tố thuộc về ngân hàng, gần như tất cả các yếu tố đều có tác động chặt chẽ đến tỷ suất sinh lời của tổng tài sản gồm quy mô, mức độ vốn hóa và rủi ro tín dụng. Ngoại trừ mức độ đầu tư cho công nghệ thông tin có tác động âm nhưng với mức ý nghĩa 12%. Như vậy, để gia tăng khả năng sinh lời của tổng tài sản, các ngân hàng thương mại cổ phần mà Nhà nước không nắm giữ tỷ lệ cổ phần chi phối cần tăng quy mô tổng tài sản và tỷ trọng vốn chủ sở hữu trong tổng tài sản đồng thời tăng cường sử dụng các biện pháp để quản trị rủi ro tín dụng một cách hiệu quả.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

[1] Aftab, Nadeem, Nayyer Samad, and Tehreem Husain. 2015. Historical Analysis of Bank Profitability Using CAMEL Parameters: Role of Ownership and Political Regimes in Pakistan. *International Journal of Economics and Finance* 7: 144–55 [CrossRef].

[2] Ahmad, Rubi, Eric H. Y. Koh, and Shahrin Saaid Shaharuddin. 2016. Determinants of bank profitability: A comparative study of East Asia and Latin America. *International Journal of Banking, Accounting and Finance* 7: 34–51.

- [3] Ahmad, Rubi, Eric H. Y. Koh, and Shahrin Saaid Shaharuddin. 2016. Determinants of bank profitability: A comparative study of East Asia and Latin America. *International Journal of Banking, Accounting and Finance* 7: 34–51.
- [4] Al-Jafari, Mohamed Khaled, and Mohammed Alchami. 2014. Determinants of bank profitability: Evidence from Syria. *Journal of Applied Finance and Banking* 4: 17–45.
- [5] Alex Williams (2012), Determinants of Bank Performance in Jamaica, Working Paper of Bank of Jamaica.
- [6] Alhassan, Abdul Latif, Michael Lawer Tetteh, and Freeman Brobbey Owusu. 2016. Market power, efficiency and bank profitability: Evidence from Ghana. *Economic Change and Restructuring* 49: 71–93.
- [7]. An, K & Choi, K (2004), “Do increases in IT investment improve bank profitability?” Kyong Je Yon Gu, Korean Economic Commerce Association and Korean National Economic Association, 22, 25–56.
- [8] Anarfi, Daniel, Emmanuel Joel Aaikins Abakah, and Eunice Boateng. 2016. Determinants of Bank Profitability in Ghana: New Evidence. *Asian Journal of Finance & Accounting* 8: 194–204.
- [9] Athanasoglou, P.P., Delis, M.D., Staikouras, C.K., 2006. Determinants of Bank Profitability in the South Eastern European Region, Bank of Greece, Working Paper No. 47.
- [10] Boitan, Iustina Alina. 2015. Determinants of Sustainable Banks’ profitability. Evidence from EU Countries. *Financial Studies* 19: 21–39.
- [11] Bourke, P. (1989), Concentration and other determinants of bank profitability in Europe, North America and Australia. *Journal of Banking and Finance*, 13(1), 65-79.
- [12] Chowdhury, Reza H. 2015. Equity capital and bank profitability: Evidence from the United Arab Emirates. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting* 5: 1–20.
- [13] Dawood, Usman. 2014. Factors impacting profitability of commercial banks in Pakistan for the period of (2009–2012). *International Journal of Scientific and Research Publications* 4: 1–7.
- [14] De Jonghe, O. (2010), Back to the basics in banking? A micro-analysis of banking system stability. *Journal of Financial Intermediation*, 19, 387-417.
- [15] Djalilov, Khurshid, and Jenifer Piesse. 2016. Determinants of bank profitability in transition countries: What matters most? *Research in International Business and Finance* 38: 69–82.
- [16] Duong Thuy Nguyen & Huyen Thanh Ta & Huong Thi Diem Nguyen, 2018. "What Determines the Profitability of Vietnam Commercial Banks?". *International Business Research*, Canadian Center of Science and Education, vol. 11(2), pages 231-245, February.
- [17] Duraj, Brunilda, and Elvana Moci. 2015. Factors Influencing the Bank Profitability-Empirical Evidence from Albania. *Asian Economic and Financial Review* 5: 483–94.
- [18] Emmanuel Lawa, Luther-King Junior Zogli and Bongani Innocent Dlamini (2017), The Determinants of Bank Performance in South Africa: A Panel Data Analysis, *Journal of Economics*, 8(2): 94-108 (2017) DOI: 10.1080/09765239.2017.1391492.
- [19] Hanna, Gabi. 2016. Factors Affecting Bank Profitability during War Conflicts: Evidence from Syria. Master thesis, Jönköping International Business School, JIBS, Business Administration, Jönköping University, Jönköping, Sweden.

[20] Hussam-eldin Daoud, Torki M. Al-Fawwaz, Yaser Ahmed Arabyat (2016), The Econometrics Effect of Information Technology Investment on Financial Performance in the Jordanian Banking Sector over the Period 1993-2014, *Research Journal of Finance and Accounting* www.iiste.org ISSN 2222-1697 (Paper) ISSN 2222-2847 (Online) Vol.7, No.8, 2016.

[21] Islam, Md. Shahidul, and Shin-Ichi Nishiyama. 2016. The Determinants of Bank Profitability: Dynamic Panel Evidence from South Asian Countries. *Journal of Applied Finance and Banking* 6: 77–97.

[22] Jonathan A. Batten & Xuan Vinh Vo (2017) Determinants of Bank Profitability – Evidence from Vietnam, *Journal of Emerging Markets Finance and Trade*.

[23] Kasman, A. (2010), Consolidation and Commercial bank net interest margins: evidence from the old and new European Union members and candidate countries. *Economic Modeling*, 27, 648-655.

[24] Khatun, Mahfuza, and Sikandar Siddiqui. 2016. Size, Equity Backing, and Bank Profitability: A Case Study Using Panel Data from Bangladesh. *Journal of Applied Finance and Banking* 6: 1–14.

[25] Kiganda, Evans Ovamba. 2014. Effect of macroeconomic factors on commercial banks profitability in Kenya: Case of equity bank limited. *Journal of Economics and Sustainable Development* 5: 46–56.

[26] Kiganda, Evans Ovamba. 2014. Effect of macroeconomic factors on commercial banks profitability in Kenya: Case of equity bank limited. *Journal of Economics and Sustainable Development* 5: 46–56.

[27] Le Thanh Tam, Phạm Xuan Trang & Le Nhat Hanh (2017) *Journal of Business Sciences (JBS)* Volume 1, Issue 2, pp. 1-12 (P-ISSN: 2521-5620; E-ISSN: 2521-5302).

[28] Le, Tu, The Determinants of Commercial Bank Profitability in Vietnam (September 30, 2017). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3048571> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3048571>

[29] Makram Nouaili, Ezzeddine Abaoub, Anis Ochi (2015), The Determinants of Banking Performance in Front of Financial Changes: Case of Trade Banks in Tunisia, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2015, 5(2), 410-417.

[30] Molyneux, Philip, and John Thornton. 1992. Determinants of European bank profitability: A note. *Journal of banking & Finance* 16: 1173–78.

[31] Nassreddine GAROUI1, Fatma SESSI2 and Anis JARBOUI, 2013, DETERMINANTS OF BANKS PERFORMANCE: VIEWING TEST BY COGNITIVE MAPPING TECHNIQUE (CASE OF BIAT), *International Journal of Contemporary Economics and Administrative Sciences* ISSN: 1925 – 4423 Volume :3, Issue:1, Year:2013, pp.22-46.

[32] Noman, Abu Hanifa Md., Mustafa Manir Chowdhury, Najmeen Jahan Chowdhury, Mohammad Jonaed Kabir, and Sajeda Pervin. 2015. The Effect of Bank Specific and Macroeconomic Determinants of Banking Profitability: A Study on Bangladesh. *International Journal of Business and Management* 10: 287–97.

[33] Pasiouras, F., Kosmidou, K. (2007), Factors influencing the profitability of domestic and foreign commercial banks in the European Union. *Research in International Business and Finance*, 21(2), 222-237.

[34] Pradhan, Radhe Shyam. 2016. Bank Specific and Macroeconomic Determinants of Bank Profitability: A Case of Nepal. SSRN 2793484. Available online: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2793484 (accessed on 13 July 2018).

[35] Saeed, Muhammed Sajid. 2014. Bank-related, industry-related and macroeconomic factors affecting bank profitability: A case of the United Kingdom. *Research Journal of Finance and Accounting* 5: 42–50.

[36] Serhat Yüksel 1, Shahriyar Mukhtarov 2,3,* , Elvin Mammadov 2 and Mustafa Özsari (2018), Determinants of Profitability in the Banking Sector: An Analysis of Post-Soviet Countries, www.mdpi.com/journal/economies.

[37] Serhat Yüksel, Shahriyar Mukhtarov, Elvin Mammadov and Mustafa Özsari (2018), Determinants of Profitability in the Banking Sector: An Analysis of Post-Soviet Countries, *Journal of Economies (MDPI)*.

Phụ lục

Phụ lục 1: Danh sách các ngân hàng được nghiên cứu: An Binh Bank, Maritime Bank, Techcombank, Military Bank, Vietnam International Bank, Saigon Bank, Saigon-Hanoi Bank, VP bank, Eximbank, HD bank, ACB and Sacombank.

Phụ lục 2: Kết quả kiểm định tính dừng

Variables	Levin-Lin-Chu Test (Prob)	Harris-Tzavalis test (Prob)
ROA	0.0003	0.0148
TA	0.0000	0.4668
EAR	0.0000	0.0000
NPL	0.0006	0.0000
INFL	0.0000	0.0000
GDP	0.0000	0.9950
INR	0.0005	0.0000
ITI	0.0000	0.0007

Phụ lục 3: Kết quả hồi quy mô hình tác động ngẫu nhiên và mô hình tác động cố định

Mô hình tác động cố định

Fixed-effects (within) regression Number of obs = 168

Group variable: BANK1 Number of groups = 12

R-sq: Obs per group:
 within = 0.3779 min = 14
 between = 0.3896 avg = 14.0
 overall = 0.3668 max = 14

F(7,149) = 12.93

Prob > F = 0.0000

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t
-----+-----				

TA	.0095401	.0018382	5.19	0.000
EAR	.0361513	.0082506	4.38	0.000
NPL	-.04079	.0230199	-1.77	0.078
ITI	-.0023251	.0011333	-2.05	0.042
GDP	-.0018067	.0002745	-6.58	0.000
INFL	.0068225	.0039436	1.73	0.086
INR	-.0422705	.0176352	-2.40	0.018
_cons	-.0428025	.0109998	-3.89	0.000

Mô hình tác động ngẫu nhiên

Random-effects GLS regression

Number of obs = 168

Group variable: BANK1

Number of groups = 12

R-sq:

within = 0.3761
between = 0.4432
overall = 0.3829

Obs per group:

min = 14
avg = 14.0
max = 14

Wald chi2(7) = 96.85

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Prob > chi2 = 0.0000

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z
TA	.0094159	.0017843	5.28	0.000
EAR	.0383249	.0080784	4.74	0.000
NPL	-.0514521	.0217681	-2.36	0.018
ITI	-.0018218	.00107	-1.70	0.089
GDP	-.0018329	.0002628	-6.98	0.000
INFL	.0067578	.0039396	1.72	0.086
INR	-.042075	.0173794	-2.42	0.015
_cons	-.0442003	.010556	-4.19	0.000

Phụ lục 4: Kết quả kiểm định Hausman

---- Coefficients ----

	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fem	rem	Difference	S.E.
TA	.0095401	.0094159	.0001241	.000442
EAR	.0361513	.0383249	-.0021735	.0016765
NPL	-.04079	-.0514521	.0106621	.0074879

ITI	-.0023251	-.0018218	-.0005033	.0003734
GDP	-.0018067	-.0018329	.0000262	.0000793
INFL	.0068225	.0067578	.0000647	.0001768
INR	-.0422705	-.042075	-.0001955	.0029929

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg

B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\chi^2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$$

$$= 3.90$$

$$\text{Prob} > \chi^2 = 0.7914$$

**Phụ lục 5: Kết quả kiểm định khuyết tật phương sai sai số thay đổi
(kiểm định đa nhân tử Breusch and Pagan Lagrangian)**

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\text{ROA}[\text{BANK1},t] = Xb + u[\text{BANK1}] + e[\text{BANK1},t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
--	-----	----------------

ROA	.0000364	.0060344
-----	----------	----------

e	.0000177	.0042028
---	----------	----------

u	6.42e-06	.002534
---	----------	---------

Test: $\text{Var}(u) = 0$

$$\text{chibar2}(01) = 40.86$$

$$\text{Prob} > \text{chibar2} = 0.0000$$

Phụ lục 6: Kết quả kiểm định tự tương quan – kiểm định Wooldridge

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

$$F(1, 11) = 9.786$$

$$\text{Prob} > F = 0.0096$$

Phụ lục 7: Kiểm tra đa cộng tuyến.

Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared
ROA	1.66	1.29	0.6014	0.3986
TA	8.44	2.91	0.1185	0.8815
EAR	1.59	1.26	0.6284	0.3716
NPL	1.31	1.14	0.7661	0.2339
ITI	2.96	1.72	0.3375	0.6625
GDP	5.39	2.32	0.1856	0.8144
INFL	1.18	1.09	0.8488	0.1512
INR	1.58	1.26	0.6343	0.3657

BÀN VỀ TÁC ĐỘNG CỦA TỶ GIÁ ĐẾN TĂNG TRƯỞNG VÀ LẠM PHÁT Ở VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2005 – 2018 TỪ KẾT QUẢ MÔ HÌNH VECM

DISCUSSION THE IMPACT OF EXCHANGE RATE TO GROWTH AND INFLATION IN VIETNAM IN THE PERIOD 2005-2018 FROM VECM MODEL RESULTS

Nguyễn Thị Vân Anh *, Trần Văn Thời *, Mai Thị Dung **,

* Trường Đại học Công Đoàn, ** Trường Đại học Lao động – Xã hội

bluewhite_83@yahoo.com

TÓM TẮT

Trong bài viết, nhóm nghiên cứu đã hệ thống hóa cơ sở lý thuyết về cơ chế truyền dẫn tác động của tỷ giá đến tăng trưởng và lạm phát. Đồng thời, sử dụng mô hình hiệu chỉnh sai số dạng véc tơ (VECM) để kiểm định tác động của tỷ giá đến lạm phát và tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam trong giai đoạn 2005–2018. Với bảy biến nội sinh được đưa vào mô hình VECM gồm: tỷ giá thực song phương (Er), cung tiền ($M2$), lãi suất cho vay bình quân VND (r), kim ngạch xuất khẩu (X), nhập khẩu (IM), GDP theo giá so sánh 2010 (GDP_R), chỉ số giá tiêu dùng (CPI) và hai biến ngoại sinh là giá quốc tế (Pw) và lãi suất Cục Dự trữ Liên bang Mỹ ($ifed$), nhóm nghiên cứu kiểm định tác động của tỷ giá đến các biến nội sinh trong mô hình và xem xét phản ứng của lạm phát, tăng trưởng kinh tế trước các cú sốc khác nhau. Kết quả cho thấy tính chất dai dẳng của lạm phát trong quá khứ giải thích phần lớn sự biến thiên của lạm phát, tiếp đến là sự biến động cung tiền là biến số tiếp theo giải thích sự biến thiên của lạm phát. Sự biến thiên của sản lượng trong những quý đầu gần như hoàn toàn được giải thích bởi yếu tố tự thân. Tiếp đến là xuất khẩu, và nhập khẩu là những biến số quan trọng giải thích sự biến thiên của tăng trưởng. Tỷ giá tăng góp phần thúc đẩy xuất khẩu tăng, nhưng đồng thời nhập khẩu cũng tăng. Trên cơ sở kết quả định lượng, nhóm nghiên cứu đưa ra một số trao đổi, thảo luận nhằm góp phần cải thiện môi trường vĩ mô của Việt Nam, cải thiện cán cân thương mại, kiểm soát lạm phát và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế thực hiện mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô cho phù hợp với thời kỳ hội nhập kinh tế quốc tế, nâng cao năng lực cạnh tranh quốc gia.

Từ khóa: Tỷ giá, chính sách tỷ giá, mô hình VECM, tăng trưởng, lạm phát.

ABSTRACT

In the paper, the research team systematized the theoretical basis about the mechanism transmission of exchange rate effects on growth and inflation. At the same time, using the vector error correction model (VECM) to test the impact of exchange rates on inflation and economic growth in Vietnam during 2005–2018. With seven endogenous variables included in the VECM model as the real real exchange rate (Er), money supply (M_2), average lending interest rate in VND (r), export turnover (X), and imports (IM), GDP at 2010 constant prices (GDP_R), consumer price index (CPI) and two exogenous variables: international price (Pw) and US Federal Reserve interest rate ($Ifed$), the research team tested determining the impact of exchange rates on endogenous variables in the model and considering the reaction of inflation and economic growth to various shocks. The results show that the persistence of past inflation explains most of the variation in inflation, followed by money supply volatility explaining the variability of inflation. The variability of output in the first quarters is almost entirely explained by the factor itself. Next is exports, and imports are important variables that explain the variability of growth. A rise in the exchange rate contributes to an increase in exports, but also makes rising in imports. Based on quantitative analyse results, the research team give some discussions and recommendations to contribute to improving Vietnam's macro environment, enhancing the trade balance, controlling inflation and supporting economic growth, implement the goal of macroeconomic stability to suit the period of international economic integration, ameliorating national competitiveness.

Keyword: Exchange rate, exchange rate policy, VECM model, growth, inflation.

1. Đặt vấn đề

Điều hành tỷ giá là một trong các công cụ quan trọng góp phần thực hiện các mục tiêu kinh tế vĩ mô như cải thiện cán cân thương mại, ổn định kinh tế vĩ mô và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Các nước đang phát triển như Việt Nam còn trong quá trình chuyển đổi, cấu trúc hệ thống tài chính vẫn ở nấc thang

phát triển ban đầu, chứa đựng nhiều yếu tố rủi ro. Trong khi mức độ phụ thuộc giữa các quốc gia ngày càng lớn và nền kinh tế toàn cầu luôn có những biến động không dự đoán trước được. Với sự gắn kết thị trường tài chính quốc tế và thị trường tài chính trong nước dẫn đến ảnh hưởng của tỷ giá đến nền kinh tế ngày càng phức tạp, điều hành chính sách tỷ giá ngày càng trở nên khó khăn, do vậy nghiên cứu vai trò, tác động của tỷ giá đến kinh tế vĩ mô luôn được đặt ra.

Khi Việt Nam gia nhập WTO, luồng vốn nước ngoài vào Việt Nam tăng mạnh. Để ổn định tỷ giá có lợi cho xuất khẩu và đầu tư, tăng khả năng cạnh tranh hàng hóa trong nước, Ngân hàng Nhà nước đã bỏ ra hàng nghìn tỷ đồng để mua ngoại tệ vào, làm tổng phương tiện thanh toán trong lưu thông tăng gây ra áp lực lạm phát. Như vậy, một trong những nguyên nhân gây ra tình trạng lạm phát cao trong năm 2008 phải kể đến nguyên nhân từ tỷ giá. Đặc biệt, cuối năm 2009 và 2010, đồng USD mất giá mạnh so với các đồng tiền khác, làm đồng VND tiếp tục mất giá nhiều hơn so với đồng tiền khác, góp phần làm gia tăng lạm phát. Khi lạm phát tăng Ngân hàng Nhà nước lại thực hiện Chính sách tiền tệ thắt chặt đã đẩy lãi suất VND tăng cao vào thời điểm năm 2008 và cuối năm 2010, điều này đã dẫn đến Việt Nam rơi vào vòng xoáy là “*tỷ giá – lạm phát – tỷ giá*”. Giai đoạn 2012 - 2017, Ngân hàng Nhà nước đã rất linh hoạt và thành công trong sử dụng tín phiếu để can thiệp chống lại hiệu ứng lạm phát, đồng thời duy trì được giá trị VND và tăng dự trữ ngoại hối. Nhờ đó, thị trường ngoại hối đã có kỳ vọng về tỷ giá và mức rủi ro được xác định trước; các thông điệp được phát đi liên tục cùng với việc Ngân hàng Nhà nước hấp thụ một lượng dự trữ ngoại hối lớn, VND được ổn định hóa cùng với uy tín của Ngân hàng Nhà nước được khẳng định.

Việc duy trì một chính sách tỷ giá ổn định, linh hoạt trong chiến lược tăng trưởng hướng ngoại, thúc đẩy xuất khẩu của Việt Nam trong thời gian tới không phải là công việc dễ dàng. Tỷ giá và chính sách tỷ giá không phải là nội dung mới, nhưng diễn biến và tác động của tỷ giá đến kinh tế vĩ mô luôn mới, và chừng nào nền kinh tế mở còn tồn tại thì tỷ giá vẫn luôn tác động tới toàn bộ đời sống kinh tế - xã hội của quốc gia. Chính vì lý do đó, nhóm nghiên cứu đã lựa chọn nghiên cứu về tỷ giá và tác động của tỷ giá đến tăng trưởng, lạm phát của Việt Nam giai đoạn 2005 – 2018 cho chủ đề nghiên cứu của mình. Để xem xét tác động của tỷ giá đến tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam nhóm nghiên cứu sử dụng mô hình hiệu chỉnh sai số dạng véc tơ (VECM). Mô hình VECM là một mô hình kinh tế lượng dùng để xem xét động thái và sự phụ thuộc lẫn nhau giữa một số biến theo thời gian; Mô hình VECM không cần áp đặt một lý thuyết nào trước đó, trong mô hình VECM các biến có vai trò như nhau. Mô hình VECM thực sự giúp ích cho các nhà nghiên cứu khi muốn xem xét phản ứng của một biến trước cú sốc của một hay nhiều biến khác trong tổng thể nền kinh tế. Mô hình VECM phù hợp cho việc xem xét tác động của tỷ giá đến tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam, nên nhóm nghiên cứu lựa chọn mô hình VECM trong bài viết để xem xét tác động của tỷ giá đến tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam trong giai đoạn 2005 – 2018.

2. Tổng quan tình hình nghiên cứu

Hoàng Thị Lan Hương [4], “*Hoàn thiện chính sách tỷ giá ở Việt Nam giai đoạn 2010 – 2020*” (2009), Luận án tiến sĩ. Tác giả đã tiến hành thu thập số liệu để kiểm định, tiến hành phân tích các biến số vĩ mô quan trọng theo từng giai đoạn của chế độ tỷ giá ở Việt Nam. Tác giả cũng tiến hành so sánh chế độ tỷ giá của Việt Nam với Thái Lan, Trung Quốc và ba quốc gia láng giềng Đông Nam Á khác. Nghiên cứu đã đưa ra kết luận về việc lựa chọn cơ chế tỷ giá, điều tiết tỷ giá thông qua công cụ phá giá tiền tệ, biên độ dao động và dự trữ ngoại hối.

Minh, Vo Van [5], “*Exchange rate pass through and its implications for inflation in Vietnam*” VDF (2009), đã dùng mô hình vectơ tự hồi quy VAR để thực nghiệm hiệu ứng dẫn truyền. Bằng mô hình kiểm định VAR với 6 biến số kinh tế giá dầu, cầu hàng hóa, tỷ giá, chỉ số giá nhập khẩu, chỉ số giá tiêu dùng, và cung tiền mở rộng, tác giả đã đi đến 2 kết luận đáng chú ý: (i) Hiệu ứng dẫn truyền của tỷ giá là toàn phần sau khoảng 5 - 7 tháng kể từ khi có biến động tỷ giá, sau đó giảm dần; (ii) Hiệu ứng dẫn truyền của tỷ giá tới giá tiêu dùng lớn hơn hiệu ứng tới giá nhập khẩu.

Nguyễn Thị Hiền [2], “*Mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và cán cân thanh toán quốc tế - Lý luận và thực tiễn tại Việt Nam*” (2011), Luận án tiến sĩ. Tác giả đã sử dụng mô hình lượng hóa tác động hai chiều của Engle – Granger Causality Test và mô hình điều chỉnh sai số để kiểm định mối quan hệ qua lại giữa tỷ giá và cán cân thanh toán quốc tế của Việt Nam giai đoạn 1999 – 2009. Trong nghiên cứu đã chỉ ra rằng sức ép thâm hụt cán cân thanh toán tổng thể được bắt nguồn từ thâm hụt cán cân thương mại trong cán cân vãng lai. Kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra mối quan hệ tương tác hai chiều giữa tỷ giá thực và cán cân thương mại và sự tác động có độ trễ nhất định.

Nguyễn Thị Thái Hưng [3], “*Chính sách tỷ giá của Việt Nam nhằm góp phần ổn định kinh tế vĩ mô trong điều kiện hội nhập*” (2012), Luận án tiến sĩ. Tác giả đã nghiên cứu điều hành chính sách tỷ giá của Trung Quốc, Hàn Quốc, Thái Lan, Singapore để rút ra bài học phù hợp với bối cảnh của Việt Nam. Luận án đã tổng hợp được diễn biến chính sách tỷ giá Việt Nam trong khoảng thời gian dài từ 1997 – 2011 và cho thấy chính sách tỷ giá có xu hướng ổn định trong thời gian dài hạn và được điều hành linh hoạt trong ngắn hạn. Luận án sử dụng mô hình VAR để khảo sát mối quan hệ tỷ giá và sản lượng, cũng như quan hệ giữa tỷ giá và lạm phát ở Việt Nam. Tác giả đưa ra một số nhận định từ kết quả định lượng như: Thành phần quan trọng nhất ảnh hưởng đến tăng trưởng GDP là bản thân nó và giá cả chứ không phải tỷ giá. Tỷ giá tăng không giúp tăng trưởng kinh tế thậm chí còn có tác động ngược lại. Hơn nữa, tỷ giá có tác động tiêu cực đến mục tiêu chính sách kiềm chế lạm phát.

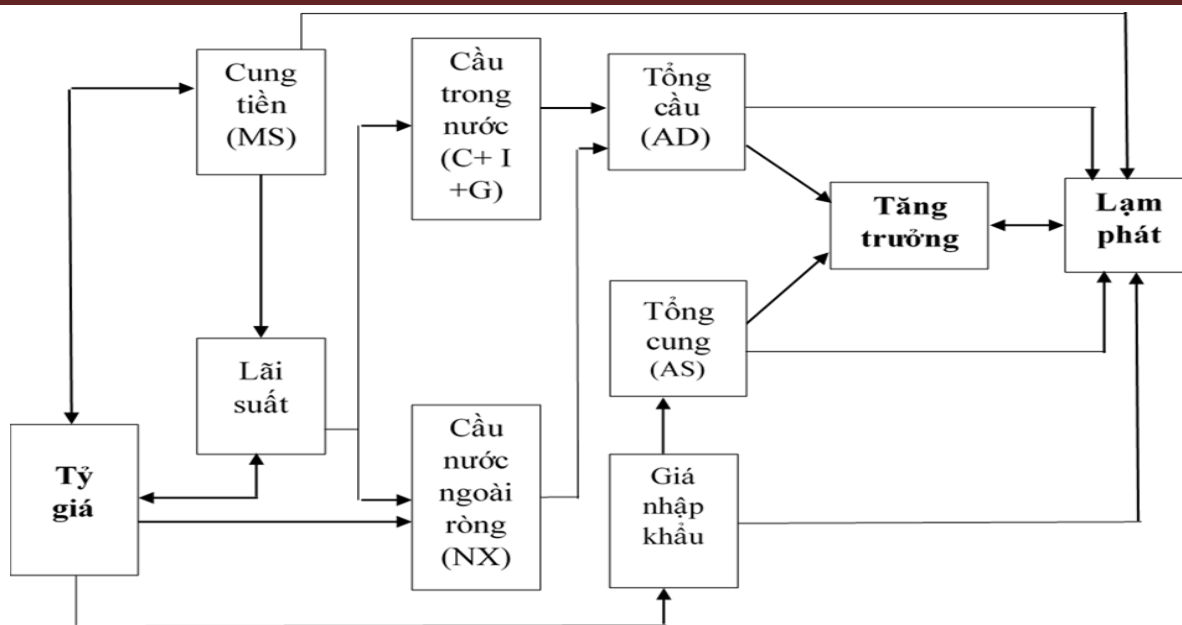
Lê Mai Trang [6], “*Chính sách tỷ giá hối đoái thúc đẩy xuất khẩu của Việt Nam*” (2017), Luận án tiến sĩ. Tác giả đã tổng hợp và phân tích diễn biến chính sách tỷ giá hối đoái và hoạt động xuất khẩu trong một khoảng thời gian dài từ 2005 – 2015. Luận án đã sử dụng mô hình VAR và kết hợp với nghiên cứu định tính cho thấy: Thứ nhất, tỷ giá có ảnh hưởng nhất định đến hoạt động xuất khẩu, lạm phát, lãi suất và tăng trưởng kinh tế; thứ hai, mức độ ảnh hưởng của tỷ giá đến các mặt hàng xuất khẩu chủ lực không giống nhau và có những thời điểm trái chiều nhau. Từ kết quả nghiên cứu cho thấy, để đạt được mục tiêu thúc đẩy xuất khẩu mà không ảnh hưởng đến các mục tiêu kinh tế vĩ mô khác chính sách tỷ giá cần phải hoàn thiện hơn và có khả năng dung hòa được các mục tiêu trong từng giai đoạn cụ thể.

Hoang Thanh Tung, Nguyen Thi Van Anh [7], *Discussion on the Impact of Money Policy to Growth and Inflation in Vietnam in the Period 2008 – 2017 from the Results of the Var Model*, Baasana – Vietnam Chapter International Conference 2018 “Globalization, Innovation, Governance and Sustainable Development”. Bài viết đã tổng hợp và phân tích diễn biến chính sách tiền tệ trong một khoảng thời gian dài từ 2008 – 2017. Bài viết đã sử dụng mô hình VAR để xem xét tác động của việc thay đổi cung tiền đến tăng trưởng và lạm phát qua các kênh truyền dẫn lãi suất, tín dụng, tỷ giá. Trong đó, kiểm định Granger, hàm phản ứng, phân rã phương sai cũng đã ủng hộ cho thấy có những tác động nhất định từ CSTT đến biến sản lượng, giá cả trong nền kinh tế thông qua kênh tỷ giá. Việc ổn định tỷ giá, giảm tình trạng đô la hóa là một trong những mục tiêu cần quan tâm để thực hiện được mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô Việt Nam.

Nguyễn Thị Vân Anh, Lê Nam Long [1], “*Chính sách tỷ giá góp phần ổn định kinh tế vĩ mô Việt Nam*” (2019), Kỷ yếu hội thảo quốc gia, NXB Hồng Đức. Bài viết đề cập đến các tiêu chí ổn định kinh tế vĩ mô, những nhân tố ảnh hưởng đến việc lựa chọn chính sách tỷ giá như một công cụ thực hiện mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô. Đồng thời, trong bài viết chỉ ra những thành công và những vấn đề còn tồn tại trong điều hành chính sách tỷ giá của NHNN Việt Nam trong giai đoạn 2005 – 2017, từ đó đề xuất một số khuyến nghị chính sách nhằm ổn định kinh tế vĩ mô Việt Nam trong bối cảnh Việt Nam đã chuyển đổi cơ chế điều hành tỷ giá theo Quyết định số 2730/QĐ-NHNN được NHNN ban hành ngày 31/12/2015.

3. Cơ chế truyền dẫn tác động của tỷ giá đến tăng trưởng và lạm phát

Tỷ giá tác động gián tiếp đến lạm phát chủ yếu thông qua xuất nhập khẩu ròng, cán cân thanh toán và giá hàng nhập khẩu. Bên cạnh đó, tỷ giá tác động gián tiếp đến tăng trưởng kinh tế qua các kênh tiền tệ, tổng cầu, tổng cung. Có thể khái quát các kênh truyền dẫn tác động của tỷ giá đến tăng trưởng và lạm phát theo sơ đồ 1 dưới đây:



Sơ đồ 1: Cơ chế truyền dẫn tác động của tỷ giá đến tăng trưởng và lạm phát

Nguồn: Tổng hợp, đề xuất của nhóm nghiên cứu

3.1. Tác động của tỷ giá đến lạm phát

Sơ đồ 1 cho thấy ba kênh truyền dẫn tác động từ tỷ giá đến lạm phát:

- Cơ chế truyền dẫn của tỷ giá đến lạm phát qua xuất khẩu ròng đó là khi đồng nội tệ mất giá (E tăng)¹ so với đồng tiền nước ngoài, kim ngạch xuất khẩu tăng, trong khi kim ngạch nhập khẩu giảm do vậy xuất khẩu ròng (NX) tăng, cán cân thương mại có thể cải thiện. Do NX là một thành tố của tổng cầu của nền kinh tế (AD) nên AD tăng sẽ làm cho đường AD dịch chuyển sang phải (trong mô hình AD – AS), tác động làm cho lạm phát tăng.

- Cơ chế truyền dẫn của tỷ giá đến lạm phát qua kênh cán cân thanh toán. Khi tỷ giá tăng, đồng nội tệ mất giá, NX tăng, cải thiện cán cân thương mại, khi đó đường IS dịch chuyển sang phải (trong mô hình IS – LM), tác động làm lãi suất trong nước tăng. Trong ngắn hạn luồng vốn ngoại tệ đổ vào trong nước tăng làm cán cân thanh toán tổng thể được cải thiện. Khi đó có hai khả năng xảy ra:

+ NHTW sẽ phải cung ứng thêm một lượng nội tệ (MS tăng) để hấp thụ hết lượng ngoại tệ gia tăng nhằm giữ tỷ giá ổn định, điều này gây áp lực làm lạm phát tăng.

+ NHTW không vì mục tiêu giữ cho đồng nội tệ được định giá thấp thì vẫn có một lượng ngoại tệ tăng lên trong nền kinh tế. Với những nền kinh tế bị đôla hóa ở mức cao thì tổng phương tiện thanh toán của nền kinh tế vẫn tăng (tổng phương tiện thanh toán bằng tổng phương tiện thanh toán nội tệ và tổng phương tiện thanh toán ngoại tệ), khi đó sẽ gây sức ép lên giá cả và đẩy lạm phát tăng lên.

- Tác động của tỷ giá đến lạm phát qua kênh giá hàng nhập khẩu. Hàng nhập khẩu có thể là hàng hóa phục vụ sản xuất trong nước hoặc hàng tiêu dùng. Nếu là hàng nhập khẩu phục vụ sản xuất trong nước, khi tỷ giá tăng dẫn đến chi phí các yếu tố đầu vào cũng tăng, đường AS dịch chuyển lên trên sang trái, gây áp lực lạm phát. Còn nếu là hàng tiêu dùng nhập khẩu, tỷ giá tăng lên làm cho giá cả hàng hóa nhập khẩu tính bằng nội tệ tăng, từ đó tăng mật bằng chung giá cả hàng hóa tiêu dùng gây áp lực tăng lạm phát.

3.2. Tác động của tỷ giá đến tăng trưởng

Với sự biến đổi liên tục tỷ giá có ảnh hưởng quan trọng đến tăng trưởng và ngược lại diễn biến của nền kinh tế (suy thoái hay tăng trưởng kinh tế) cũng có tác động gây ra sự biến động tỷ giá. Sơ đồ 1 cũng cho thấy, tỷ giá tác động đến tăng trưởng qua ba kênh truyền dẫn:

¹ Tỷ giá (E) đề cập trong bài viết này sử dụng theo phương pháp yết giá trực tiếp. Lấy đồng ngoại tệ là đơn vị so sánh với đồng nội tệ.

- Sự thay đổi của tỷ giá tác động làm thay đổi *tổng cầu*, khi đồng nội tệ mất giá tổng cầu tăng, sản lượng của nền kinh tế tăng lên, tăng trưởng kinh tế.

- Sự thay đổi của tỷ giá sẽ tác động đến các *yếu tố tiền tệ* (lạm phát, lãi suất, cung tiền) từ đó tác động đến tăng trưởng kinh tế.

- Tác động của tỷ giá đến tăng trưởng kinh tế có thể kể đến tác động qua kênh *tổng cung*, vì với sự thay đổi của tỷ giá làm thay đổi giá đầu vào nhập khẩu, làm thay đổi chi phí sản xuất, qua đó tác động đến mặt tổng cung. Tổng cung dịch chuyển sẽ tác động đến mức sản lượng sản xuất của nền kinh tế, tác động đến tăng trưởng kinh tế.

Ngoài ra, kênh truyền dẫn tác động của tỷ giá đến tăng trưởng kinh tế còn chịu ảnh hưởng bởi một số yếu tố như: *Cơ chế tỷ giá*, đã có nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa cơ chế tỷ giá với tăng trưởng kinh tế nhưng trên thực tế chưa có một câu trả lời rõ ràng là cơ chế tỷ giá nào là phù hợp nhất với tăng trưởng kinh tế; *Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)*, việc phá giá đồng nội tệ sẽ làm gia tăng tài sản của các nhà đầu tư nước ngoài so với nhà đầu tư trong nước dẫn đến sự gia tăng FDI, gia tăng công nghệ, tăng trưởng kinh tế; *Thương mại quốc tế*, tỷ giá tác động đến thương mại quốc tế thông qua lợi nhuận của các công ty có liên quan đến thương mại quốc tế. Theo quan điểm truyền thống, khi đồng nội tệ mất giá, hàng hóa trong nước trở nên có sức cạnh tranh trên thị trường thế giới, xuất khẩu tăng lên đem lại lợi nhuận cho các doanh nghiệp trong nước, dẫn đến sự gia tăng vốn ngắn hạn cũng như việc đầu tư ở mức trung hạn [3].

4. Ứng dụng mô hình VECM để kiểm định tác động của tỷ giá đến tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam giai đoạn 2005 – 2018

4.1. Mô hình VECM và các biến số trong mô hình

4.1.1. Mô hình VECM

Khi xem xét quan hệ của một số biến kinh tế theo thời gian, chúng ta muốn tìm số các quan hệ cân bằng trong dài hạn giữa chúng. Vấn đề này có ý nghĩa ở chỗ nếu biết được số quan hệ đó, người ta sẽ duy trì mối quan hệ này ở trạng thái cân bằng. Khi đó, mối quan hệ giữa các biến số được thỏa mãn. Mối quan hệ giữa các biến số chính là quan hệ đồng tích hợp giữa chúng và mô hình VECM chính là công cụ tìm ra các quan hệ đó.

Giả sử Y_t là một véc tơ các biến số (các biến kinh tế) không dừng. Xét mô hình VAR(p) không có thành phần xác định: $Y_t = A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_p Y_{t-p} + u_t$ (1)

Viết lại mô hình này dưới dạng sau:

$$Y_t - Y_{t-1} = (A_1 + A_2 + \dots + A_p - I)Y_{t-1} - (A_2 + \dots + A_p)(Y_{t-1} - Y_{t-2}) - (A_3 + \dots + A_p)(Y_{t-2} - Y_{t-3}) - \dots - A_p(Y_{t-p+1} - Y_{t-p}) + u_t$$

$$\Delta Y_t = \Pi Y_{t-1} + C_1 \Delta Y_{t-1} + C_2 \Delta Y_{t-2} + \dots + C_{p-1} \Delta Y_{t-p+1} + u_t \quad (2)$$

Trong đó $\Pi = A_1 + A_2 + \dots + A_p - I$; $C_i = -\sum_{j=i+1}^p A_j$; $i = 1, 2, \dots, p-1$

Chuyển các số hạng $C_i \Delta Y_{t-i}$ của mô hình (2) sang vế trái ta thu được

$$\Delta Y_t - C_1 \Delta Y_{t-1} - C_2 \Delta Y_{t-2} - \dots - C_{p-1} \Delta Y_{t-p+1} = \Pi Y_{t-1} + u_t$$

Đặt $C(L) = 1 - C_1 L - C_2 L^2 - \dots - C_{p-1} L^{p-1}$; $d(L) = 1 + \theta_1 L + \theta_2 L^2 + \dots$

Ta thu được mô hình: $C(L)\Delta Y_t = \Pi Y_{t-1} + d(L)u_t$ (3). Mô hình (3) được gọi là mô hình hiệu chỉnh sai số véc tơ VECM với số hạng ΠY_{t-1} là phần hiệu chỉnh sai số.

4.1.2. Các biến trong mô hình

Dựa vào tổng quan tình hình nghiên cứu và cơ chế truyền dẫn tác động của tỷ giá đến lạm phát và tăng trưởng kinh tế, nhóm nghiên cứu đưa vào mô hình nghiên cứu 9 biến (*Bảng 1*). Trong đó có 7 biến nội sinh là: Tỷ giá thực song phương (Er); cung tiền (M2); xuất khẩu (X); nhập khẩu (IM); lãi suất cho vay bình quân VND (R); chỉ số giá tiêu dùng (CPI); GDP theo giá so sánh 2010 (GDP_R). Ngoài ra, nhóm nghiên cứu đưa thêm vào mô hình 2 biến ngoại sinh là: biến chỉ số giá quốc tế (Pw) và biến lãi suất của FED (Ifed).

Bảng 1: Các biến trong mô hình VECM

STT	Ký hiệu	Tên biến	Nguồn
1	CPI	Chỉ số giá tiêu dùng	TCTK, IFS
2	GDP_R	GDP theo giá so sánh 2010	TCTK
3	M2	Tổng phương tiện thanh toán	IFS, NHNN
4	R	Lãi suất cho vay bình quân VND	IFS
5	E	Tỷ giá bình quân liên ngân hàng NHNN công bố	IFS, NHNN
6	X	Kim ngạch xuất khẩu	IFS, TCTK
7	IM	Kim ngạch nhập khẩu	IFS, TCTK
8	Pw	Chỉ số giá tiêu dùng thế giới	IFS
9	Ifed	lãi suất cục dự trữ liên bang Mỹ	IFS

Nguồn: Tổng hợp của nhóm nghiên cứu

Trong đó, biến chỉ số giá tiêu dùng (CPI) là biến đại diện cho chỉ tiêu lạm phát, còn biến tổng sản phẩm trong nước theo giá so sánh 2010 (GDP_R) đại diện cho chỉ tiêu thu nhập hay sản lượng của nền kinh tế. Đồng thời, biến GDP_R đã được hiệu chỉnh theo mùa vụ theo phương pháp trung bình trượt, nhằm đảm bảo các cú sốc phản ánh những thay đổi so với xu thế dài hạn của biến đó. Biến Ifed quý III, quý IV năm 2017 và quý I, quý II, quý III, quý IV năm 2018 đã được nhóm nghiên cứu tính bình quân theo số liệu của *IMF country Report No.18/207* [8]. Biến lãi suất cho vay bình quân VND (R) quý IV năm 2018, nhóm nghiên cứu tính toán lấy theo con số bình quân từ số liệu 3 quý năm 2018. Tỷ giá thực song phương được tính toán từ số liệu tỷ giá danh nghĩa song phương nhóm nghiên cứu tổng hợp từ IFS và Tổng Cục Thống kê.

Các biến CPI, GDP_R , M2, R, X, IM, Er, PW, Ifed sau khi được log hóa có ký hiệu lần lượt là LCPI, LGDP, LM2, LR, LX, LIM, LER, LPW, LIFED và sai phân của các chuỗi dữ liệu log hóa được ký hiệu là DLCPI, DLGDP, DLM2, DLR, DLX, DLIM, DLER, DLPW, DLIFED.

Với cấu trúc mô hình như vậy nhóm tác giả sẽ xem xét tác động của tỷ giá đến các biến nội sinh còn lại trong mô hình. Đồng thời sẽ xem xét phản ứng của lạm phát và tăng trưởng kinh tế trước các cú sốc khác nhau.

4.2. Kiểm tra tính ổn định của chuỗi số liệu

Trước khi tiến hành các bước phân tích cụ thể, nhóm nghiên cứu tiến hành việc kiểm tra tính ổn định của các chuỗi số liệu (bao gồm 56 quan sát, số liệu theo quý, từ quý I/2005 đến quý IV/2018). Trước hết, nhóm nghiên cứu kiểm tra tính dừng của các biến đưa vào mô hình.

4.2.1. Xét tính dừng của các biến được đưa vào mô hình

Để kiểm định tính dừng của các biến sau khi đã được logarit hóa nhóm tác giả thực hiện kiểm định nghiệm đơn vị ADF, kết quả được thể hiện ở (*Bảng 2*).

Bảng 2: Kiểm định tính dừng của các biến bằng kiểm định ADF

Biến	ADF	Test critical values:		
		1% level	5% level	10% level
LGDP	-2.152716	-4.144584	-3.498692	-3.178578
DLGDP	-8.607052	-3.565430	-2.919952	-2.597905
LCPI	-0.118675	-4.133838	-3.493692	-3.175693
DLCPI	-5.203879	-3.557472	-2.916566	-2.596116
LM2	-1.789995	-4.133838	-3.493692	-3.175693
DLM2	-5.409823	-3.557472	-2.916566	-2.596116
LX	-4.013394	-4.133838	-3.493692	-3.175693
DLX	-8.840863	-3.557472	-2.916566	-2.596116
LIM	-4.133806	-4.133838	-3.493692	-3.175693
DLIM	-8.973814	-3.557472	-2.916566	-2.596116
LER	-0.920862	-4.133838	-3.493692	-3.175693
DLER	-4.990781	-3.557472	-2.916566	-2.596116
LR	-1.947057	-4.133838	-3.493692	-3.175693
DLR	-4.649885	-3.557472	-2.916566	-2.596116
LPW	-2.152938	-4.133838	-3.493692	-3.175693
DLPW	-4.594823	-3.557472	-2.916566	-2.596116
LIFED	-0.504237	-4.133838	-3.493692	-3.175693
DLIFED	-6.942660	-3.557472	-2.916566	-2.596116

Nguồn: Kết quả mô hình

Từ kết quả của Bảng 2 ta thấy các chuỗi LCPI, LGDP, LM2, LR, LX, LIM, LER, LPW, LIFED là không dừng ở các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%. Tuy nhiên các sai phân bậc 1 của chúng đều là các chuỗi dừng ở các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%. Điều này cho phép chúng ta sử dụng mô hình VECM để phân tích mối quan hệ dài hạn giữa các chuỗi này.

4.2.2. Xác định độ trễ tối ưu

Để thu được kết quả chính xác từ mô hình VECM, bên cạnh việc xác định tính dừng của các biến, nhóm nghiên cứu đi xác định độ trễ tối ưu của mô hình. Theo các tiêu chuẩn thống kê LR, FPE, AIC, HQ, mô hình có độ trễ tối ưu là 2 (Bảng 3).

Bảng 3: Xác định độ dài trễ tối ưu trong mô hình

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LGDP LCPI LM2 LR LX LIM LE

Exogenous variables: C LPW LIFED

Date: 09/03/19 Time: 17:07

Sample: 2005Q1 2018Q4

Included observations: 51

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	638.8984	NA	7.07e-20	-24.23131	-23.43585	-23.92734
1	901.4381	422.1226	1.69e-23	-32.60542	-29.95389*	-31.59219
2	994.2776	123.7860*	3.52e-24*	-34.32461*	-29.81702	-32.60213*

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Nguồn: Kết quả mô hình

4.3. Kiểm định nhân quả Granger, kiểm định tương quan chuỗi và kiểm định số quan hệ đồng tích hợp giữa các chuỗi

4.3.1. Kiểm định nhân quả Granger

Theo kết quả kiểm định nhân quả Granger (Bảng 4), với mức ý nghĩa 5% có thể khẳng định: Tỷ giá có mối quan hệ nhân quả với lãi suất; tỷ giá có mối quan hệ nhân quả với cung tiền; lãi suất của Fed có mối quan hệ nhân quả với tỷ giá và ngược lại; tỷ giá có mối quan hệ nhân quả với GDP; tỷ giá có mối quan hệ nhân quả với giá quốc tế; xuất khẩu có mối quan hệ nhân quả với tỷ giá; nhập khẩu có mối quan hệ nhân quả với tỷ giá; lãi suất có mối quan hệ nhân quả với lãi suất của Fed; CPI có mối quan hệ nhân quả với lãi suất; giá quốc tế có mối quan hệ nhân quả với lãi suất; cung tiền có mối quan hệ nhân quả với xuất khẩu; nhập khẩu có mối quan hệ nhân quả với cung tiền và ngược lại; cung tiền có mối quan hệ nhân quả với GDP; giá quốc tế có mối quan hệ nhân quả với cung tiền và ngược lại; GDP có mối quan hệ nhân quả với xuất khẩu; giá quốc tế có mối quan hệ nhân quả với xuất khẩu; lãi suất của FED có mối quan hệ nhân quả với nhập khẩu; GDP có mối quan hệ nhân quả với nhập khẩu; giá quốc tế có mối quan hệ nhân quả với nhập khẩu; lãi suất của Fed có mối quan hệ nhân quả với CPI; GDP có mối quan hệ nhân quả với giá quốc tế. Với mức ý nghĩa 10% thì có thể khẳng định thêm: Lãi suất có mối quan hệ nhân quả với tỷ giá; Lãi suất có mối quan hệ nhân quả với nhập khẩu.

Bảng 4: Kiểm định nhân quả Granger

Date: 09/01/19 Time: 10:12			
Sample: 2005Q1 2018Q4			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LR does not Granger Cause LE	54	2.80666	0.0701
LE does not Granger Cause LR		6.26403	0.0038
LM2 does not Granger Cause LE	54	0.85431	0.4318
LE does not Granger Cause LM2		4.13682	0.0219
LIFED does not Granger Cause LE	54	9.18992	0.0004
LE does not Granger Cause LIFED		6.55491	0.0030
LGDP does not Granger Cause LE	51	0.49550	0.6125
LE does not Granger Cause LGDP		3.26743	0.0471

LPW does not Granger Cause LE	54	0.56222	0.5736
LE does not Granger Cause LPW		4.71840	0.0134
LX does not Granger Cause LR	54	3.78393	0.0296
LR does not Granger Cause LX		0.94272	0.3965
LIM does not Granger Cause LR	54	4.03286	0.0239
LR does not Granger Cause LIM		2.46038	0.0959
LIFED does not Granger Cause LR	54	0.64744	0.5278
LR does not Granger Cause LIFED		6.17020	0.0041
LCPI does not Granger Cause LR	54	13.3155	2.E-05
LR does not Granger Cause LCPI		0.44704	0.6421
LPW does not Granger Cause LR	54	7.05714	0.0020
LR does not Granger Cause LPW		1.34209	0.2707
LX does not Granger Cause LM2	54	0.98978	0.3790
LM2 does not Granger Cause LX		10.5807	0.0002
LIM does not Granger Cause LM2	54	5.41530	0.0075
LM2 does not Granger Cause LIM		9.23324	0.0004
LGDP does not Granger Cause LM2	51	1.51844	0.2298
LM2 does not Granger Cause LGDP		3.27416	0.0468
LPW does not Granger Cause LM2	54	4.78442	0.0126
LM2 does not Granger Cause LPW		4.99325	0.0106
LGDP does not Granger Cause LX	51	18.6714	1.E-06
LX does not Granger Cause LGDP		2.40016	0.1020
LPW does not Granger Cause LX	54	14.4866	1.E-05
LX does not Granger Cause LPW		0.39034	0.6789
LIFED does not Granger Cause LIM	54	4.43063	0.0170
LIM does not Granger Cause LIFED		1.37668	0.2620
LGDP does not Granger Cause LIM	51	14.6389	1.E-05
LIM does not Granger Cause LGDP		1.67343	0.1988
LPW does not Granger Cause LIM	54	8.94338	0.0005
LIM does not Granger Cause LPW		0.83801	0.4387
LCPI does not Granger Cause LIFED	54	1.78264	0.1789
LIFED does not Granger Cause LCPI		5.81565	0.0054
LPW does not Granger Cause LGDP	51	0.25529	0.7758
LGDP does not Granger Cause LPW		5.94401	0.0051

Nguồn: Kết quả mô hình

4.3.2. Kiểm định tương quan chuỗi

Kết quả kiểm định *Bảng 5* cho thấy mô hình không mắc hiện tượng tương quan chuỗi tại mức ý nghĩa 5%.

Bảng 5: Kiểm định tương quan chuỗi

VEC Residual Serial Correlation LM Tests		
Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h		
Date: 09/01/19 Time: 10:09		
Sample: 2005Q1 2018Q4		
Included observations: 50		
Lags	LM-Stat	Prob
1	60.65256	0.1228
2	59.70290	0.1406
3	47.63040	0.5287
4	31.42284	0.9760
5	60.79314	0.1203
6	41.57779	0.7652
7	65.89985	0.0539
8	30.44486	0.9827
9	48.45353	0.4952
10	44.65072	0.6499
11	34.91191	0.9356
12	65.55620	0.0571

Probs from chi-square with 49 df.

Nguồn: Kết quả mô hình

4.3.3. Kiểm định đồng tích hợp

Bảng 6: Kiểm định đồng tích hợp

Date: 09/03/19 Time: 17:06				
Sample (adjusted): 2006Q2 2018Q4				
Included observations: 51 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: LGDP LCPI LM2 LR LX LIM LE LPW LIFED				
Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.871155	368.8583	197.3709	0.0000
At most 1 *	0.798871	264.3519	159.5297	0.0000
At most 2 *	0.660129	182.5575	125.6154	0.0000
At most 3 *	0.552740	127.5189	95.75366	0.0001
At most 4 *	0.495997	86.48360	69.81889	0.0013
At most 5 *	0.383241	51.53981	47.85613	0.0216

At most 6	0.259424	26.89270	29.79707	0.1043
At most 7	0.179516	11.57605	15.49471	0.1784
At most 8	0.028700	1.485130	3.841466	0.2230

Trace test indicates 6 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
** MacKinnon–Haug–Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max–Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.871155	104.5064	58.43354	0.0000
At most 1 *	0.798871	81.79434	52.36261	0.0000
At most 2 *	0.660129	55.03857	46.23142	0.0045
At most 3 *	0.552740	41.03534	40.07757	0.0389
At most 4 *	0.495997	34.94380	33.87687	0.0372
At most 5	0.383241	24.64711	27.58434	0.1137
At most 6	0.259424	15.31665	21.13162	0.2673
At most 7	0.179516	10.09092	14.26460	0.2060
At most 8	0.028700	1.485130	3.841466	0.2230

Max-eigenvalue test indicates 5 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon–Haug–Michelis (1999) p-values

Nguồn: Kết quả mô hình

Theo kiểm định Trace, có 6 quan hệ đồng tích hợp giữa các chuỗi, theo kiểm định Maximum Eigenvalue có 5 quan hệ đồng tích hợp giữa các chuỗi ở mức ý nghĩa 5%. Chúng ta chọn số quan hệ đồng tích hợp giữa các chuỗi là 5 ở mức ý nghĩa này.

4.4. Kết quả ước lượng mô hình VECM

4.4.1. Kết quả ước lượng

Sau khi kiểm tra tính dừng, xác định độ trễ tối ưu, kiểm định nhân quả Granger, kiểm định tương quan chuỗi và kiểm định đồng tích hợp của các chuỗi sử dụng trong mô hình, nhóm tác giả tiến hành ước lượng mô hình (Bảng 7).

Bảng 7: Kết quả ước lượng mô hình VECM

Vector Error Correction Estimates						
Date: 09/01/19 Time: 10:17						
Sample (adjusted): 2006Q3 2018Q4						
Included observations: 50 after adjustments						
Standard errors in () & t-statistics in []						
Cointegrating Eq:	CointEq1	CointEq2	CointEq3	CointEq4	CointEq5	
LE(-1)	1.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	
LR(-1)	0.000000	1.000000	0.000000	0.000000	0.000000	

LM2(-1)	0.000000	0.000000	1.000000	0.000000	0.000000		
LX(-1)	0.000000	0.000000	0.000000	1.000000	0.000000		
LIM(-1)	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	1.000000		
LGDP(-1)	-1.356427	-9.346178	-2.387826	1.291013	1.336156		
LCPI(-1)	0.957103	0.775910	-2.377370	-1.211751	-1.849399		
C	3.654215	118.1688	28.03127	-21.56249	-19.21402		
Error Correction:	D(LE)	D(LR)	D(LM2)	D(LX)	D(LIM)	D(LGDP)	D(LCPI)
CointEq1	-0.421344	0.953598	-0.231608	0.947434	0.318352	0.001656	0.288710
CointEq2	-0.018755	0.024968	-0.019304	0.109065	0.040688	0.001441	0.075315
CointEq3	-0.110517	0.526618	-0.020968	0.117637	0.830452	0.018420	0.266473
CointEq4	0.085545	-1.270115	0.174977	-1.260927	-0.058523	0.024181	-0.154252
CointEq5	-0.141604	0.604553	-0.143817	0.573287	-0.650189	-0.007230	0.107816
D(LE(-1))	0.586002	-1.158384	0.314589	-1.093603	-0.654054	-0.065146	-0.381760
D(LE(-2))	-0.361050	-0.981557	0.685789	2.057407	1.023797	0.149049	-0.001664
D(LR(-1))	0.075239	-0.027122	0.063422	0.015724	-0.116394	0.013769	-0.087904
D(LR(-2))	0.039046	-0.354596	0.000698	-0.023244	-0.247565	0.009943	-0.037835
D(LM2(-1))	0.037720	-0.285622	-0.026234	-0.439838	-0.208597	-0.071425	-0.091936
D(LM2(-2))	-0.012302	-0.259775	-0.095679	1.053322	0.690640	-0.018084	-0.110826
D(LX(-1))	0.077779	0.545703	0.057013	0.477904	0.547436	-0.005639	-0.064427
D(LX(-2))	-0.063661	0.412496	0.116463	0.254628	-0.046819	0.028468	0.017484
D(LIM(-1))	0.073296	-0.217465	-0.095592	-0.586838	-0.241654	-9.12E-05	-0.026774
D(LIM(-2))	0.056187	-0.107839	-0.000184	-0.274229	0.233083	0.001004	-0.018719
D(LGDP(-1))	-0.409590	3.244339	-2.187420	-6.518504	-6.045498	-0.764984	1.778960
D(LGDP(-2))	1.628443	-1.524392	-1.204947	-3.872457	3.776576	-0.617406	-0.801227
D(LCPI(-1))	0.028905	0.948281	-0.012149	-1.751332	-0.052608	-0.082121	-0.055036
D(LCPI(-2))	-0.265955	-1.956239	0.148316	0.766105	1.024910	0.002569	-0.081648
C	3.691694	-26.94120	4.334455	-25.96908	-22.66553	0.025217	-10.89409
LIFED	-0.001540	0.017551	0.006529	0.065716	0.039216	0.000293	0.000361
LPW	-0.790189	5.730772	-0.898545	5.578034	4.830720	0.003522	2.321654
R-squared	0.757827	0.903572	0.828971	0.881449	0.789382	0.769009	0.862597
Adj. R-squared	0.576197	0.831250	0.700699	0.792536	0.631419	0.595767	0.759544
Sum sq. resids	0.004307	0.055072	0.006689	0.051651	0.127139	0.000342	0.003478
S.E. equation	0.012403	0.044349	0.015456	0.042950	0.067385	0.003496	0.011145
F-statistic	4.172371	12.49386	6.462600	9.913615	4.997254	4.438910	8.370466
Log likelihood	163.0395	99.33152	152.0355	100.9347	78.41554	226.3587	168.3876
Akaike AIC	-5.641580	-3.093261	-5.201421	-3.157388	-2.256621	-8.174348	-5.855502
Schwarz SC	-4.800290	-2.251970	-4.360131	-2.316098	-1.415331	-7.333057	-5.014212
S.D. dependent	0.019052	0.107961	0.028252	0.094295	0.110993	0.005498	0.022728

Nguồn: Kết quả mô hình

4.4.2. Hàm phản ứng

Từ kết quả ước lượng mô hình VECM và kết quả hàm phản ứng (Biểu đồ 1) cho thấy biến động của từng biến số trong khoảng 10 quý, tiếp theo khi giả định tỷ giá thực song phương tăng 1% tại quý đầu tiên.

- Tỷ giá tăng trong 2 quý đầu GDP gần như không đổi, sau đó tăng mạnh trong quý III và tiếp tục tăng nhẹ trong quý IV, sau đó giảm mạnh trong quý V trước khi tăng trở lại trong quý VI, VII, VIII và lại giảm trong hai quý IX và X.

- Tỷ giá tăng CPI giảm trong hai quý sau đó mới tăng trong các quý III, IV, V, VI, từ quý VII lại giảm mạnh.

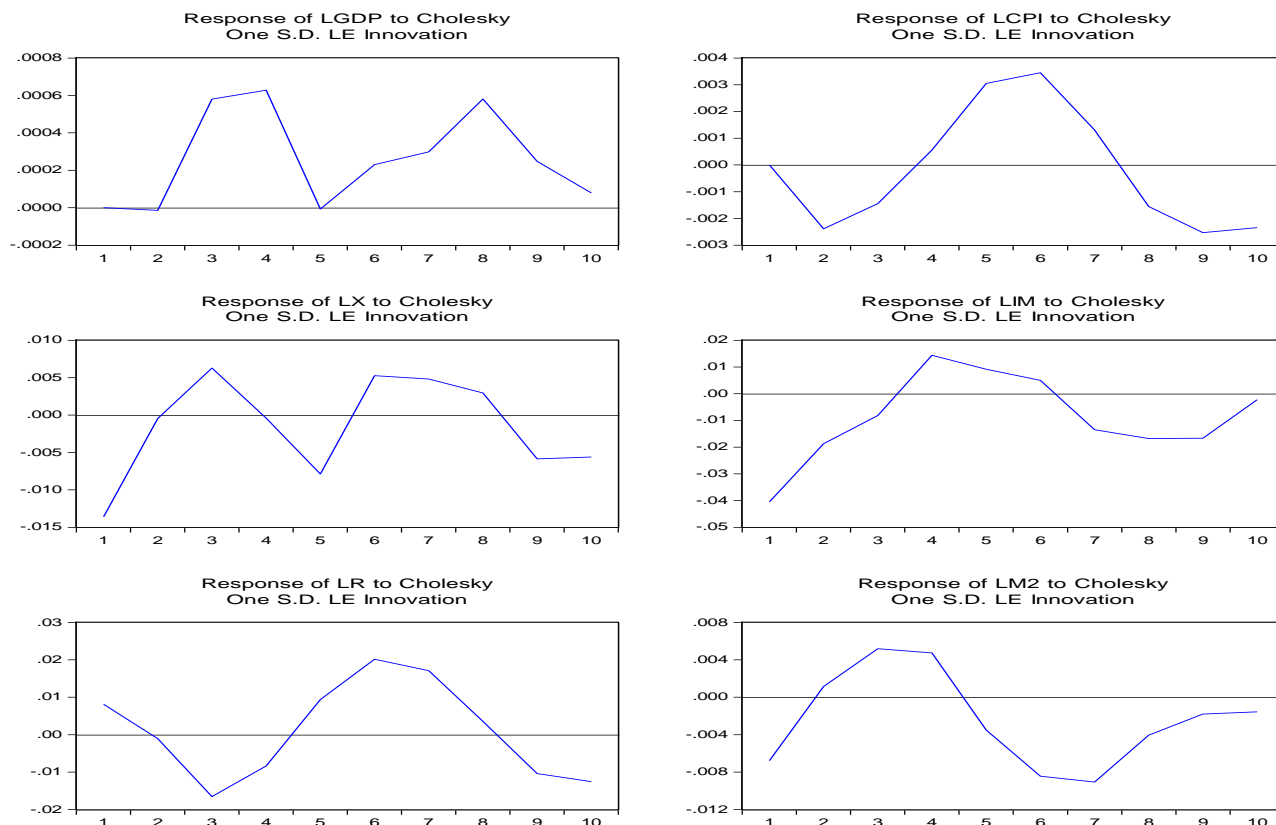
- Tỷ giá tăng xuất khẩu tăng trong 3 quý sau đó lại giảm trong 2 quý rồi đảo chiều tăng trở lại, sau đó ổn định trong hai quý và giảm ở quý IX, quý X.

- Tỷ giá tăng nhập khẩu cũng tăng trong 3 quý sau đó giảm trong 3 quý, rồi giữ ổn định trong 2 quý trước khi tăng ở quý X.

- Tỷ giá tăng lãi suất giảm trong 3 quý sau đó tăng mạnh trong 3 quý, rồi giảm nhẹ ở 1 quý trước khi giảm mạnh ở các quý VIII, IX, X.

- Tỷ giá tăng cung tiền tăng trong 2 quý, ổn định trong 1 quý, rồi giảm mạnh trong 3 quý, tiếp sau đó là tăng lên ở các quý VIII, IX, X.

Kết quả được thể hiện ở Biểu đồ 1 như sau:



Biểu đồ 1: Tác động của cú sốc tỷ giá đến các biến nội sinh khác

Nguồn: Kết quả mô hình

4.4.3. Phân rã phương sai

Ngoài phân tích hàm phản ứng, có thể sử dụng phân rã phương sai để đánh giá tầm quan trọng của các cú sốc khác nhau khi giải thích cho sự biến thiên của lạm phát và tăng trưởng.

Tính chất dai dẳng của lạm phát giải thích phần lớn sự biến thiên của lạm phát. Tiếp đến là cung tiền quý II chỉ giải thích hơn 2% sự biến thiên của CPI, từ quý III giải thích được trên 10% sự biến thiên của CPI, từ quý V giải thích được trên 20% sự biến thiên của CPI và từ quý VI giải thích gần 30% sự biến thiên của CPI; tiếp đến, giá trị nhập khẩu giải thích phần lớn sự biến thiên của CPI, trong 3 quý đầu giá trị nhập khẩu không giải thích nhiều sự biến thiên của lạm phát, nhưng từ quý V giải thích gần 15% sự biến thiên của CPI, càng các quý sau càng giải thích được nhiều sự biến thiên của CPI, giải thích gần 20% sự biến thiên của CPI. Giá trị xuất khẩu giải thích ở quý II đã giải thích được gần 15% sự biến thiên của CPI, ở các quý sau chỉ giải thích được 10% và gần 10% sự biến thiên của CPI. GDP cũng là một nhân tố quan trọng giải thích sự biến thiên của CPI, quý II giải thích gần 6% sự biến thiên của CPI, từ quý III trở đi giải thích được trên 10% sự biến thiên của CPI. Tỷ giá và lãi suất bình quân cho vay VND chỉ giải thích được gần 10% sự biến thiên của CPI (Bảng 8). Kết quả cho thấy, một nền kinh tế nhỏ với độ mở cửa lớn như Việt Nam, lạm phát của nền kinh tế chịu ảnh hưởng nhiều bởi nhập khẩu khẩu.

Có thể thấy sự biến thiên của sản lượng trong những quý đầu gần như hoàn toàn được giải thích bởi yếu tố tự thân của nó. Tiếp đến là xuất khẩu từ quý III giải thích gần 20% sự biến thiên của GDP, từ quý IV đến quý VIII giải thích gần 15% sự biến thiên của GDP và quý IX, quý X giải thích được gần 10% sự

biến thiên của GDP. Tiếp đến là CPI từ quý III giải thích được 6 – 8% sự biến thiên của GDP. Cung tiền, tỷ giá và lãi suất chỉ giải thích được khoảng 7% sự biến thiên của GDP. Nhập khẩu giải thích được rất ít sự biến thiên của GDP (Bảng 8). Kết quả cho thấy, một nền kinh tế nhỏ với độ mở cửa lớn như Việt Nam, tăng trưởng kinh tế chịu ảnh hưởng nhiều bởi xuất khẩu.

Bảng 8: Phân rã phương sai

Variance Decomposition of LCPI:								
Period	S.E.	LGDP	LCPI	LX	LIM	LR	LM2	LE
1	0.003496	0.000000	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.003783	5.831657	73.72035	13.26666	1.844208	0.354902	2.280741	2.701483
3	0.004528	14.86189	58.96613	10.53120	1.696029	0.607351	10.43286	2.904532
4	0.004869	14.49053	49.86034	10.19281	6.414927	1.030643	15.47359	2.537158
5	0.005446	13.18058	37.18284	8.171181	14.40715	2.496408	20.56037	4.001475
6	0.005802	11.56775	29.29915	7.424925	17.82476	3.532179	25.12498	5.226263
7	0.006156	11.39057	26.00300	7.761075	19.09270	4.540798	26.38008	4.831781
8	0.006439	12.29161	24.14622	8.443148	18.75113	4.796100	26.81516	4.756636
9	0.006890	12.95021	22.66997	8.929841	18.48486	4.437182	27.37360	5.154343
10	0.007227	12.89949	21.50435	9.109563	18.65386	4.111714	28.28455	5.436473

Variance Decomposition of LGDP:								
Period	S.E.	LGDP	LCPI	LX	LIM	LR	LM2	LE
1	0.011145	99.90409	0.095908	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.014522	90.07445	1.658814	1.757186	0.154516	3.254274	3.099438	0.001320
3	0.016375	66.76017	6.419812	17.56158	0.755732	3.797096	3.060792	1.644812
4	0.017872	67.72832	6.944882	15.27326	0.690362	3.603143	2.672891	3.087138
5	0.020862	70.40961	7.477373	13.42882	0.925305	2.980090	2.310828	2.467971
6	0.023679	70.56365	7.356372	12.89640	0.950509	3.136236	2.764717	2.332118
7	0.025333	69.16822	8.107945	12.31507	0.906283	3.019951	4.175499	2.307039
8	0.026510	70.16707	7.926492	11.39832	0.929246	2.767279	3.888004	2.923585
9	0.027799	73.25091	7.257372	9.991610	0.874540	2.420820	3.522241	2.682511
10	0.028879	73.24755	7.082286	9.640101	0.880230	2.274417	4.424736	2.450682

Cholesky Ordering: LCPI LGDP LE LX LIM LR LM2

Nguồn: Kết quả mô hình

5. Một số bàn luận về chính sách tỷ giá từ kết quả mô hình VECM

Bài viết đã sử dụng mô hình VECM để đánh giá tác động của tỷ giá đến lạm phát, tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam. Dữ liệu theo quý trong giai đoạn quý I/2005 – quý IV/2018 được sử dụng để phân tích. Kiểm định Granger, hàm phản ứng, phân rã phương sai cũng đã ủng hộ cho thấy có những tác động nhất định từ tỷ giá đến xuất khẩu, nhập khẩu, cung tiền và sản lượng, giá cả trong nền kinh tế. Nhóm nghiên cứu đưa ra một số bàn luận sau đây trên cơ sở kết quả mô hình.

Kết quả cho thấy sự tác động không rõ nét của tỷ giá đến sản lượng, giá cả. Điều này có thể hiểu là do chính sách neo tỷ giá có điều chỉnh trong một thời gian dài, tỷ giá ổn định góp phần duy trì một môi trường vĩ mô ổn định, tuy vậy nó lại tạo ra cho doanh nghiệp thói quen ỉ lại, tận dụng lợi thế về tài nguyên và lao động rẻ mà chưa thực sự chú ý đến công nghệ và giá trị gia tăng cho sản phẩm, không quan tâm và có những biện pháp phòng ngừa rủi ro tỷ giá. Theo Quyết định số 2730/QĐ-NHNN được NHNN ban hành ngày 31/12/2015 về việc công bố tỷ giá trung tâm của Đồng Việt Nam với Đô la Mỹ, tỷ giá tính chéo của Đồng Việt Nam với một số ngoại tệ khác, cho thấy Việt Nam đã chuyển đổi sang lựa chọn chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết. Đây là một việc làm cần thiết để tỷ giá được điều hành linh hoạt hơn, tạo sự phát triển cho thị trường ngoại hối. Trong bối cảnh hội nhập quốc tế, với đặc điểm của kinh tế Việt Nam là có quy mô nhỏ nhưng độ mở lớn, không bị phụ thuộc lớn vào một đối tác lớn nào, việc điều hành linh

hoạt tỷ giá và neo tỷ giá theo một giỏ tiền tệ giúp Việt Nam tránh được những cú sốc bất lợi từ thị trường hàng hóa và tiền tệ thế giới, giữ ổn định tỷ giá và đảm bảo tính linh hoạt của chính sách.

Tỷ giá tăng, kết quả mô hình cho thấy CPI giảm trong 2 quý đầu sau đó tăng trong IV quý từ quý VII mới giảm, ngoài ra phân rã phương sai chỉ ra **tính chất dai dẳng của lạm phát trong quá khứ giải thích phần lớn sự biến thiên của lạm phát, tiếp đến là cung tiền trong ngắn hạn và dài hạn là yếu tố nhập khẩu**. Cho thấy mức độ phụ thuộc vào hàng nhập khẩu của nền kinh tế Việt Nam vẫn còn rất lớn. Mô hình cũng cho thấy, tỷ giá tăng ban đầu cung tiền tăng trong hai quý sau đó cung tiền lại giảm, tiếp sau đó tăng và có xu hướng quay về giá trị ban đầu. Có thể hiểu do cung tiền được kiểm soát chặt bởi NHNN Việt Nam, giai đoạn 2012 - 2018, NHNN đã rất linh hoạt và thành công trong việc sử dụng tín phiếu để can thiệp nhằm ổn định tỷ giá và cung tiền. Vì vậy, giữ ổn định kinh tế vĩ mô, Chính phủ cần đảm bảo điều hành chủ động và linh hoạt chính sách tiền tệ, chính sách tỷ giá nhằm kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, ổn định giá trị đồng tiền, tăng cường niềm tin và lợi ích của người dân, nhà đầu tư khi nắm giữ VND; Ngoài ra, cần tiếp tục phát triển thị trường các công cụ phái sinh giúp phòng ngừa rủi ro tỷ giá,... để không chịu sự chi phối lớn từ hàng nhập khẩu.

Tỷ giá tăng trong 3 - 4 quý đầu góp phần thúc đẩy xuất khẩu tăng, nhưng đồng thời nhập khẩu cũng tăng có thể lý giải do Việt Nam là một nước có tỷ lệ hàng hóa nhập khẩu phục vụ cho sản xuất hàng hóa xuất khẩu là khá cao, nên khi xuất tăng sẽ kích thích nhập khẩu tăng theo. Ngoài ra, phân rã phương sai chỉ ra xuất khẩu giải thích phần lớn sự biến thiên của sản lượng sau yếu tố tự thân sản lượng, nhập khẩu giải thích sự biến thiên của lạm phát ngày càng lớn từ quý V trở đi là phù hợp. Điều này cũng cho **thấy nền kinh tế Việt Nam rất dễ bị tổn thương do dựa quá nhiều vào xuất khẩu trong khi xuất khẩu chưa thực sự bền vững, xuất khẩu còn phụ thuộc quá nhiều vào nhập khẩu**, cần có sự vươn lên để gia tăng tỷ lệ nội địa hóa của sản phẩm. Cần tăng cường năng lực cạnh tranh đối với hàng hóa xuất khẩu Việt Nam, do đó chính phủ cần đổi mới mô hình tăng trưởng xuất khẩu hướng tới xuất khẩu theo chiều sâu, dựa vào khai thác lợi thế cạnh tranh để nâng cao năng suất, chất lượng và hiệu quả xuất khẩu. Cụ thể: (i) Giảm bớt tỷ trọng đầu vào nhập khẩu nằm trong giá trị hàng hóa xuất khẩu. Đây là biện pháp nhằm nâng cao hiệu lực tác động của tỷ giá tới xuất khẩu đồng thời là yếu tố trực tiếp tác động tới việc cải thiện cán cân thương mại; (ii) *Đổi mới cơ cấu hàng hóa xuất khẩu* theo hướng gia tăng tỷ trọng các ngành hàng có giá trị gia tăng cao, đẩy mạnh xuất khẩu các mặt hàng sử dụng công nghệ hiện đại trên cơ sở đổi mới công nghệ; (iii) Với thị trường xuất khẩu, ngoài thị trường chủ lực như Mỹ, EU, Nhật, Hàn Quốc,... cần chủ động *thâm nhập vào những thị trường mới* như châu Phi, Trung Á và Nam Mỹ,... những thị trường có tiềm năng cần khai thác để gia tăng giá trị xuất khẩu; (iv) Các cơ quan quản lý nhà nước cần hỗ trợ doanh nghiệp *đổi mới kỹ thuật sản xuất, nâng cao năng suất lao động* nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh, đồng thời có cơ chế hỗ trợ, ưu đãi về vốn cho các doanh nghiệp; (v) Triển khai tích cực hoạt động *mở rộng thị trường tiêu thụ sản phẩm*, đặc biệt với những mặt hàng Việt Nam hiện đang có thế mạnh như nông sản, thủy sản, dệt may, đồ gỗ, hàng điện tử,... tích cực triển khai hoạt động xúc tiến thương mại thông qua các hoạt động như tổ chức các gian hàng hội chợ, triển lãm chuyên ngành,...; (vi) *Đẩy mạnh hoạt động dự báo thị trường trong và ngoài nước*, phổ biến kịp thời thông tin thị trường, sớm phát hiện và có những biện pháp vượt qua các rào cản kỹ thuật...

KẾT LUẬN

Bài viết, sử dụng mô hình hiệu chỉnh sai số dạng véc tơ VECM để xem xét tác động của tỷ giá đến cán cân thương mại, tăng trưởng và lạm phát ở Việt Nam trong giai đoạn 2005–2018. Kiểm định Granger, hàm phản ứng, phân rã phương sai cũng đã ủng hộ cho thấy có những tác động nhất định từ tỷ giá đến xuất khẩu, nhập khẩu, cung tiền và sản lượng, giá cả trong nền kinh tế. Kết quả cho thấy tính chất dai dẳng của lạm phát trong quá khứ giải thích phần lớn sự biến thiên của lạm phát, tiếp đến là sự biến động cung tiền là biến số tiếp theo giải thích sự biến thiên của lạm phát. Sự biến thiên của sản lượng trong những quý đầu gần như hoàn toàn được giải thích bởi yếu tố tự thân. Tiếp đến là xuất khẩu, và nhập khẩu là những biến số quan trọng giải thích sự biến thiên của tăng trưởng. Tỷ giá tăng góp phần thúc đẩy

xuất khẩu tăng, nhưng đồng thời nhập khẩu cũng tăng. Từ những kết quả kiểm định, nhóm tác giả đã đưa ra một số trao đổi thảo luận nhằm góp phần cải thiện môi trường kinh doanh của Việt Nam, cải thiện cán cân thương mại, kiểm soát lạm phát và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế thực hiện mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô. Trong bối cảnh Việt Nam đã chuyển đổi cơ chế điều hành tỷ giá theo Quyết định số 2730/QĐ-NHNN được NHNN ban hành ngày 31/12/2015 cho phù hợp với thời kỳ hội nhập kinh tế quốc tế, qua đó nâng cao năng lực cạnh tranh quốc gia.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Nguyễn Thị Vân Anh, Lê Nam Long (2019), “*Chính sách tỷ giá góp phần ổn định kinh tế vĩ mô Việt Nam*” (2019), Kỷ yếu hội thảo quốc gia, NXB Hồng Đức.
- [2]. Nguyễn Thị Hiền (2011) “*Mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái và cán cân thanh toán quốc tế – Lý luận và thực tiễn tại Việt Nam*”, Luận án tiến sỹ.
- [3]. Nguyễn Thị Thái Hưng (2012) “*Chính sách tỷ giá của Việt Nam nhằm góp phần ổn định kinh tế vĩ mô trong điều kiện hội nhập*”, Luận án tiến sỹ.
- [4]. Hoàng Thị Lan Hương (2009), “*Hoàn thiện chính sách tỷ giá ở Việt Nam giai đoạn 2010 – 2020*”, Luận án tiến sỹ.
- [5]. Minh, Vo Van (2009) “*Exchange rate pass through and its implications for inflation in Vietnam*”, VDF.
- [6]. Lê Mai Trang (2017), “*Chính sách tỷ giá hối đoái thúc đẩy xuất khẩu của Việt Nam*”, Luận án tiến sỹ.
- [7]. Hoang Thanh Tung, Nguyen Thi Van Anh (2018), *Discussion on the Impact of Money Policy to Growth and Inflation in Vietnam in the Period 2008 – 2017 from the Results of the Var Model*, Baasana – Vietnam Chapter International Conference 2018 “Globalization, Innovation, overnance and Sustainable Development”, Ha Noi.
- [8]. International Monetary Fun (2018), *Article IV Consultation – Press Release; Staff report; and Statement by the Executive Director for United States*, IMF country Report No.18/2017.

QUẢN TRỊ RỦI RO LÃI SUẤT TRÊN SỔ NGÂN HÀNG TẠI CÁC NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI VIỆT NAM

INTEREST RATE RISK IN BANKING BOOK MANAGEMENT IN VIETNAM COMMERCIAL BANKS

Nguyễn Thị Thu Trang, Đỗ Thu Hằng, Vũ Hải Yến, Trần Thị Thu Hương, Nguyễn Thị Diễm Hương

Học viện Ngân hàng

hangdo@hvn.edu.vn

TÓM TẮT

Rủi ro lãi suất luôn được biết đến là một trong những rủi ro có tác động lớn tới hoạt động kinh doanh của các ngân hàng thương mại kể cả trên sổ kinh doanh hay trên sổ ngân hàng. Biến động nhanh và mạnh của lãi suất trên thị trường có thể khiến các ngân hàng thương mại rơi vào trạng thái khó khăn từ đó gây bất ổn cho cả hệ thống Ngân hàng. Hoạt động quản trị rủi ro lãi suất trên sổ ngân hàng, vì thế, đóng vai trò quan trọng trong hoạt động kinh doanh của các ngân hàng thương mại. Bài viết phân tích thực trạng hoạt động quản trị rủi ro lãi suất trên sổ ngân hàng tại 21 Ngân hàng thương mại Việt Nam thông qua kết quả phỏng vấn chuyên sâu và bảng hỏi. Bên cạnh đó, bài viết tiến hành mô phỏng hoạt động quản trị rủi ro lãi suất tại 01 Ngân hàng thương mại Việt Nam theo quy định hiện hành của Ngân hàng Nhà nước. Cuối cùng, bài viết đưa ra một số khuyến nghị nhằm thực hiện hiệu quả hoạt động quản trị rủi ro lãi suất sổ ngân hàng tại các Ngân hàng thương mại Việt Nam.

Từ khóa: *Rủi ro lãi suất sổ ngân hàng, quản trị ngân hàng, Basel, Thông tư 13.*

ABSTRACT

Interest risk is considered as a potentially adverse impact on commercial banks's trading book as well as banking book. The sharp and rapid volatility of interest rate can push commercial banks fall into difficult situation, thus, leading to an instability of the whole banking system. Therefore, interest rate risk in banking book (IRRBB) management plays an important role in banking operations. This paper analyzes the current management of IRRBB at 21 commercial banks in Vietnam by doing in-depth interviews and questionnaires. Furthermore, the study also executes a simulation of IRRBB management at one commercial bank according to regulations of State Bank of Vietnam. Finally, for the purpose of improving the effectiveness of IRRBB management in Vietnam, some implications for commercial banks are provided.

Key words: *Interest rate risk in banking book, bank management, Basel, Circular 13.*

1. Giới thiệu về quản trị rủi ro lãi suất trên sổ ngân hàng

Cuộc khủng hoảng tiết kiệm và tín dụng những năm 1980 cho rằng, một trong những nguyên nhân dẫn tới khủng hoảng là rủi ro lãi suất trên sổ ngân hàng (RRLSSNH) không được quản trị một cách chặt chẽ và hiệu quả (BCBC, 2012; Scandizzo, 2016). Từ năm 2004, Ủy ban Basel về giám sát ngân hàng đã đưa ra các quy định về quản trị rủi ro lãi suất chung bao gồm rủi ro lãi suất trên sổ kinh doanh và RRLSSNH (BCBS, 2014). Theo đó, nguyên tắc từ 1 đến 13 áp dụng chung cho việc quản lý rủi ro lãi suất bất kể khoản mục đầy nằm trong sổ giao dịch hay sổ ngân hàng và các nguyên tắc 14 và 15 quy định cụ thể việc giám sát RRLSSNH. Gần đây nhất, BCBS (2016) đã có một số thay đổi và ban hành quy định riêng về quản trị và giám sát RRLSSNH bao gồm 12 nguyên tắc chia thành các nhóm nguyên tắc về: quy trình quản trị (nguyên tắc 1 đến 7), công bố và đánh giá nội bộ (nguyên tắc 8, 9) và đánh giá giám sát (nguyên tắc 10 đến 12)

Bên cạnh Basel, Ngân hàng trung ương (NHTW) và cơ quan giám sát ngân hàng các quốc gia cũng nhanh chóng cập nhật, ban hành và tách biệt các quy định liên quan đến quản trị RRLSSNH. Ủy ban ngân hàng Châu Âu (EBA) trong năm 2015 đã cập nhật bản hướng dẫn năm 2006 về quản trị RRLSSNH, đưa ra những hướng dẫn kỹ thuật giúp các NHTM tính toán, đo lường RRLSSNH trong quy trình quản lý vốn

nội bộ ICAAP (Internal Aapital Adequacy Assessment Process). Ủy ban giám sát tài chính Úc (Australian Prudential Regulation Authority- APRA) cũng đã có những quy định về RRLSSNH từ năm 2008 và có bản cải tiến hơn vào năm 2013. Bên cạnh đó, Ngân hàng Trung Ương Bỉ (National Bank of Belgium- NBB) năm 2015 cũng đưa ra quy định mới nhất liên quan đến RRLSSNH, trong đó yêu cầu các NHTM tính toán đủ vốn bù đắp cho RRLSSNH và yêu cầu các ngân hàng không đủ vốn cần tiến hành đánh giá lại và nhanh chóng có các biện pháp khắc phục. Như vậy càng ngày, các chuẩn mực quốc tế về quản trị RRLSSNH càng được quan tâm tại các quốc gia trên thế giới thông qua việc đưa ra các quy định, giới thiệu các kỹ thuật hiện đại hơn trong việc đo lường, đánh giá và quản trị RRLSSNH.

Tại Việt Nam, nhiệm vụ trọng tâm trong thời gian tới của các NHTM Việt Nam là nâng cao năng lực quản trị điều hành nói chung và quản trị rủi ro nói riêng, đặc biệt là quản trị rủi ro theo các thông lệ quốc tế. Một trong những nội dung quan trọng mà các NHTM Việt Nam đang vướng khi thực hiện theo Basel II là cần phải có bộ máy, cơ chế quản trị RRLSSNH. Ngày 18/5/2018, Ngân hàng nhà nước (NHNN) đã ban hành thông tư 13/TT-NHNN có hiệu lực từ 01/01/2019 về hệ thống kiểm soát nội bộ của các tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài trong đó có các nội dung liên quan đến các quy định về quản lý RRLSSNH và đánh giá mức độ đủ vốn nội bộ tương ứng với các rủi ro trong đó có RRLSSNH. Lần đầu tiên, qua thông tư 13/TT-NHNN, NHNN về mặt pháp lý công nhận RRLSSNH là một trong những rủi ro trọng yếu trong hoạt động kinh doanh ngân hàng tại Việt Nam và các NHTM Việt Nam cần phải quản trị hiệu quả rủi ro này. Cụ thể hoạt động quản lý RRLSSNH được tách thành mục riêng bao gồm 3 điều: (i) Điều 56: Chiến lược quản lý RRLSSNH, hạn mức RRLSSNH; (ii) Điều 57. Nhận dạng, đo lường, theo dõi và kiểm soát RRLSSNH và (iii) Điều 58. Báo cáo nội bộ về rủi ro lãi suất trên sổ ngân hàng. Ngoài ra Trong nội dung yêu cầu tính vốn nội bộ cho ngân hàng, NHNN yêu cầu NHTM tự xác định vốn cho RRLSSNH.

Từ các quy định của Basel và thông tư 13/TT-NHNN, khung quản trị về RRLSSNH tại các NHTM được nhóm nghiên cứu thể hiện qua Hình 1. Cụ thể nội dung của các cấu phần bao gồm: (i) Thứ nhất, giám sát của quản lý cấp cao về quản trị RRLSSNH bao gồm: (a) Thiết lập, phê duyệt, triển khai và rà soát hàng năm của chiến lược, chính sách và giới hạn quản lý RRLSSNH; (b) xây dựng và phê duyệt khẩu vị rủi ro của ngân hàng với RRLSSNH; (ii) Thứ hai, nhận diện RRLSSNH bao gồm: (a) Nhận diện đầy đủ nguyên nhân dẫn tới RRLSSNH và (b) đối tượng chịu rủi ro là các trạng thái trong sổ ngân hàng ; (iii) Thứ ba, đo lường và đánh giá RRLSSNH bao gồm (a) phương pháp, chỉ số đo lường đánh giá RRLSSNH, (b) kiểm tra sức chịu đựng RRLSSNH, (c) tính toán vốn cần thiết đáp ứng RRLSSNH; (iv) Thứ tư, giám sát và kiểm soát RRLSSNH bao gồm kiểm soát rủi ro và các biện pháp phòng ngừa, giảm thiểu rủi ro; (v) Thứ năm, báo cáo RRLSSNH bao gồm tần suất, nội dung và hình thức báo cáo về RRLSSNH.

(1) Giám sát của quản lý cấp cao về RRLSSNH

Cơ cấu tổ chức thực hiện quản trị RRLSSNH, Ban hành Chiến lược, chính sách, quy định về quản trị RRLSSNH, xác định khâu vị rủi ro cho RRLSSNH, Giám sát về việc tổ chức thực hiện quản trị RRLSSNH.



(2) Nhận diện RRLSSNH

Nhận diện nguyên nhân rủi ro và đối tượng chịu rủi ro



(3) Đo lường và đánh giá RRLSSNH

Phương pháp, chỉ số đo lường đánh giá RRLSSNH, Kiểm tra sức chịu đựng RRLSSNH, tính vốn



(4) giám sát và kiểm soát RRLSSNH

Kiểm soát rủi ro
Biện pháp phòng ngừa, giảm thiểu rủi ro



(5) Báo cáo về RRLSSH

Tần suất, nội dung, hình thức báo cáo về RRLSSNH

Sơ đồ 1: Khung quản trị rủi ro lãi suất số ngân hàng tại ngân hàng thương mại

Nguồn: nghiên cứu của nhóm tác giả

2. Thực trạng quản trị rủi ro lãi suất số ngân hàng tại các NHTM Việt Nam

Trong nghiên cứu này, để đánh giá thực trạng triển khai quản trị RRLSSNH tại các NHTM tại Việt Nam, nhóm nghiên cứu đã xây dựng câu hỏi khảo sát gửi trực tiếp đến các cán bộ ngân hàng (Hội sở chính) đang làm việc tại các bộ phận triển khai Basel, bộ phận quản lý rủi ro, phòng nguồn vốn và bộ phận quản lý rủi ro thị trường. Các ngân hàng được lựa chọn để khảo sát được xác định trên cơ sở đảm bảo phản ánh được tình hình triển khai quản trị RRLSSNH với các đặc điểm, quy mô, tính chất khác nhau. Nhằm phục vụ cho mục đích đánh giá được xác thực, nhóm nghiên cứu chia các NHTM thành hai nhóm như sau:

- Nhóm 1: bao gồm nhóm 09¹ ngân hàng được lựa chọn triển khai Basel II theo quy định của NHNN là BIDV, VietinBank, Vietcombank, Techcombank, ACB, VPBank, MB, Maritime Bank và VIB.

- Nhóm 2: bao gồm các NHTM Việt Nam còn lại không nằm trong nhóm 09 ngân hàng trên. Trong nhóm này đã có một số ngân hàng đã thực hiện triển khai Basel II dù chưa nằm trong diện triển khai thí điểm của NHNN, còn một số các ngân hàng hoàn toàn chưa bắt đầu quá trình triển khai Basel II hoặc chưa có định hướng rõ ràng về việc triển khai Basel II, do vậy chưa triển khai RRLSSNH trên thực tế.

- Nhóm 3: bao gồm các NHTM nước ngoài đang hoạt động tại Việt Nam. Đây là những NHTM lớn, đã triển khai Basel II và quản lý RRLSSNH theo Basel II.

Từ việc phân nhóm ngân hàng như trên, nhóm nghiên cứu đã phát ra 35 phiếu khảo sát, thu về 27 phiếu khảo sát, trong đó có 21 phiếu hợp lệ và 6 phiếu không hợp lệ. Trong 21 phiếu hợp lệ có 9 phiếu từ nhóm 1, 10 phiếu từ nhóm 2 và 2 phiếu từ nhóm 3.

Phiếu khảo sát gồm 14 câu hỏi, bao hàm hai nội dung chính nhằm hỗ trợ đánh giá thực trạng triển khai quy trình quản trị RRLSSNH tại các NHTM Việt Nam thông qua thống kê miêu tả gồm: (i) Thực trạng triển khai Basel: bao gồm câu hỏi tìm hiểu về kế hoạch triển khai Basel, mức độ triển khai Basel tại các NHTM; (ii) Thực trạng triển khai quản trị RRLSSNH: bao gồm câu hỏi tìm hiểu về kế hoạch triển khai quản trị RRLSSNH, đặc biệt đi sâu vào tìm hiểu về từng bước trong quy trình quản trị RRLSSNH. Ngoài các câu hỏi lựa chọn đáp án có sẵn và câu hỏi mở, phiếu khảo sát còn bao gồm câu hỏi nhằm đánh giá mức độ triển khai thực hiện theo thang điểm 0 - 4. Thang điểm cụ thể như sau:

- Điểm 0: Không biết (0%).
- Điểm 1: Không có hoặc có rất ít (dưới 10%).
- Điểm 2: Có nhưng còn hạn chế, bất cập (dưới 50%).
- Điểm 3: Có tương đối đầy đủ (từ 50% đến dưới 100%).
- Điểm 4: Có đầy đủ (100%).

Thông tin thu thập được sẽ chủ yếu phân tích thực trạng triển khai quản trị RRLSSNH ở nhóm 1 là các NHTM đã triển khai Basel II. Bên cạnh đó, một số số liệu của nhóm 2 và nhóm 3 cũng được đưa vào để so sánh đối chiếu.

2.1. Giám sát của quản lý cấp cao về quản trị rủi ro lãi suất trên số ngân hàng

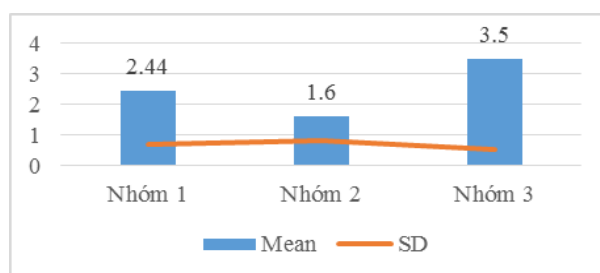
Vai trò của Hội đồng quản trị/Hội đồng thành viên và Ban điều hành trong khung quản trị RRLSSNH gồm: *một là*, Giám sát việc tổ chức thực hiện quản trị RRLSSNH; *hai là*, xây dựng Chiến lược quản trị RRLSSNH; *ba là*, xác định khẩu vị rủi ro cho RRLSSNH.

Thứ nhất, về xây dựng cơ cấu giám sát và quản lý rủi ro. Tại Việt Nam, theo thông tư 13/2018/TT-NHNN các NHTM cần phải xây dựng mô hình 3 tuyến phòng thủ trong việc quản trị rủi ro. Trong đó, phải đảm bảo chức năng giám sát cấp cao của Ban quản trị, Ban lãnh đạo điều hành trong việc quản lý rủi ro. Cụ thể, các NHTM phải xây dựng cơ cấu giám sát và quản lý rủi ro như sau: Hội đồng quản trị, Hội đồng thành viên của NHTM giám sát Tổng giám đốc (Giám đốc); Tổng giám đốc (Giám đốc) của NHTM giám

¹ Nhóm này ban đầu gồm 10 ngân hàng được lựa chọn thí điểm thực hiện Basel II, nhưng tính tới 31/8/2018 Sacombank đã tạm dừng thực hiện.

sát, chỉ đạo các cá nhân, bộ phận trên cơ sở đề xuất, tham mưu của Hội đồng rủi ro. Thực tế qua khảo sát việc thực hiện quản trị RRLSSNH tại các NHTM thuộc mẫu khảo sát cho thấy cơ cấu này tại các NHTM thuộc nhóm 1 đã khá hoàn thiện. Về cơ bản, các ngân hàng này đều đã thiết lập mô hình, cơ cấu tổ chức, chức năng, nhiệm vụ của các ủy ban để giúp ban lãnh đạo cấp cao thực hiện chức năng giám sát theo quy định tại thông tư 13/2018/TT-NHNN.

Thứ hai, về xây dựng chiến lược quản trị RRLSSNH. Theo thông tư 13/2018/TT-NHNN, việc xây dựng chiến lược quản trị rủi ro phải bao gồm những công việc sau: xác định nguyên tắc quản lý rủi ro (trong đó đưa ra các chỉ số đo lường rủi ro) và xác định các nguyên tắc sử dụng các công cụ phòng ngừa RRLSSNH (bao gồm cả thẩm quyền phê duyệt các công cụ phòng ngừa RRLSSNH). Hình 2 mô tả mức độ xây dựng chiến lược quản trị RRLSSNH tại các NHTM Việt Nam.

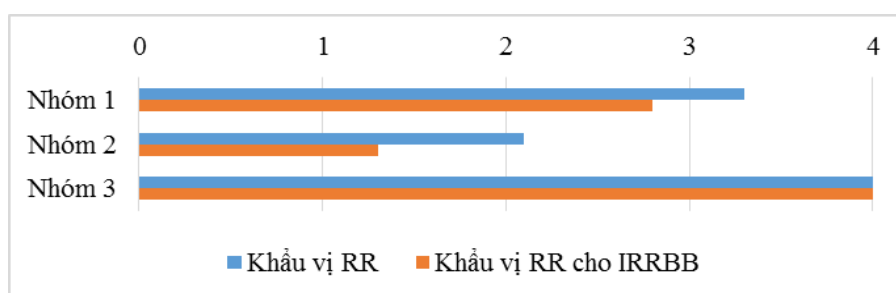


Hình 1: Mức độ xây dựng chiến lược quản trị RRLSSNH tại các NHTM Việt Nam

Nguồn: Khảo sát của nhóm nghiên cứu

Theo kết quả nhóm khảo sát, các ngân hàng thuộc nhóm 1 mới thực hiện việc xây dựng chiến lược quản trị RRLSSNH ở dưới ngưỡng 3 (trung bình 2.44, độ lệch chuẩn = 0.684), điều này có nghĩa là chủ yếu các NHTM nhóm này mới thực hiện ở dưới 50% (ngưỡng 2), chỉ có vài định chế thực hiện ở ngưỡng trên 50% (ngưỡng 3). Đối với NHTM thuộc nhóm 2, mức độ thực hiện thấp hơn nhiều (trung bình 1.6, độ lệch chuẩn 0.8). Cụ thể, chỉ có rất ít các ngân hàng thuộc nhóm thực hiện ở mức 2, phần lớn các ngân hàng nằm trong nhóm đã xây dựng nhưng còn hạn chế bắt cập (mức 1). Còn đối với các NHTM thuộc nhóm 3 do đã có thực hiện Basel II một cách đầy đủ nên nhóm 3 đã thực hiện tương đối hoàn thiện.

Thứ ba, về xác định khẩu vị rủi ro RRLSSNH. Đối với việc xác định khẩu vị rủi ro cho RRLSSNH, các NHTM thuộc nhóm 1 đã coi RRLSSNH là rủi ro trọng yếu tuy nhiên không phải ngân hàng nào cũng đưa ra được khẩu vị rủi ro riêng cho RRLSSNH. Hình 3 cho thấy mức độ xác định khẩu vị rủi ro tại các NHTM Việt Nam.



Hình 2: Đánh giá mức độ xác định khẩu vị rủi ro của các NHTM Việt Nam

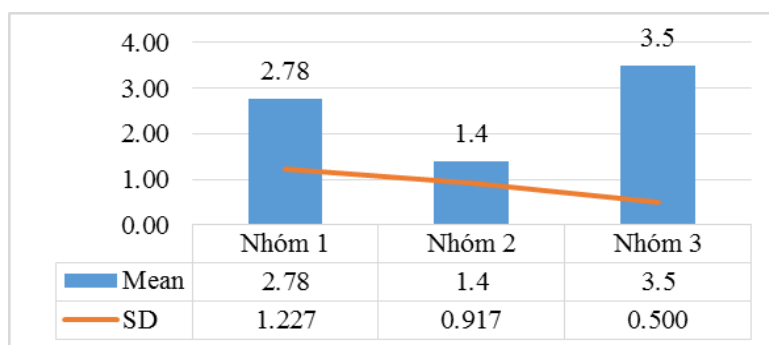
Nguồn: Khảo sát của nhóm nghiên cứu

Từ việc khảo sát cho thấy, việc xác định khẩu vị rủi ro nói chung ở các NHTM nhóm 1 thực hiện tương đối tốt. Phần lớn các ngân hàng thuộc nhóm này đã thực hiện việc xác định khẩu vị rủi ro ở ngưỡng trên 50%, cá biệt trong đó có ngân hàng đã thực hiện được ở mức 100%. Tuy nhiên, việc xác định khẩu vị rủi ro riêng cho RRLSSNH được thực hiện ở mức thấp hơn nhiều do có một số ngân hàng chưa thực hiện hoặc mới bắt đầu triển khai việc xác định khẩu vị rủi ro riêng cho RRLSSNH. Đối với NHTM thuộc nhóm 2, phần lớn các ngân hàng đã xây dựng nhưng còn hạn chế bắt cập hoặc có một số ngân hàng còn

chưa thực hiện xác định khẩu vị rủi ro chung. Do đó, các NHTM này cũng chưa thực hiện hoặc thực hiện việc xác định khẩu vị rủi ro cho RRLSSNH ở mức rất thấp. Còn đối với các NHTM thuộc nhóm 3, do đã coi RRLSSNH là rủi ro trọng yếu tuy nên việc xác định khẩu vị rủi ro riêng cho RRLSSNH đã được thực hiện đầy đủ.

2.2. Nhận diện rủi ro lãi suất trên sổ ngân hàng

Việc nhận diện RRLSSNH phải xác định nguyên nhân làm phát sinh RRLSSNH. Để làm được điều này, các NHTM sẽ tiến hành qua bước: (i) Phân tách bảng cân đối thành sổ kinh doanh và sổ Ngân hàng và đánh giá trạng thái chênh lệch kỳ hạn, (ii) dự báo biến động lãi suất thị trường. Hiện nay, theo thông tư 13/2018/TT-NHNN, các NHTM phải có một quy trình nhận dạng, đo lường, theo dõi và kiểm soát RRLSSNH theo định kỳ tối thiểu hằng quý và đột xuất theo quy định nội bộ của ngân hàng. Đối với các NHTM thuộc nhóm 1, một số NHTM đã triển khai quy trình nhận dạng, tuy nhiên vẫn có những NHTM thuộc nhóm này mới bắt đầu triển khai quy trình nhận dạng.



Hình 3: Mức độ triển khai quy trình nhận diện RRLSSNH tại các NHTM Việt Nam

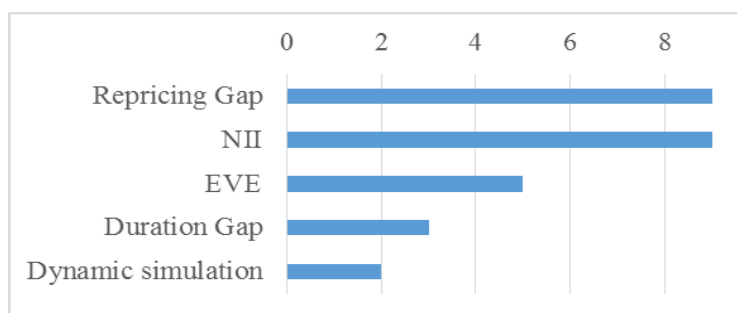
Nguồn: Khảo sát của nhóm nghiên cứu

Số liệu khảo sát cho thấy, việc xây dựng quy trình nhận diện RRLSSNH tại các NHTM thuộc nhóm 1 thực hiện tương đối tốt, phần lớn các NHTM thực hiện ở mức trên 50% (trung bình = 2.78), tuy nhiên độ lệch chuẩn của chỉ tiêu này tương đối lớn (SD = 1.227) cho thấy mức độ thực hiện chỉ tiêu này rất khác nhau của các NHTM trong nhóm. Trong nhóm này, có những NHTM cho thấy họ gần như chưa bắt đầu trong việc triển khai việc nhận diện cũng như đo lường RRLSSNH. Đối với các NHTM thuộc nhóm 2, chỉ một số nhỏ thực hiện việc triển khai nhận dạng RRLSSNH ở ngưỡng 2 (dưới 50%), phần lớn các NHTM mới bắt đầu (ngưỡng 1) hoặc chưa thực hiện triển khai RRLSSNH (ngưỡng 0). Điều này cũng dễ dàng lý giải vì đối với các NHTM Việt Nam, các rủi ro truyền thống như rủi ro tín dụng, thanh khoản vẫn được coi trọng hơn, trong khi đó rủi ro RRLSSNH là rủi ro mới nên việc triển khai ở mức độ thấp hơn nhiều.

2.3. Đo lường và đánh giá rủi ro lãi suất trên sổ ngân hàng

Thứ nhất, về việc đo lường RRLSSNH. Hiện nay theo thông tư 13/2018/TT-NHNN, việc đo lường RRLSSNH tối thiểu phải được thể hiện thông qua phương pháp phân tích trạng thái chênh lệch kỳ định lại lãi suất (repricing gap profile)², từ đó đánh giá sự tác động của lãi suất đến thay đổi thu nhập lãi thuần (Change in Net Interest Income – Δ NII) và thay đổi giá trị kinh tế của vốn chủ sở hữu (Change in Economic Value of Equity – Δ EVE). Hiện nay, qua quá trình khảo sát cho thấy, các NHTM thuộc nhóm 1 ngoài việc đo lường tối thiểu theo các phương pháp trên còn thực hiện đo lường theo một số phương pháp tiên tiến như phân tích mô phỏng tĩnh (Static Simulation), phân tích mô phỏng động (Dynamic simulation), phân tích chênh lệch thời lượng (Duration Gap), phân tích dòng tiền, phương pháp phân tích hành vi. Tuy nhiên trên thực tế, số NHTM thuộc nhóm 1 triển khai các phương pháp tiên tiến chưa được nhiều.

² Là “mức chênh lệch giữa giá trị tài sản tài chính và nợ phải trả tài chính có lãi suất theo thời điểm ấn định mức lãi suất mới hoặc kỳ định lại lãi suất (repricing)” (Thông tư 13/2018/TT-NHNN).



Hình 4: Thực trạng ứng dụng các phương pháp đo lường RRLSSNH tại các NHTM nhóm 1

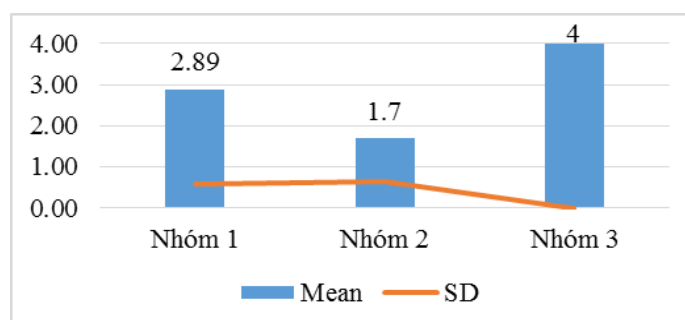
Nguồn: Khảo sát của nhóm nghiên cứu

Thứ hai, về việc đo lường mức vốn cho RRLSSNH. Việc tính toán vốn này thường được thực hiện thông qua việc kiểm tra sức chịu đựng rủi ro. Thông tư 13/2018/TT-NHNN cũng yêu cầu các NHTM phải thực hiện kiểm tra sức chịu đựng rủi ro với các rủi ro trọng yếu trong đó bao gồm cả RRLSSNH. Ngay cả các ngân hàng trong nhóm 1 cũng có rất ít các NHTM thực hiện kiểm tra sức chịu đựng. Việc kiểm tra sức chịu đựng cũng mới được thực hiện chủ yếu cho rủi ro thị trường và rủi ro thanh khoản do có nhiều thông tin, dữ liệu. Trong khi đó, với những rủi ro bổ sung trong trụ cột 2 như RRLSSNH việc thực hiện kiểm tra sức chịu đựng cũng còn rất hạn chế, chỉ có 2/9 NHTM trong nhóm 1 có thực hiện kiểm tra sức chịu đựng cho RRLSSNH, những NHTM khác hoặc chưa triển khai hoặc mới chỉ chạy thử nghiệm chứ chưa có sự ứng dụng kiểm tra sức chịu đựng trong việc tính toán vốn nội bộ cần thiết.

2.4. Giám sát và kiểm soát rủi ro lãi suất trên sổ ngân hàng

Theo thông tư 13/2018/TT-NHNN, các NHTM phải thực hiện việc theo dõi và kiểm soát RRLSSNH. Theo đó, việc theo dõi và kiểm soát RRLSSNH phải đảm bảo trạng thái rủi ro RRLSSNH đảm bảo tuân thủ các hạn mức rủi ro RRLSSNH và phải thực hiện cảnh báo sớm đối với các trường hợp gần vượt hạn mức RRLSSNH, đồng thời bao gồm cả việc các đơn vị chức năng đưa ra biện pháp xử lý các trường hợp vượt hạn mức RRLSSNH. Tại các NHTM, hạn mức được đưa ra bởi khối QTRR, sau đó sẽ trình HĐQT/ALCO phê duyệt và ban hành bởi TGD dựa trên phê duyệt của HĐQT/ALCO. Hạn mức thường được phê duyệt hàng năm và được đánh giá lại định kỳ hoặc khi thị trường thay đổi bất thường hoặc trong điều kiện khủng hoảng để đảm bảo duy trì quản trị RRLSSNH trong mọi trường hợp. Việc triển khai kiểm soát RRLSSNH trên cơ sở hạn mức rủi ro tại các NHTM thực hiện Basel được thực hiện khá tốt.

Có thể thấy rằng, với các NHTM thuộc nhóm thực hiện Basel, việc triển khai kiểm soát RRLSSNH được thực hiện tương đối tốt (mean = 2.89). Thậm chí có NHTM đã thực hiện ở mức 100%, nghĩa là hoàn thiện trong việc thiết lập KVRR, hạn mức rủi ro và cảnh báo sớm rủi ro nếu vượt quá hạn mức. Các NHTM còn lại chủ yếu thực hiện ở ngưỡng trên 50%. Tuy nhiên, vẫn có những NHTM thực hiện ở ngưỡng dưới 50%.



Hình 5: Mức độ thực hiện kiểm soát RRLSSNH tại các NHTM

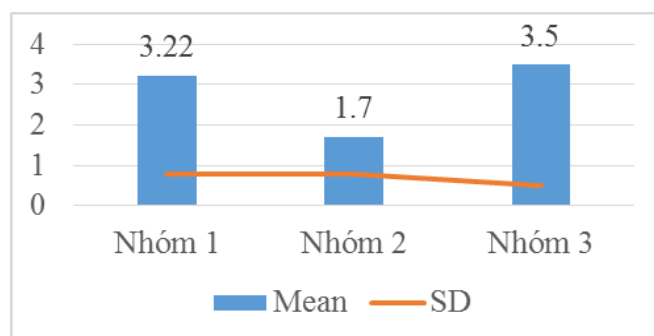
Nguồn: Khảo sát của nhóm nghiên cứu

So sánh mức độ kiểm soát RRLSSNH giữa các NHTM cho thấy, việc kiểm soát rủi ro của các NHTM nước ngoài được thực hiện tốt. Các NHTM này đều hoàn thiện việc kiểm soát rủi ro dựa trên hạn mức đồng thời có quy trình cảnh báo sớm rủi ro vượt hạn mức. Còn đối với các NHTM thuộc nhóm 2 thì phần lớn các NHTM này đều thực hiện ở dưới mức 50% (mức 2). Có một số ngân hàng còn chưa thực hiện đến bước này.

2.5. Báo cáo rủi ro lãi suất trên sổ ngân hàng

Theo quy định của thông tư 13/2018/TT-NHNN về báo cáo nội bộ đối với RRLSSNH, thì các NHTM phải thực hiện báo cáo định kỳ tối thiểu theo quý hoặc đột xuất. Nội dung báo cáo phải bao gồm: (i) Trạng thái rủi ro bao gồm chênh lệch lãi suất, chỉ số thay đổi NII, chỉ số thay đổi EVE (nếu có); (ii) Tình hình tuân thủ các hạn mức RRLSSNH; (iii) Các công cụ được sử dụng nhằm phòng ngừa RRLSSNH và kết quả thực hiện các công cụ đó; (iv) Các đề xuất, kiến nghị về quản lý RRLSSNH; và (v) Kết quả về việc thực hiện các yêu cầu, kiến nghị về quản lý RRLSSNH từ các bên liên quan như kiểm toán nội bộ, NHNN...

Hiện nay, việc thực hiện báo cáo rủi ro ở các NHTM thuộc nhóm 1 thực hiện tương đối tốt, có 4/9 NHTM triển khai việc báo cáo nội bộ RRLSSNH một cách đầy đủ. Chỉ có 2/9 NHTM thực hiện báo cáo ở ngưỡng dưới 50%. Còn đối với nhóm NHTM chưa thực hiện Basel, việc giám sát rủi ro được thực hiện ở mức độ thấp hơn nhiều. Hình 7 mô tả mức độ triển khai báo cáo RRLSSNH tại các NHTM Việt Nam như sau:



Hình 6: Mức độ triển khai báo cáo RRLSSNH tại các NHTM Việt Nam

Nguồn: Khảo sát của nhóm nghiên cứu

Hình trên cho thấy, dù vẫn có khoảng cách tuy nhiên mức độ triển khai báo cáo nội bộ RRLSSNH của NHTM nhóm 1 đã tiệm cận với các NHTM nhóm 3. Trong khi đó, vẫn còn có khoảng cách rất xa giữa các NHTM nhóm 2 với các NHTM còn lại. Điều này cũng phù hợp với mức độ triển khai quản trị RRLSSNH nói chung tại 3 nhóm NHTM tại Việt Nam hiện nay.

Tựu chung lại, việc triển khai quản trị RRLSSNH ở các NHTM nhóm 3 tương đối hoàn chỉnh ở các khía cạnh, trong khi đó vẫn còn có khoảng cách lớn trong việc triển khai quản trị RRLSSNH giữa NHTM nhóm 1, 2 và nhóm 3. Về cơ bản, các NHTM nhóm 1 mới triển khai quản trị RRLSSNH ở trên mức 2, mức tiệm cận 50%. Còn đối với các NHTM nhóm 2 việc triển khai mới ở ngưỡng thấp, trên 10%.

3. Mô phỏng quản trị RRLSSNH tại NHTM

Dựa trên quy định của Basel về quản trị RRLSSNH, kinh nghiệm quốc tế và thực trạng triển khai quản trị RRLSSNH tại các NHTM Việt Nam, đồng thời căn cứ các quy định yêu cầu của Thông tư 13/2018/TT-NHNN, nhóm nghiên cứu tiến hành mô phỏng hoạt động quản trị RRLSSNH tại một NHTM. NHTM được lựa chọn để mô phỏng là một ngân hàng nằm trong nhóm 9 ngân hàng thí điểm Basel II. Các nội dung mô phỏng được thực hiện theo khung quản trị RRLSSNH bao gồm 02 nội dung thiên hơn về kỹ thuật đồng thời đang được đánh giá là thấp điểm nhất và còn gặp nhiều vướng mắc trong các nội dung mà các NHTM Việt nam thực hiện quản trị RRLSSNH là nội dung về Nhận diện RRLSSNH và Đo lường, đánh giá RRLSSNH.

3.1. Nhận diện rủi ro lãi suất trên sổ ngân hàng

Để nhận diện được RRLSSNH, NHTM đã quy định và hướng dẫn rõ ràng các trạng thái được ghi nhận trong sổ ngân hàng. Các trạng thái này bao gồm các trạng thái nội bảng và ngoại bảng không nằm trong sổ

kinh doanh của ngân hàng. Các khoản mục trong sổ ngân hàng được nhận diện có RRLS khi đó là các khoản mục được hạch toán bằng VND hoặc ngoại tệ có giá trị từ 5% tổng tài sản ngân hàng trở lên. Khi NHTM Z phát sinh sản phẩm mới trong sổ ngân hàng, RRLS cũng cần được nhận diện và đánh giá trước khi sản phẩm được công bố.

NHTM Z quy định cụ thể các yếu tố dẫn đến RRLSSNH, được phân thành 3 nhóm chính: (i) *Rủi ro chênh lệch lãi suất (Gap risk)*: bao gồm rủi ro tái định giá (repricing risk) xảy ra khi có sự chênh lệch giữa kì định lại lãi suất của tài sản và nợ trên sổ ngân hàng và rủi ro đường cong lãi suất (yield curve risk) xảy ra khi đường cong lãi suất của các khoản mục trên sổ ngân hàng thay đổi; (ii) *rủi ro cơ sở (Basic risk)* xảy ra khi các khoản mục trên sổ ngân hàng được định giá dựa trên các đường cong lãi suất khác nhau và (iii) *rủi ro quyền chọn (option risk)* xảy ra với sản phẩm quyền chọn lãi suất hoặc các sản phẩm có yếu tố quyền chọn, tức là khi khách hàng có các lựa chọn về hành vi khác với điều khoản trên hợp đồng với ngân hàng. Khi những rủi ro trên xảy ra tác động đến các trạng thái trong sổ ngân hàng có khả năng tác động bất lợi tới thu nhập và vốn của NHTM Z đều được nhận diện là RRLSSNH.

Hồ sơ lãi suất được ngân hàng xây dựng và theo dõi thường xuyên. Hồ sơ này bao gồm: thông tin lãi suất của các sản phẩm, khoản mục trong sổ ngân hàng bao gồm thời điểm ấn định mức lãi suất mới, kỳ định lại lãi suất, kỳ đáo hạn. Lãi suất là lãi suất của các khoản mục bằng VND và ngoại tệ khi có giá trị từ 5% tổng tài sản ngân hàng trở lên.

3.2. Đo lường và đánh giá rủi ro lãi suất trên sổ ngân hàng

Việc thực hiện đo lường và đánh giá tác động của RRLSSNH được thực hiện thông qua các phương pháp, công cụ, chỉ tiêu. Theo thông tư 13/2018, NHTM Z áp dụng dựa trên khe hở tái định giá để tính toán các chỉ số đo lường RRLSSNH như thay đổi thu nhập lãi thuần và thay đổi giá trị kinh tế của vốn chủ.

3.2.1. Các chỉ tiêu sử dụng để đo lường và đánh giá RRLSSNH

Thứ nhất, trạng thái chênh lệch kỳ định lại lãi suất (Repricing gap)

Trạng thái chênh lệch kỳ định lại lãi suất (Repricing gap), hay còn gọi là GAP, đo lường mức chênh lệch giữa tài sản và nợ nhạy cảm lãi suất (cả trong và ngoại bảng) theo từng kỳ định giá lại. Với các sản phẩm có kỳ định lại lãi suất khác nhau sẽ được phân bổ khác nhau: (i) Với sản phẩm có lãi suất cố định, kỳ định giá lại là thời gian còn lại; (ii) với sản phẩm có lãi suất thả nổi, kỳ định giá lại là kỳ hạn gần nhất; (iii) với sản phẩm không có kỳ hạn (ví dụ tiền gửi thanh toán, tiền gửi không kì hạn) ngân hàng sử dụng phương pháp danh mục bản sao để mô phỏng dòng tiền của phần tiền gửi không kỳ hạn lỗi đặt vào các thang kỳ hạn (iv) với các sản phẩm có rủi ro lựa chọn NHTM tiến hành phân tích lịch sử kết hợp ý kiến chuyên gia để lựa chọn phân bổ vào kỳ hạn thích hợp. Hoạt động ghi nhận trạng thái trong sổ ngân hàng với kì hạn tương ứng được ngân hàng thực hiện thường xuyên liên tục, bất kì khi nào phát sinh trạng thái mới. Độ dài từng khung kỳ hạn và số lượng khung kì hạn được Ngân hàng quy định cụ thể trong văn bản quy định nội bộ.

Trạng thái chênh lệch kì hạn lãi suất của toàn ngân hàng được thiết lập tương ứng với từng khung kì hạn. Với NHTM Z trạng thái chênh lệch kỳ hạn lãi suất như sau:

Bảng 1: Trạng thái chênh lệch kỳ hạn lãi suất của NHTM Z (đ/v: triệu đồng)

	0-1 tháng	1-3 tháng	3-6 tháng	6-12 tháng	1-5 năm	trên 5 năm	TỔNG
GAP	840,521	2,224,837	-7,892,219	5,795,336	-11,616,593	10,208,787	-439,331

Như vậy, tại thời điểm báo cáo, NHTM Z chủ yếu duy trì trạng thái chênh lệch kỳ hạn dương với các khung kỳ hạn, trừ khung kì hạn 3-6 tháng và 1-5 năm. Việc duy trì trạng thái chênh lệch kì hạn lãi suất khác 0 sẽ dẫn tới Ngân hàng có khả năng gánh chịu rủi ro khi lãi suất thay đổi. Để đo lường cụ thể tác động của RRLSSNH, Ngân hàng sử dụng thêm các chỉ tiêu bổ sung khác như các chỉ tiêu về thay đổi thu nhập lãi thuần và chỉ tiêu thay đổi giá trị vốn chủ sở hữu.

Thứ hai, thay đổi thu nhập lãi thuần ($\Delta NII - \Delta \text{net income interest}$)

Chỉ tiêu này đo lường tác động của lãi suất trong ngắn hạn khi lãi suất thị trường thay đổi.

Tính toán chỉ tiêu ΔNII phụ thuộc vào trạng thái chênh lệch kỳ hạn lãi suất của Ngân hàng, đồng thời phụ thuộc vào sự biến động lãi suất Δr dự kiến của ngân hàng. Với chỉ tiêu ΔNII được đánh giá hàng tháng, NHTM Z yêu cầu đánh giá với biến động lãi suất tăng/giảm 50 điểm cho các kì hạn.

Bảng 2: Thay đổi thu nhập lãi thuần của NHTM Z (đ/v: triệu đồng)

Khung kỳ hạn	GAP	Δr	ΔNII_i	Δr	ΔNII_i
0-1 tháng	840,521	0.50%	4,027	-0.50%	-4,027
1-3 tháng	2,224,837	0.50%	9,270	-0.50%	-9,270
3-6 tháng	-7,892,219	0.50%	-24,663	-0.50%	24,663
6-12 tháng	5,795,336	0.50%	7,244	-0.50%	-7,244
Tổng			-4,121		4,121

Như vậy NHTM Z chịu rủi ro khi lãi suất tăng, cụ thể khi lãi suất tăng 50 điểm có khả năng làm giảm 4,121 triệu đồng thu nhập ròng từ lãi của NHTM Z

Thứ ba, thay đổi giá trị kinh tế của vốn chủ ($\Delta EVE - \Delta \text{economic values of equity}$)

Chỉ tiêu này đo lường tác động của lãi suất trong dài hạn thông qua tác động của lãi suất đến thay đổi giá trị kinh tế của vốn chủ sở hữu. Tác động này được đo lường thông qua tác động của lãi suất đến giá trị hiện tại của các khoản mục trong sổ ngân hàng tương ứng với từng khung kỳ hạn. Các kịch bản về lãi suất cần phải được thiết lập để phân tích sự thay đổi của lãi suất giữa các kì hạn khác nhau trên cùng đường cong lãi suất (yield curve risk) và thay đổi giữa các đường lãi suất khác nhau (basic risk) dẫn tới thay đổi độ lớn, hình dạng và xu hướng của lãi suất. Các kịch bản được xây dựng là các kịch bản dựa trên số liệu lịch sử, hoặc các kịch bản giả định hoặc kết hợp cả hai phương pháp (Phụ lục 2). Kết quả đánh giá tác động thay đổi giá trị kinh tế của vốn chủ ΔEVE của NHTM Z như sau:

Bảng 3: Thay đổi giá trị kinh tế của vốn chủ của NHTM Z (đ/v: triệu đồng)

	EVE	ΔEVE
Kịch bản cơ sở	-2,791,185	
Kịch bản 1	-2,868,554	-77,369
Kịch bản 2	-2,708,249	82,936
Kịch bản 3	-2,742,633	48,552
Kịch bản 4	-2,840,413	-49,228
Kịch bản 5	-2,901,358	-110,173
Kịch bản 6	-2,721,248	69,937

Mức tổn thất lớn nhất là giá trị thay đổi EVE dương lớn nhất, theo kết quả từ bảng là suy giảm 82,936 triệu đồng giá trị hiện tại vốn chủ.

3.2.2. Kiểm tra sức chịu đựng rủi ro lãi suất trên sổ ngân hàng

Kiểm tra sức chịu đựng RRLSSNH được thực hiện định kì hàng quý theo kế hoạch đã được phê duyệt. Kiểm tra sức chịu đựng được thực hiện hàng quý, kết quả của Kiểm tra sức chịu đựng được kết hợp cùng với báo cáo về đo lường rủi ro để cung cấp thông tin toàn diện về RRLSSNH của Ngân hàng, từ đó có các giải pháp để kiểm soát và giảm thiểu.

NHTM Z thực hiện Kiểm tra sức chịu đựng cho chỉ tiêu thay đổi thu nhập lãi thuần (ΔNII) và thay đổi giá trị kinh tế của vốn chủ ΔEVE khi có các kịch bản thay đổi lãi suất của kiểm tra sức chịu đựng xảy ra.

Các kịch bản được đưa ra khi thực hiện kiểm tra sức chịu đựng là các kịch bản bất lợi đối với trạng thái RRLSSNH và bất lợi hơn, nên có biên động lớn hơn so với các kịch bản khi đo lường RRLSSNH được thực hiện hàng tháng. Kịch bản lãi suất cho kiểm tra sức chịu đựng được minh họa ở phụ lục 1- Xây dựng kịch bản lãi suất

Kiểm tra sức chịu đựng với thay đổi thu nhập lãi thuần (ΔNII)

Kịch bản lãi suất thay đổi tác động đến ΔNII : kịch bản toàn bộ đường cong lãi suất tăng giảm 200 điểm- Kịch bản này được xây dựng dựa trên khuyến nghị của Basel

Bảng 4: Kiểm tra sức chịu đựng với thay đổi thu nhập lãi thuần (ΔNII)

Thang kỳ hạn	GAP	Δr	ΔNII_i	Δr	ΔNII_i
0-1 tháng	840,521	2.00%	16,110	-2.00%	-16,110
1-3 tháng	2,224,837	2.00%	37,081	-2.00%	-37,081
3-6 tháng	-7,892,219	2.00%	-98,653	-2.00%	98,653
6-12 tháng	5,795,336	2.00%	28,977	-2.00%	-28,977
Tổng			-16,485		16,485

Kiểm tra sức chịu đựng với thay đổi giá trị kinh tế của vốn chủ ΔEVE

NHTM Z xây dựng các kịch bản và đánh giá các tác động của các kịch bản lên lợi nhuận và vốn của ngân hàng thông qua tác động đến vốn của ngân hàng thông qua chỉ tiêu ΔEVE . Kịch bản lãi suất thay đổi tác động đến ΔEVE : ngân hàng xây dựng 6 kịch bản (phụ lục 1). Cách thức tính toán tác động của các kịch bản lãi suất đến ΔEVE được thực hiện tương tự như mô tả trong phụ lục 4.

Bảng 5: Kiểm tra sức chịu đựng với thay đổi giá trị kinh tế của vốn chủ ΔEVE

	EVE	ΔEVE
Kịch bản cơ sở	-2,791,185	
Kịch bản 1	-3,007,517	-216,332
Kịch bản 2	-2,524,694	266,491
Kịch bản 3	-2,597,552	193,633
Kịch bản 4	-2,992,974	-201,789
Kịch bản 5	-3,146,408	-355,223
Kịch bản 6	-2,476,905	314,280

Mức tổn thất lớn nhất của RRLSSNH là giá trị thay đổi EVE dương lớn nhất, theo bảng trên thì đó là **266,491 triệu VND** trong kịch bản sốc ngắn hạn lên.

3.2.3. Vốn yêu cầu cho rủi ro lãi suất trên sổ ngân hàng

NHTM Z tính toán vốn yêu cầu cho RRLSSNH theo yêu cầu quản lý nội bộ và khi có yêu cầu của NHNN. Theo thông tư 13, RRLSSNH là 1 rủi ro trọng yếu cần được đánh giá và xác định lượng vốn kinh tế cần để bù đắp cho rủi ro này. Theo quy định nội bộ, Ngân hàng cần phải tính vốn yêu cầu cho RRLSSNH theo định kỳ nửa năm một lần. Theo quy định của thông tư 13/2018, NHTM Z vốn cho RRLSSNH theo phương pháp mà Ngân hàng tự xây dựng.

Tại NHTM Z, phương pháp tính vốn dựa trên xác định mức độ tổn thất lớn hơn của ΔNII và ΔEVE . Xác định vốn yêu cầu cho RRLSSNH là cơ sở kết hợp với vốn yêu cầu cho các rủi ro khác từ đó xây dựng kế hoạch vốn và phân bổ vốn của ngân hàng. Theo kết quả tính toán từ bảng 4.5 và bảng 4.6, tổn thất lớn hơn của của ΔNII và ΔEVE khi có các kịch bản lãi suất khi Kiểm tra sức chịu đựng là tổn thất của ΔEVE với 266,491 triệu VND. Do đó, NHTM Z xác định lượng vốn cần để bù đắp cho RRLSSNH là 266,491 triệu VND. Kết quả này sẽ được kết hợp cùng với tính toán vốn cho các rủi ro trọng yếu khác như yêu cầu của Thông tư 13/2018-NHNN để xác định mức độ đủ vốn của NHTM Z và từ đó có các biện pháp để kiểm soát và quản lý vốn tại Ngân hàng.

4. Một số khuyến nghị về quản trị rủi ro lãi suất trên sổ ngân hàng

Dựa trên các nguyên tắc của Basel và yêu cầu của thông tư 13/TT-NHNN, đồng thời dựa trên thực trạng vận hành quản trị RRLSSNH tại các NHTM Việt Nam và mô phỏng quản trị RRLSSNH tại 1 NHTM, nhóm nghiên cứu đề xuất một số khuyến nghị với NHNN và các NHTM nhằm thực hiện hiệu quả hoạt động quản trị RRLSSNH tại các NHTM Việt Nam.

4.1. Khuyến nghị với NHNN

Thứ nhất, về hành lang pháp lý triển khai quản trị RRLSSNH. Trong thời gian tới, để hỗ trợ các NHTM trong việc triển khai quản trị RRLSSNH cũng như các rủi ro trọng yếu khác theo yêu cầu Basel II, NHNN cần tiếp tục hoàn thiện hành lang pháp lý tạo điều kiện thuận lợi triển khai quản trị RRLSSNH bằng cách xây dựng, ban hành các văn bản hướng dẫn triển khai quản trị RRLSSNH và các rủi ro khác tại NHTM để đảm bảo đúng lộ trình triển khai Basel II.

Thứ hai, về xây dựng kịch bản lãi suất. Hiện tại theo thông tư 13/2018/TT-NHNN, NHNN đang đề các NHTM tự xây dựng các kịch bản để kiểm tra sức chịu đựng và vốn, trong đó có vốn cho RRLSSNH. Tuy vậy sẽ dẫn tới khả năng các kịch bản giữa các ngân hàng có mức độ nghiêm trọng khác nhau. Do vậy, nhóm nghiên cứu đề xuất với NHNN xem xét cụ thể hóa các kịch bản lãi suất tối thiểu mà các NHTM cần phải thực hiện, bên cạnh đó có thể yêu cầu các NHTM tự thiết lập các kịch bản riêng dựa trên danh mục và hoạt động của NHTM. Đồng thời, NHNN xem xét thống nhất cách thức xây dựng và thiết lập kịch bản để đo lường đánh giá RRLSSNH cũng như hỗ trợ xác định mức vốn cần để bù đắp cho RRLSSNH của các NHTM.

Thứ ba, về xây dựng đường cong lãi suất. Để phục vụ cho việc đo lường RRLSSNH, các NHTM sẽ cần có một đường cong lãi suất tính toán chính xác, các cơ quan điều hành cần có những giải pháp như: (i) Tăng cường các đợt phát hành tín phiếu, trái phiếu trái dài ở các kỳ hạn; (ii) thu hút thêm các nhà đầu tư tham gia giao dịch để tăng tính thanh khoản cho thị trường; (iii) cập nhật dữ liệu về đường cong lãi suất theo ngày... Trên cơ sở có đường cong lãi suất chuẩn được công bố, các NHTM có thể tham khảo các loại lãi suất này hoặc tự mình thiết lập đường cong lãi suất phù hợp với đặc điểm, kỳ hạn rủi ro của ngân hàng.

4.2. Khuyến nghị với các Ngân hàng thương mại

Thứ nhất, về thay đổi nhận thức quản trị rủi ro. Các NHTM cần phải thay đổi nhận thức của ban lãnh đạo cho đến cán bộ nhân viên về quản trị RRLSSNH. Các NHTM cần thực sự coi RRLSSNH là rủi ro trọng yếu trong hoạt động và từ đó tăng cường truyền thông, nâng cao nhận thức về quản trị rủi ro trong các ngân hàng. Để làm được điều đó, cần nâng cao nhận thức và chỉ đạo quyết liệt trong việc xây dựng và triển khai quy trình quản trị RRLSSNH bắt đầu từ HĐQT, BKS, Ban điều hành của các NHTM. Đồng thời các NHTM cần nâng cao nhận thức, sự quan tâm và tích cực tham gia của các đơn vị, CBNV của các NHTM về quản trị RRLSSNH. Các NHTM cũng cần có kế hoạch bồi dưỡng và phát triển nguồn nhân lực đáp ứng triển khai quản trị RRLSSNH và các rủi ro trọng yếu khác theo yêu cầu của Basel II thông qua các khóa đào tạo do NHNN tổ chức, NHTM tự tổ chức học hỏi các ngân hàng nước ngoài có kinh nghiệm.

Thứ hai, Về việc thay đổi chính sách quản trị rủi ro. Từ thực trạng triển khai quản trị RRLSSNH, có thể thấy rằng hiện nay, các NHTM Việt Nam mới đang bước đầu xây dựng một hệ thống quản trị rủi ro theo chuẩn mực quốc tế với mô hình 3 tuyến bảo vệ. Đồng thời, KPMG (2016) đã chỉ ra các ngân hàng với trình độ phát triển cao cần có Ủy ban quản lý rủi ro (“UBQLRR”) đồng thời thường xuyên có các đánh giá chính thức về hiệu quả hoạt động của UBQLRR, các báo cáo về văn hóa rủi ro đều được đệ trình

lên UBQLRR; mối quan hệ giữa văn hóa rủi ro và chính sách lương thưởng đãi ngộ được gắn kết hợp lý; việc hợp tác và chia sẻ thông tin giữa kiểm toán nội bộ và quản trị rủi ro diễn ra thường xuyên hơn.

Thứ ba, Về phương pháp, công cụ để nhận diện, đo lường và đánh giá RRLSSNH. Về nhận diện và đo lường RRLSSNH, so với quy định của Basel, các rủi ro về chênh lệch lãi suất về cơ bản đã được các NHTM Việt Nam thực hiện. Tuy nhiên, việc nhận diện và đo lường một số khoản mục vẫn còn vướng mắc cần được các NHTM thực hiện phù hợp hơn như các khoản tiền gửi không kỳ hạn, các khoản tài sản có quyền chọn liên quan đến hành vi của khách hàng. Ngay cả khi đã nhận diện đầy đủ các rủi ro, các NHTM cần thống nhất về các chỉ tiêu đo lường được sử dụng để đánh giá và kiểm soát RRLSSNH. Thông tư 13/2018/TT-NHNN cho phép các NHTM lựa chọn các chỉ tiêu đánh giá và đo lường RRLSSNH. Có nhiều chỉ tiêu có thể được sử dụng nhưng các NHTM Việt Nam cần kết hợp các chỉ tiêu đánh giá về ngắn hạn và dài hạn, cũng như kết hợp các chỉ tiêu về thu nhập và vốn để đánh giá được nhiều khía cạnh và toàn vẹn hơn về RRLSSNH.

Thứ tư, Về cơ sở dữ liệu, hệ thống công nghệ thông tin. Ngân hàng cần xây dựng cơ sở dữ liệu, chương trình phần mềm phục vụ cho công tác quản trị RRLSSNH nhằm thống nhất về mặt số liệu, phương pháp đo lường giữa các bộ phận kinh doanh, kiểm soát rủi ro và quản lý sau giao dịch; đồng thời cần đảm bảo độ tin cậy, có khả năng kiểm tra và rà soát được, dữ liệu và thông tin cần đầy đủ và chính xác. Nhờ đó, hoạt động đo lường RRLSSNH mới được diễn ra một cách chính xác, đầy đủ và thường xuyên. Độ dài về dữ liệu lịch sử cũng cần đủ lớn để xây dựng các kịch bản dựa trên số liệu lịch sử. Một nội dung quan trọng trong quản trị RRLSSNH là cần xây dựng kịch bản về lãi suất. Theo BCBS (2016) khi khuyến nghị về các hệ số liên quan đến độ dốc đường cong lãi suất đã sử dụng dữ liệu trong khoảng thời gian 15 năm từ 2000-2015. Khi đó các NHTM khi xây dựng các kịch bản dựa trên lịch sử cũng cần phải dự tính được độ dài và độ lớn các dữ liệu lịch sử cần được lưu trữ.

Thứ năm, về chất lượng nguồn nhân sự. Các NHTM cần nâng cao và cập nhật trình độ kiến thức về quản trị RRLSSNH cho các lãnh đạo và các nhân viên phòng ban nghiệp vụ có liên quan thông qua việc thường xuyên tổ chức các khóa đào tạo, bồi dưỡng nghiệp vụ ngắn hạn về RRLSSNH. NHTM cần xây dựng chiến lược đào tạo, phát triển nguồn nhân lực công nghệ thông tin một cách bài bản. Cần thường xuyên bồi dưỡng chuyên môn nghiệp vụ về công nghệ thông tin phù hợp với từng đối tượng nhân viên, từng vị trí việc làm cụ thể trong ngân hàng. Mở rộng và nâng cao hiệu quả hợp tác quốc tế về đào tạo nhân lực kết hợp với chuyên gia công nghệ thông tin.

Như vậy, việc quản lý RRLSSNH tại các NHTM Việt Nam cần phải được các nhà quản trị ngân hàng cần được thực hiện một cách chủ động và tự nguyện, không chỉ mang tính chất đối phó, tuân thủ mà xuất phát từ sự an toàn hoạt động kinh doanh nhằm tạo sự phát triển bền vững cho ngân hàng.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

[1] Arnaud Picut, 2016. Differences between Interest Rate Risk (IRR) in the Banking and Trading Book, Now 2016.

[2] Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), 2004. Principles for the management and supervision of interest rate risk. Consultative Document, May.

[3] Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), 2012. Fundamental review of the trading book. Consultative document. May.

[4] Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), 2013. Fundamental review of the trading book: A revised market risk framework. Consultative Document, October.

[5] Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), 2015. Interest rate risk in the banking book. Consultative Document, June.

[6] Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), 2016. Interest rate risk in the banking book: standards. Consultative Document, June.

[7] Deloitte, 2017, Interest rate risk in Banking book: taking a closer look at BCBS standards.

[8] European Banking Authority, 2015. Guidelines on the management of interest rate risk arising from non-trading activities, EBA/GL/2015/08, May 2015.

[9] Fessler, 2016. A Summary of BCBS Interest Rate Risk in the Banking Book Directive. Moody's Analytics.

[10] Jeff Miller, 2016. BCBS Standard for Interest Rate Risk in the Banking Book – Objectives, Approaches and Disclosure.

[11] Đỗ Thị Kim Hào, 2005. *Giải pháp quản lý rủi ro lãi suất tại Ngân hàng Nông nghiệp và phát triển nông thôn Việt Nam*. Luận án Tiến sĩ.

[12] Nguyễn Hồng Hải và các cộng sự, 2015. *Nghiên cứu mô hình kiểm tra sức chịu đựng rủi ro thị trường tại ngân hàng thương mại Việt Nam*. Đề tài ngành.

[13] Nguyễn Thanh Nhân, Phan Thị Hoàng Yến, Bùi Thanh Hương, 2011. *Ảnh hưởng của biến động lãi suất đến hoạt động của hệ thống ngân hàng sáu tháng đầu năm 2011*.

[14] Nguyễn Thị Thu Trang, 2016. Kiểm tra sức chịu đựng rủi ro lãi suất tại một số ngân hàng thương mại Việt Nam theo phương pháp phân tích độ nhạy, *Tạp chí Ngân hàng*, số 23, tháng 12/2016.

PHỤ LỤC

Phụ lục 1. Kịch bản lãi suất để Kiểm tra sức chịu đựng RRLSSNH hàng quý

Sử dụng kịch bản sốc lãi suất mạnh, mức độ sốc lãi suất dựa trên phân tích dữ liệu lịch sử bao gồm thời kỳ căng thẳng lãi suất. Đây là kịch bản thận trọng dựa trên các mức biến động lãi suất cao trong quá khứ.

Thu thập dữ liệu lịch sử của lãi suất phi rủi ro ở tất cả các kỳ hạn với 250 quan sát trong lịch sử với các khung kỳ hạn lãi suất khác nhau. Xác định chuỗi tỷ lệ thay đổi lãi suất trong vòng 6 tháng đối với tất cả lãi suất phi rủi ro của tất cả các kỳ hạn thu thập được. Xác định chuỗi trung bình tỷ lệ thay đổi ứng với các kịch bản: song song (tất cả các kì hạn), ngắn hạn (đến 1 năm), dài hạn (từ 1 năm đến 5 năm). Xác định tham số sốc của từng kịch bản theo phương pháp VaR khi thực hiện xác định phân vị 1% và 99% của chuỗi trung bình tỷ lệ ứng với các kịch bản. Tham số sốc của các kịch bản, sau đó, được xác định là giá trị lớn hơn giữa hai giá trị: mức phân vị 99% và giá trị tuyệt đối của mức phân vị 1%.

Xây dựng lại đường cong lãi suất theo các kịch bản. Dựa vào đường cong lãi suất theo các khung kỳ hạn, tính toán lãi suất các kịch bản theo các khung kỳ hạn tương ứng theo hướng dẫn của Basel (2016) nhằm xác định đường cong lãi suất mới theo các kịch bản. BCBS (2016) đề xuất áp dụng 6 kịch bản cho sốc lãi suất để đánh giá tác động vốn của các cú sốc lãi suất được áp dụng theo các kịch bản:

Kịch bản 1: Song song lên.

Kịch bản 2: Song song xuống.

Kịch bản 3: lãi suất ngắn hạn tăng.

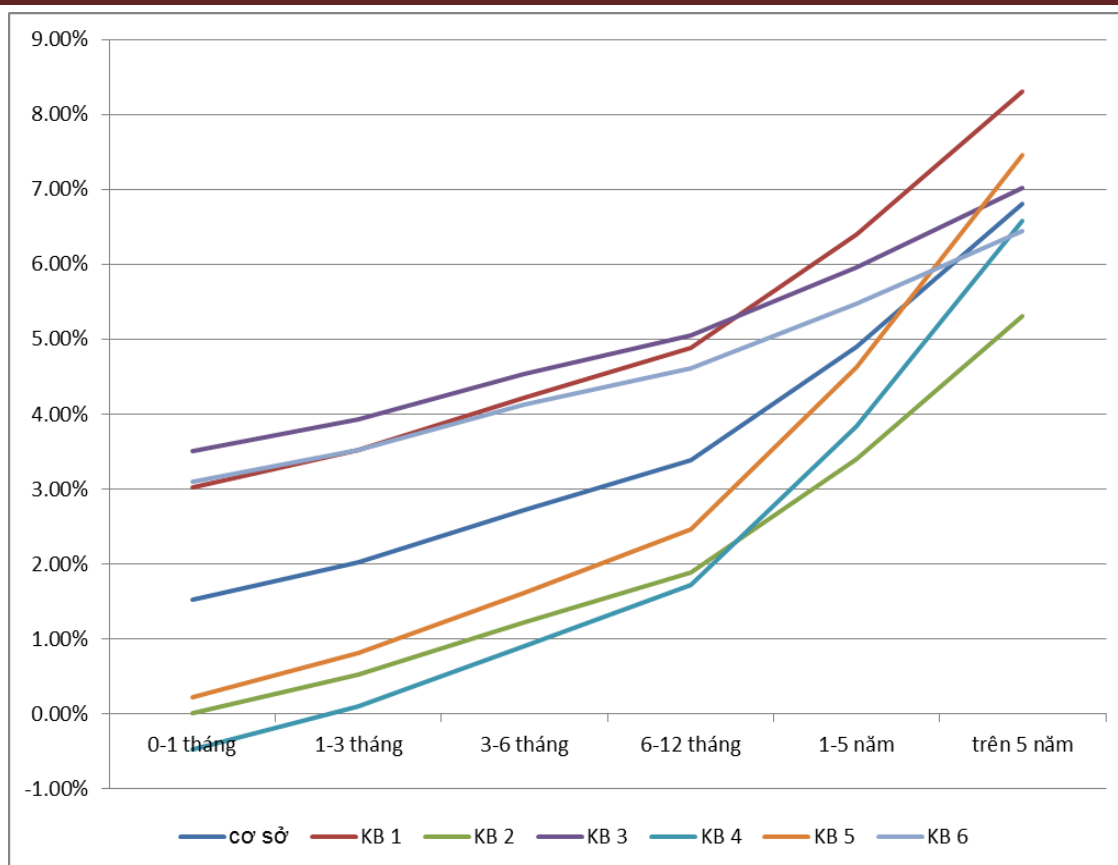
Kịch bản 4: lãi suất ngắn hạn giảm.

Kịch bản 5: đường cong lãi suất dốc hơn (lãi suất ngắn hạn giảm, lãi suất dài hạn tăng).

Kịch bản 6: đường cong lãi suất thoải hơn (lãi suất ngắn hạn tăng, lãi suất dài hạn giảm).

Bảng Kịch bản lãi suất để kiểm tra sức chịu đựng rủi ro

điểm % thay đổi	Kịch bản 1	Kịch bản 2	Kịch bản 3	Kịch bản 4	Kịch bản 5	Kịch bản 6
0-1 tháng	3.02%	0.02%	3.50%	-0.47%	0.23%	3.10%
1-3 tháng	3.52%	0.52%	3.93%	0.10%	0.81%	3.53%
3-6 tháng	4.22%	1.22%	4.54%	0.90%	1.62%	4.12%
6-12 tháng	4.88%	1.88%	5.04%	1.73%	2.46%	4.61%
1-5 năm	6.40%	3.40%	5.96%	3.84%	4.63%	5.47%
trên 5 năm	8.30%	5.30%	7.02%	6.58%	7.46%	6.44%



Hình Các kịch bản lãi suất được sử dụng để kiểm tra sức chịu đựng

Phụ lục 2. Kịch bản lãi suất để đo lường đánh giá RRLS cuối tháng

Mục đích của đo lường RRLSSNH được thực hiện hàng tháng là để nhận diện rủi ro trong thời gian sắp tới. Do vậy, để phục vụ cho mục đích đó không nhất thiết phải sử dụng mức sốc dựa trên những biến động lớn nhất trong lịch sử và thường không diễn tả đúng xu hướng hiện tại. Do vậy, để việc đo lường RRLSSNH được đi vào thực tế hơn, mức sốc lãi suất đối với việc đo lường hàng ngày nên tính đến các yếu tố thị trường và cách tiếp cận hướng về tương lai thay vì chỉ dựa trên diễn biến trong lịch sử, tuy nhiên vẫn cần dựa trên số liệu lịch sử để đưa ra các kịch bản về lãi suất.

Z sử dụng kịch bản sử dụng các kịch bản sốc lãi suất nhẹ hơn như sau để đo lường đánh giá RRLSSNH lên thay đổi thu nhập vào cuối tháng:

Bảng Kịch bản lãi suất được sử dụng để đánh giá RRLS cuối tháng

điểm % thay đổi	Kịch bản 1	Kịch bản 2	Kịch bản 3	Kịch bản 4	Kịch bản 5	Kịch bản 6
0-1 tháng	2.02%	1.02%	2.11%	0.92%	1.09%	2.01%
1-3 tháng	2.52%	1.52%	2.60%	1.44%	1.62%	2.49%
3-6 tháng	3.22%	2.22%	3.27%	2.16%	2.35%	3.17%
6-12 tháng	3.88%	2.88%	3.83%	2.94%	3.05%	3.79%
1-5 năm	5.40%	4.40%	5.26%	4.53%	4.95%	5.13%
trên 5 năm	7.30%	6.30%	6.93%	6.67%	7.10%	6.78%

NHÌN LẠI BA THẬP KỶ ĐỔI MỚI CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM VÀ NHỮNG VẤN ĐỀ ĐẶT RA

REVIEW ON THREE DECADES OF INNOVATION IN MONETARY POLICY OF THE STATE BANK OF VIETNAM AND ITS PROBLEMS

Trần Phương Thúy

Học viện Tài chính

thuyp162@gmail.com

TÓM TẮT

Thực hiện công cuộc đổi mới do Đảng Cộng sản Việt Nam khởi xướng từ năm 1986, nền kinh tế Việt Nam từng bước chuyển đổi từ cơ chế kế hoạch hóa tập trung quan liêu bao cấp sang cơ chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa và hội nhập với nền kinh tế thế giới. Cùng với tiến trình đổi mới của đất nước và công cuộc cải cách hệ thống ngân hàng, trong ba thập kỷ qua những đổi mới về chính sách tiền tệ (CSTT), chính sách tín dụng, điều hành lãi suất và tỷ giá của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã phát huy tác dụng như là một động lực thúc đẩy cải cách hệ thống ngân hàng và toàn bộ nền kinh tế nói chung. CSTT đã thực sự là công cụ điều chỉnh kinh tế vĩ mô và bảo vệ hệ thống tài chính - ngân hàng Việt Nam trước những ảnh hưởng bất lợi từ bên ngoài, từng bước hội nhập kinh tế - tài chính thế giới.

Từ khóa: *Ngân hàng nhà nước, chính sách tiền tệ, đổi mới.*

ABSTRACT

Thanks to the renovation process initiated by the Communist Party of Vietnam in 1986, the Vietnamese economy has gradually transformed from centralized planning mechanism through subsidy regime to socialist-oriented market mechanism and integrated with the global economy. Along with the country's development and the reform of the banking system, over the past three decades, innovation in monetary policy, credit policy, interest rate management and exchange rates of State Bank of Vietnam has acted as a driving force for reform of the banking system and the economy on the whole. Monetary policy has been a tool to adjust marco-economics and protect Vietnam's financial-banking system from adverse external influences and step by step integrating into the global economy and finance.

Keywords: *The state bank, monetary policy, innovation.*

Mở đầu

Qua 30 năm đổi mới, dưới sự lãnh đạo của Đảng và quản lý điều hành của Nhà nước, CSTT đã trở thành một công cụ điều chỉnh kinh tế vĩ mô với mục tiêu bao trùm là: kiểm soát lạm phát và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Các công cụ CSTT được điều hành linh hoạt theo diễn biến thị trường. Cơ chế điều hành lãi suất và tỷ giá về cơ bản đã được tự do hóa theo nguyên tắc thị trường, NHNN chỉ can thiệp vào lãi suất và tỷ giá thông qua thị trường tiền tệ và các công cụ của CSTT, tiến trình đó có sự thay đổi trong từng giai đoạn cụ thể. Bài viết đi sâu nghiên cứu về quá trình đổi hoạt động quản lý điều hành CSTT của NHNN Việt Nam ba thập kỷ qua, đánh giá những kết quả đạt được và chỉ ra những vấn đề cần khắc phục từ đó rút ra một số kinh nghiệm quản lý, điều hành CSTT của NHNN trong giai đoạn tới. Một số vấn đề mang tính kỹ thuật điều hành chính sách hay các quy trình hoạt động nghiệp vụ cụ thể... sẽ không được đề cập trong bài viết hoặc nếu có thì chỉ có tính chất minh họa.

1. Giai đoạn 1986-1990

Đại hội lần thứ VI của Đảng Cộng sản Việt Nam tháng 12/1986 với phương châm “nhìn thẳng vào sự thật”, “đánh giá đúng sự thật...” lần đầu tiên thừa nhận nền kinh tế hàng hóa nhiều thành phần là một đặc trưng của thời kỳ quá độ. Hội nghị Ban chấp hành Trung ương 6 khóa VI đã khẳng định: “Thị trường tác động đến quá trình sản xuất và tái sản xuất, chủ yếu thông qua giá cả. Giá cả trong nước phải gắn liền với giá cả trên thị trường quốc tế. Tỷ giá giữa đồng Việt Nam và ngoại tệ phải phù hợp với giá thị trường

trong nước và thị trường quốc tế”¹. Cũng trong Nghị quyết này, lần đầu tiên Đảng ta nhắc đến cụm từ “lạm phát” và chỉ rõ giải pháp chống lạm phát: “Chống lạm phát phải trên cơ sở đổi mới cơ chế quản lý, chuyển mạnh các hoạt động kinh tế sang hạch toán kinh doanh, giải phóng triệt để các năng lực sản xuất.

Trong những giải pháp toàn diện, đồng bộ chống lạm phát phải tập trung vào khâu then chốt là giảm dần, tiến tới chấm dứt phát hành tiền để chi tiêu Ngân sách và cấp vốn tín dụng qua Ngân hàng. Cần sử dụng tốt các công cụ quản lý vĩ mô để điều hòa cung - cầu, phân đầu không để giá cả đột biến, đặc biệt là giá gạo, vàng và ngoại tệ”². Tuy nhiên, trong 4 năm 1986-1989 hệ thống Ngân hàng nói riêng, nền kinh tế Việt Nam nói chung vẫn trong tình trạng khủng hoảng trầm trọng, giá cả leo thang, lạm phát hàng năm vẫn ở 3 con số: năm 1986: 774,7%; năm 1987: 323,1%; năm dân gặp vô vàn khó khăn. Tốc độ mất giá của tiền tệ lớn hơn tốc độ mất giá của hàng hóa, công nhân, nông dân càng sản xuất càng lỗ, người gửi tiết kiệm cũng ở vào tình cảnh “bán trâu tậu gà”, NHNN phải phát hành bù đắp ngân sách rất lớn. Hậu quả là dư nợ cho vay tăng rất nhanh, công nghệ thanh toán vẫn là tiền mặt, bộ máy cấu trúc Ngân hàng quá cồng kềnh, kém hiệu lực,... hoạt động Ngân hàng vừa vận động theo cơ chế bao cấp cũ chưa được đổi mới triệt để, vừa vận động theo cơ chế thị trường mới hình thành chưa có tiền lệ và đặc biệt chưa đủ môi trường pháp lý để điều chỉnh các quan hệ kinh tế theo cơ chế mới.

2. Giai đoạn 1990 - 2006

Từ tháng 10/1990, hai Pháp lệnh Ngân hàng chính thức có hiệu lực. Đây là hai văn bản pháp lý cao nhất trực tiếp điều chỉnh các hoạt động Ngân hàng trong giai đoạn 1990-1998. Theo đó, tháng 12/1997, hai Luật về Ngân hàng Việt Nam ra đời là một cấp độ mới của bậc thang hoàn thiện môi trường pháp lý mở đường cho sự phát triển của ngành Ngân hàng trong tiến trình đổi mới. Đổi mới quan trọng trong hoạt động điều hành CSTT của NHNN giai đoạn này là sử dụng các công cụ của CSTT theo hướng ngày càng đồng bộ hóa, gián tiếp hóa và thị trường hóa. CSTT thực sự trở thành công cụ quan trọng để điều tiết kinh tế vĩ mô.

Bảng 1: Diễn biến các chỉ số tiền tệ 1996 - 2005

Đơn vị: Ngàn tỷ đồng

Chỉ tiêu	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1. Lượng tiền cơ bản (MB)	32.2	35.8	38.7	58.2	72.8	84.9	95.5	121.6	141.1	174.5
- Tiền trong lưu thông (C)	23.8	26.3	28.3	44.9	54.3	69.1	77.3	94.8	114.1	137.4
- Tiền gửi ngân hàng	7.8	9.3	10.4	13.3	18.4	15.8	18.2	26.7	27.0	37.1
- Tiền gửi khác	0.6	0.2	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Tăng trưởng MB (%/năm)	20.15	11.18	8.10	50.39	25.09	16.62	12.49	27.3	16.04	23.67
3. Tổng phương tiện thanh toán (M2)	64.7	81.6	102.4	160.4	222.9	279.8	329.1	411.2	536.2	690.2
4. Tăng trưởng M2 (%/năm)	22.31	26.12	25.49	56.64	38.97	25.53	17.62	24.95	30.4	28.72
5. Hệ số nhân tiền (M2/MB)	2	2.28	2.61	2.76	3.06	3.3	3.45	3.4	3.6	3.96
6. Lạm phát	4.5	3.6	9.2	0.1	-0.6	0.8	4	3	9.5	8.4
7. Tăng trưởng kinh tế	9.3	8.8	5.76	4.77	6.79	6.9	7.08	7.34	7.8	8.43

Nguồn: Vietnam - Selected Issues and Statistical Appendix (IMF 2001, 2003, 2004) và Niên giám thống kê 2003. International Financial Statistics 2006 - IMF. Kế hoạch Phát triển KT-XH 2006-2010

¹ Hội nghị Ban Chấp hành Trung ương 6 khóa VI (từ ngày 20 - 29/ 3/1989), *Đánh giá và kiểm điểm việc thực hiện Nghị quyết Đại hội VI của Đảng Cộng sản Việt Nam.*

² Hội nghị Ban Chấp hành Trung ương 6 khóa VI (từ ngày 20 - 29/3/1989), *Tlđđ.*

Ở giai đoạn này, chính sách tiền tệ được điều hành qua các thời kỳ như sau:

Thời kỳ từ 1997 - 1998: NHNN theo đuổi CSTT hạn chế nói lỏng hơn để ổn định tiền tệ, tăng dự trữ ngoại tệ, ổn định lãi suất, kiểm soát tỷ giá và cải thiện vị thế cán cân thanh toán, khuyến khích xuất khẩu nhằm hạn chế tác động bất lợi của cuộc khủng hoảng tài chính, tiền tệ châu Á. MB tăng trưởng 11,18% năm 1997 và 8,1% năm 1998. Theo đó, M2 tăng trưởng chậm hơn so với mức trên 30% của những năm trước đó (Bảng 1).

Thời kỳ 1999 - 2005: Năm 1999 nền kinh tế bắt đầu rơi vào tình trạng suy thoái (lạm phát 0,1%, tăng trưởng GDP 4,77%). Mục tiêu CSTT đặt ra trong năm 1999 được dựa vào thực trạng kinh tế năm 1998, nên những tháng đầu năm NHNN định hướng thực hiện CSTT thắt chặt để kiểm soát lạm phát.

Tuy nhiên, từ tháng 6/1999, sau 3 tháng giảm phát liên tục ở mức - 0,7% (từ tháng 3 - 5), NHNN chuyển sang điều hành CSTT nói lỏng thận trọng nhằm hỗ trợ cho mục tiêu tăng trưởng kinh tế và giảm phát. Theo đó, MB và M2 tăng lần lượt 50,39% và 58,65%, tuy nhiên nền kinh tế cũng chỉ đạt được tốc độ tăng trưởng 4,77% và lạm phát 0,1%. Để đưa nền kinh tế thoát khỏi tình trạng suy thoái, trì trệ, các giải pháp nói lỏng CSTT tiếp tục được thực hiện nhằm kích cầu đầu tư, tiêu dùng của nền kinh tế. Năm 2000, MB và M2 tăng lần lượt là 25,1% và 38,97%, nhờ đó nền kinh tế có bước khởi sắc, đạt tốc độ tăng trưởng GDP 6,79%, nhưng nền kinh tế tiếp tục rơi vào trạng thái thiếu phát (chỉ số CPI giảm 0,6% - hiện tượng chưa từng có trong nhiều năm). Trong giai đoạn này, NHNN đề ra quan điểm điều hành CSTT nói lỏng, thận trọng để đảm bảo mục tiêu ổn định giá trị đồng tiền, kiểm soát lạm phát, đồng thời góp phần tăng trưởng kinh tế thông qua kích cầu nền kinh tế. Trong các năm này tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng đạt mức khá cao, bình quân trên 25%.

6 tháng đầu năm 2004, chỉ số CPI đột ngột tăng nhanh (chủ yếu là do các yếu tố "sốc" cung, tăng tổng cầu và giá cả hàng hóa trên thế giới tăng, tuy nhiên không ngoại trừ yếu tố tiền tệ) và đạt mức 7,3% (mục tiêu Quốc hội đề ra là 5% cho cả năm 2004), NHNN đã kịp thời điều chỉnh CSTT thông qua tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc (DTBB) lên gấp đôi để kiềm chế áp lực tăng chỉ số CPI, vì vậy năm 2004 MB và M2 tăng trưởng lần lượt 15,27% và 22%, thấp hơn so với năm 2003. Tuy nhiên, tính cả năm chỉ số CPI vẫn tăng 9,5%, gần gấp đôi so với mục tiêu đề ra đầu năm, CSTT vẫn phải bảo đảm đáp ứng nhu cầu vốn khả dụng của hệ thống ngân hàng để bảo đảm góp phần thực hiện mục tiêu tăng trưởng kinh tế 7,5-8%. Thực tế, tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng trong bối cảnh lạm phát cao năm 2004 vẫn tăng cao (27%), gần tương đương với mức năm 2003. Một mặt, NHNN tăng tỷ lệ DTBB để giảm khả năng tạo tiền của hệ thống ngân hàng, mặt khác, NHNN liên tục thực hiện các phiên đấu thầu mua giấy tờ có giá (61 ngàn tỷ đồng) để hỗ trợ vốn thanh khoản cho các ngân hàng, bảo đảm tăng trưởng tín dụng phục vụ tăng trưởng kinh tế.

Năm 2005, trước diễn biến lãi suất trên thị trường quốc tế lên cao do Fed và nhiều NHTW trên thế giới có xu hướng tăng lãi suất chính thức để kiềm chế áp lực tăng lạm phát do giá dầu leo thang và tăng trưởng kinh tế nhanh, trong khi nguồn vốn vào Việt Nam tăng khá, NHNN đã cung ứng khối lượng tiền lớn để mua ngoại tệ cho dự trữ ngoại tệ của Nhà nước (tăng trên 50% so năm 2004), đồng thời ổn định tỷ giá (chỉ tăng 0,86% so năm 2004), cung, cầu ngoại tệ trên thị trường ngoại hối. NHNN đã 2 lần điều chỉnh tăng lãi suất cơ bản từ 7,5%/năm lên 8,25%/năm, 3 lần điều chỉnh tăng lãi suất tái cấp vốn từ 3%/năm lên 4,5%/năm và 2 lần điều chỉnh trần lãi suất tiền gửi của pháp nhân tại các tổ chức tín dụng (TCTD) để bảo đảm tương quan giữa lãi suất VND và ngoại tệ, mặt khác phù hợp xu hướng lãi suất trên thị trường trong nước và quốc tế.

Quá trình tự do hóa lãi suất VND được diễn ra theo trình tự 4 bước như sau:

Bước thứ nhất (bắt đầu từ tháng 6/1992-12/1995): Thực hiện bước chuyển đổi căn bản từ cơ chế lãi suất thực âm sang lãi suất thực dương. Cho đến cuối năm 1995, NHNN vẫn thực hiện kiểm soát sàn lãi suất tiền gửi và trần lãi suất cho vay đối với nền kinh tế, cho phép các TCTD cho vay theo lãi suất thỏa thuận với nguồn vốn huy động bằng phát hành kỳ phiếu. Do đó, thời gian này tỷ trọng nguồn vốn huy

động thông qua phát hành kỳ phiếu chiếm tới 23% tổng nguồn vốn huy động. Tuy nhiên, do thiếu công cụ kiểm soát lãi suất thỏa thuận theo cơ chế thị trường và cơ chế bao cấp tài chính còn tồn tại phổ biến trong các doanh nghiệp nhà nước, đồng thời thị trường tiền tệ, tín dụng còn kém phát triển, vì vậy việc cho vay theo lãi suất thỏa thuận đã đẩy mặt bằng lãi suất ở nông thôn lên cao và chênh lệch quá lớn so với trần lãi suất qui định; do đó, NHNN đã chấm dứt cơ chế cho vay theo lãi suất thỏa thuận bằng nguồn vốn huy động kỳ phiếu từ ngày 1/1/1996.

Bước thứ hai (từ ngày 1/1/1996-8/2000): NHNN qui định trần lãi suất cho vay ngắn hạn thấp hơn trần lãi suất cho vay trung, dài hạn; trần lãi suất cho vay trên địa bàn nông thôn cao hơn thành thị nhằm khuyến khích nguồn vốn ở thành thị chảy về nông thôn, đồng thời phản ánh phù hợp chi phí huy động và cho vay ở khu vực nông thôn và thành thị. Cơ chế lãi suất thỏa thuận đã được loại bỏ, tạo điều kiện cho NHNN kiểm soát lãi suất cho vay của toàn bộ nền kinh tế. NHNN thực hiện bước đầu tự do hóa lãi suất huy động. Theo đó, NHNN không qui định từng mức cụ thể lãi suất huy động, mà chỉ còn khống chế chênh lệch bình quân giữa lãi suất huy động và lãi suất cho vay là 0,35%/tháng, mức lãi suất huy động cụ thể do các NHTM tự qui định tùy theo điều kiện kinh doanh của mình. Đến năm 1998, do tác động của cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á và thị trường tiền tệ có những bước phát triển mới, NHNN đã tự do hóa lãi suất huy động, đồng thời điều chỉnh linh hoạt trần lãi suất cho vay. Từ tháng 6/1999 - 8/2000, NHNN chỉ qui định một trần lãi suất áp dụng thống nhất cho cả cho vay ngắn hạn và cho vay trung, dài hạn và tiếp tục duy trì sự phân biệt về trần lãi suất cho vay giữa thành thị và nông thôn để đảm bảo chi phí hoạt động của các NHTM trên địa bàn nông thôn và thành thị.

Bước thứ ba (từ tháng 8/2000 - 5/2002): Thực hiện cơ chế điều hành lãi suất theo Luật NHNN (cơ chế điều hành lãi suất cơ bản) thay cho cơ chế lãi suất trần. Theo cơ chế này, NHNN công bố lãi suất cơ bản hàng tháng (lãi suất cơ bản xác định căn cứ vào lãi suất cho vay tốt nhất của 14 NHTM trong nước). Trên cơ sở lãi suất cơ bản các TCTD được phép cộng thêm biên độ, đối với cho vay ngắn hạn cộng 0,3%/tháng, cho vay trung và dài hạn cộng 0,5%/tháng.

Bước thứ tư (từ ngày 1/6/2002 - 2006): Lãi suất VND được tự do hóa hoàn toàn. NHNN thay thế cơ chế điều hành lãi suất dựa trên cơ sở lãi suất cơ bản và biên độ bằng việc áp dụng cơ chế lãi suất thỏa thuận trong hoạt động tín dụng thương mại bằng VND của các TCTD đối với khách hàng. Theo đó, các TCTD xác định lãi suất cho vay bằng VND trên cơ sở cung cầu vốn thị trường, chi phí hoạt động và mức độ rủi ro của khách hàng. Tuy nhiên, NHNN tiếp tục công bố lãi suất cơ bản để các TCTD tham khảo và định hướng lãi suất thị trường.

Bảng 2: Diễn biến các loại lãi suất chính thức giai đoạn 1999-2005

Đơn vị: %/năm

Đợt điều chỉnh lãi suất	Lãi suất cơ bản	Lãi suất tái cấp vốn	Lãi suất chiết khấu
Năm 1999		6,00	5,4
Tháng 01/2000		6,00	5,4
Tháng 03/2000		5,74	5,4
Tháng 04/2000		5,40	5,4
Tháng 07/2000		4,80	4,2
Tháng 11/2000		6,00	5,4
Tháng 03/2001	8,70	5,40	4,8
Tháng 04/2001	8,40	5,40	4,8

Tháng 05/2001	7,80	5,40	4,8
Tháng 06/2001	7,80	4,80	4,2
Tháng 10/2001	7,20	4,80	4,2
Tháng 08/2002	7,44	4,80	4,2
Tháng 02/2003	7,44	6,60	4,2
Tháng 04/2003	7,50	6,60	4,2
Tháng 07/2003	7,50	5,00	3,0
Tháng 01/2005	7,50	5,50	3,5
Tháng 02/2005	7,8	5,5	3,5
Tháng 04/2005	7,8	6,0	4,0
Tháng 11/2005	8,25	6,5	4,5

Nguồn: Các Quyết định thay đổi lãi suất của Thống đốc NHNN

Cơ chế điều hành tỷ giá được áp dụng từ năm 1990. Trong giai đoạn đầu, tỷ giá chính thức được xác định khá phức tạp và còn mang tính chủ quan. Kể từ khi có sự xuất hiện của Trung tâm Giao dịch ngoại tệ (năm 1991), sau đó là thị trường ngoại tệ liên ngân hàng (năm 1994) thì việc xác định và điều hành tỷ giá được dựa trên cơ sở thị trường, tính khách quan trong việc ấn định tỷ giá được nâng lên, phản ánh chính xác hơn giá trị đối ngoại đồng Việt Nam cũng như diễn biến thị trường ngoại tệ, trên cơ sở đó giúp cho việc kiểm soát các chỉ tiêu tiền tệ của NHNN hiệu quả hơn. Cơ chế điều hành tỷ giá hiện hành cũng đã giúp cho tỷ giá hình thành linh hoạt và phản ánh sát hơn diễn biến cung, cầu ngoại tệ trên thị trường, thu hẹp đáng kể khoảng cách tỷ giá của thị trường chính thức với thị trường tự do, khiến tỷ giá trên thị trường tự do vận động theo tỷ giá của thị trường chính thức. Đây là một bước tiến quan trọng trong việc kiểm soát hoạt động của thị trường tự do.

Về quản lý ngoại hối

Trước khi ban hành Nghị định số 161/HĐBT ngày 18/10/1988 của Chính phủ về quản lý ngoại hối, cơ chế quản lý ngoại hối ở nước ta không dựa trên quan hệ cung cầu ngoại tệ trên thị trường. Nhà nước thực hiện độc quyền về ngoại thương, ngoại hối. Từ khi ban hành Nghị định số 161/HĐBT ngày 18/10/1988, Luật Đầu tư nước ngoài năm 1987 (sửa đổi trong các năm 1990, 1992 và 1996) đến năm 1998 các qui định về ngoại hối bước đầu được thay đổi theo hướng thông thoáng hơn phù hợp với chủ trương phát triển quan hệ kinh tế đối ngoại nhằm mục đích khuyến khích xuất khẩu, thu hút đầu tư nước ngoài, tăng dự trữ ngoại hối cho đất nước. Mặc dù Nhà nước vẫn quản lý ngoại tệ theo kế hoạch nhưng đã bắt đầu thực hiện nới lỏng một số các hạn chế đối với các giao dịch vãng lai và giao dịch vốn.

Nhà nước cho phép thực hiện một số dịch vụ trong nước thu ngoại tệ và các ngân hàng được huy động tiết kiệm ngoại tệ. Đối các giao dịch trong nước, thay vì cấm sử dụng và lưu thông ngoại tệ, Chính phủ đã bắt đầu cho phép các cá nhân tổ chức được sử dụng ngoại tệ trong một số giao dịch như mua hàng tại cửa hàng miễn thuế. Đối với cá nhân, ngoại tệ từ nước ngoài chuyển về được khuyến khích không bị hạn chế về số lượng và được gửi vào tài khoản ngoại tệ tại ngân hàng và có thể rút ra bằng ngoại tệ. Nhà nước vẫn quản lý ngoại tệ theo kế hoạch nhưng bắt đầu cho phép tổ chức được sử dụng tài khoản ngoại tệ, được giữ lại số ngoại tệ từ nguồn thu được từ xuất khẩu sau khi bán nghĩa vụ với Nhà nước theo qui định. Số ngoại tệ còn lại chủ tài khoản được dùng để thanh toán nhập khẩu hàng hóa, dịch vụ với nước ngoài hoặc bán cho ngân hàng hay sử dụng vào các mục đích khác theo qui định. Các doanh nghiệp được phép mua ngoại tệ để thanh toán nhập khẩu hàng hóa, dịch vụ theo tỷ giá giao dịch của Ngân hàng, được mua ngoại tệ để trả lãi khoản vay nước ngoài hoặc chuyển lợi nhuận về nước của nhà đầu tư nước ngoài.

Công dân Việt Nam khi có nhu cầu về ngoại tệ để đi công tác, học tập, lao động, du lịch, chữa bệnh,... ở nước ngoài được cấp có thẩm quyền xác nhận sẽ được NHNN xem xét cho mua một số lượng ngoại tệ cần thiết tại ngân hàng thương mại,

Như vậy, trong giai đoạn từ năm 1988 đến năm 1998, Chính phủ và NHNN đã bắt đầu từng bước tự do hóa các giao dịch vãng lai. Tuy nhiên, do dự trữ ngoại tệ còn nhỏ do đó việc đáp ứng ngoại tệ cho các giao dịch vãng lai rất hạn chế. Chỉ những nhu cầu thật cần thiết mới được đáp ứng ngoại tệ. Tình trạng căng thẳng cung cầu ngoại tệ diễn ra tương đối thường xuyên.

Từ năm 1998 - 2006: Giai đoạn này, Việt Nam đẩy mạnh hội nhập kinh tế quốc tế, ký hiệp định Thương mại Việt Mỹ và quyết tâm cải cách gia nhập WTO. Vì vậy, chính sách thương mại, đầu tư và quản lý ngoại hối được đổi mới theo hướng mở cửa, tự do hóa các giao dịch vãng lai, nới lỏng kiểm soát các giao dịch vốn và tự do hóa sử dụng ngoại tệ trong nước nhằm đẩy mạnh xuất khẩu, thu hút các luồng vốn vào Ngày 17/8/1998, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 63/1998/NĐ-CP về quản lý ngoại hối. Ngoài ra, một loạt các Nghị định, Quyết định khác ở các cấp Chính phủ, cấp Bộ có liên quan như Nghị định số 90 về quản lý vay trả nợ nước ngoài, Nghị định số 174 về quản lý hoạt động kinh doanh vàng, Nghị định số 86 về quản lý dự trữ ngoại hối Nhà nước, Nghị định số 22 về đầu tư trực tiếp ra nước ngoài, các Quyết định của Thủ tướng Chính phủ qui định tỷ lệ kết hối ngoại tệ, kiều hối, Bàn thu đổi ngoại tệ, các Thông tư hướng dẫn, quyết định của Thống đốc NHNN liên quan đến tỷ giá, trạng thái ngoại hối, thị trường ngoại tệ. Đến cuối năm 2005 với sự ban hành Pháp lệnh Ngoại hối, Việt Nam được IMF công nhận là quốc gia tự do hóa tài khoản vãng lai theo điều VIII của IMF. Năm 2006, theo văn bản số 497 ngày 25/1/2005 của NHNN hướng dẫn thực hiện Nghị định số 131 sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 63/1998/NĐ-CP về quản lý ngoại hối, NHNN đã bãi bỏ việc các giấy phép mang ngoại tệ ra nước ngoài của cá nhân. Như vậy, Nghị định số 63 và các Nghị định có liên quan khác là một tiến bộ về chính sách quản lý ngoại hối theo hướng phù hợp hơn với yêu cầu mở cửa nền kinh tế và các thông lệ quốc tế.

3. Giai đoạn 2006 - 2019

Sau khi trở thành thành viên chính thức của WTO (đầu năm 2007), đặc biệt là sau cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu năm 2008, Chính phủ đã chỉ đạo sát sao các Bộ ngành quản lý trong công tác điều hành kinh tế vĩ mô kiên định với các mục tiêu lớn là tập trung ổn định kinh tế vĩ mô, tái cơ cấu nền kinh tế, đổi mới mô hình tăng trưởng, tháo gỡ khó khăn cho sản xuất kinh doanh, góp phần ngăn chặn đà suy giảm kinh tế, ổn định kinh tế vĩ mô. Đó là:

Hỗ trợ tài chính cho doanh nghiệp, góp phần ngăn chặn suy giảm kinh tế

Ngày 11/12/2008, Chính phủ ban hành Nghị quyết số 30/2008/NQ-CP triển khai thực hiện các giải pháp cấp bách nhằm ngăn chặn suy giảm kinh tế, duy trì tăng trưởng, đảm bảo an sinh xã hội, đẩy mạnh thực hiện các gói kích thích kinh tế với tổng trị giá các gói khoảng 145 nghìn tỷ đồng (tương đương 9% GDP). Ngân hàng nhà nước được giao chủ trì cùng các Bộ, ngành liên quan xây dựng và trình Thủ tướng Chính phủ ban hành các quy định về cơ chế hỗ trợ lãi suất để triển khai “gói” hỗ trợ lãi suất vay tín dụng 17 nghìn tỷ đồng (tương đương 1 tỷ USD tại thời điểm đó). Thực hiện chủ trương đó, ngân hàng nhà nước đã trình Thủ tướng Chính phủ ban hành 6 chương trình hỗ trợ lãi suất áp dụng cho các khoản vay giải ngân trong năm 2009 và năm 2010 với thời gian thực hiện từ năm 2009 đến hết năm 2012. Cụ thể: (1) Chương trình hỗ trợ lãi suất đối với các khoản vay ngắn hạn bằng đồng Việt Nam; (2) Chương trình hỗ trợ lãi suất đối với các khoản vay trung, dài hạn bằng đồng Việt Nam; (3) Chương trình hỗ trợ lãi suất đối với các khoản vay mua máy móc, thiết bị, phương tiện, vật tư phục vụ sản xuất nông nghiệp và vật liệu xây dựng nhà ở khu vực nông thôn; (4) Chương trình hỗ trợ lãi suất đối với các khoản vay của người nghèo và các đối tượng chính sách khác tại Ngân hàng Chính sách xã hội; (5) Chương trình hỗ trợ lãi suất đối với khoản vay trung, dài hạn bằng đồng Việt Nam được giải ngân trong năm 2010 thuộc các ngành, lĩnh vực nông nghiệp và lâm nghiệp, thủy sản, công nghiệp chế biến, hoạt động khoa học và công nghệ, hoạt động thu mua và kinh doanh các mặt hàng nông sản, lâm sản, thủy sản, muối; (6) Chương trình hỗ

trợ lãi suất đối với các khoản vay ngắn, trung hạn bằng đồng Việt Nam được giải ngân trong năm 2010 của các tổ chức, cá nhân vay mua máy móc, thiết bị, phương tiện, vật tư phục vụ sản xuất nông nghiệp và vật liệu xây dựng nhà ở khu vực nông thôn.

Chính sách hỗ trợ lãi suất và bảo lãnh tín dụng đã trực tiếp hỗ trợ doanh nghiệp tiếp cận được các nguồn vốn ngân hàng với chi phí rẻ hơn, từ đó giảm bớt chi phí kinh doanh, giảm giá thành sản phẩm, tăng khả năng cạnh tranh và tiêu thụ hàng hóa, dịch vụ trên thị trường. Những giải pháp và kết quả của gói hỗ trợ lãi suất cùng với các chính sách miễn, giảm thuế và các chính sách an sinh xã hội như nhà ở, hỗ trợ mất việc làm, bảo hiểm xã hội, bảo hiểm y tế và di chuyển lao động thiếu việc làm ở các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh về nông thôn cũng là những yếu tố tích cực giúp cho doanh nghiệp giảm bớt khó khăn.

Chính sách bình ổn thị trường, kiểm soát thị trường vàng và ngoại tệ

Từ năm 2012 đến nay, Chính phủ đã ban hành nhiều nghị quyết nhằm đưa ra những giải pháp chủ yếu thực hiện kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội như Nghị quyết số 01/NQ-CP ngày 03/1/2012; Nghị quyết số 01,02 /NQ-CP năm 2013).

Quán triệt tinh thần chỉ đạo của Chính phủ, NHNN đã ban hành các Chỉ thị điều hành (01/CT-NHNN năm 2012 và 2013) thực hiện chính sách tiền tệ kiên định với các mục tiêu lớn của nền kinh tế; đảm bảo hoạt động ngân hàng an toàn, hiệu quả. Trên cơ sở các nhiệm vụ, mục tiêu xác định, NHNN đã điều hành đồng bộ các công cụ, chính sách hướng tới tháo gỡ những khó khăn chung của nền kinh tế và của hệ thống ngân hàng và đã đạt được những kết quả đáng ghi nhận.

- *NHNN đã có những điều chỉnh rất linh hoạt lãi suất trong điều hành CSTT.* Từ tháng 3/2012 NHNN đã kịp thời giảm mặt bằng lãi suất liên tiếp: Điều chỉnh giảm 08 lần đối với lãi suất tái cấp vốn từ 15% xuống 7%, lãi suất chiết khấu từ 13% xuống 5%. Điều chỉnh giảm 07 lần trần lãi suất tiền gửi tối đa bằng VNĐ 14%/năm xuống 7%/năm đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến 12 tháng; lãi suất huy động kỳ hạn 6 tháng trở lên do các NHTM tự ấn định trên cơ sở cung cầu vốn của thị trường. Đây cũng là dấu hiệu khởi đầu cho việc tự do hóa lãi suất các loại kỳ hạn khi thị trường cho phép.

Bên cạnh đó, NHNN cũng áp dụng lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng VNĐ đối với 4 lĩnh vực ưu tiên (lĩnh vực nông nghiệp nông thôn, xuất khẩu, doanh nghiệp vừa và nhỏ, ngành công nghiệp hỗ trợ), lãi suất điều chỉnh giảm từ 15% xuống còn 13%. Điều này cũng thể hiện tính linh hoạt và thận trọng trong việc điều hành CSTT của NHNN hướng tới áp dụng các công cụ tiền tệ gián tiếp.

- *Thực hiện các biện pháp bình ổn thị trường tiền tệ, tình trạng đô la hóa, vàng hóa đã được kiểm soát*

Theo đó, cùng với các quyết sách rõ ràng và minh bạch của NHNN trong công tác điều hành chính sách tỷ giá (giảm trạng thái ngoại tệ, thu hẹp đối tượng cho vay bằng ngoại tệ, xử phạt nghiêm các vi phạm trong hoạt động ngoại hối) và các bước điều chỉnh tỷ giá hợp lý đã giúp diễn biến tỷ giá USD/VND trong thời gian qua tiếp tục duy trì xu thế ổn định.

Bên cạnh sự ổn định thị trường ngoại tệ, từ năm 2012 đến nay cũng đã đánh dấu sự thành công bước đầu trong công tác quản lý thị trường vàng của NHNN theo đúng chủ trương, định hướng chấm dứt tình trạng vàng hóa trong nền kinh tế của Chính phủ. NHNN đã nỗ lực trong việc hoàn thiện hành lang pháp lý điều tiết hoạt động kinh doanh và đầu tư vàng (Nghị định 24/2012/NĐ-CP ngày 03/4/2012 và các văn bản triển khai như Thông tư 16/2012/TT-NHNN ngày 25/5/2012, Quyết định 1623/QĐ-NHNN ngày 23/8/2012, Thông tư số 38/2012/TT - NHNN về trạng thái vàng của các tổ chức tín dụng) và áp dụng đồng bộ các biện pháp quản lý thị trường vàng. Do đó, thị trường vàng trong nước, đặc biệt là thị trường vàng miếng đã có nhiều chuyển biến đáng kể so với trước kia, diễn biến giá vàng trong nước đã ổn định hơn, hiện tượng buôn lậu, đầu cơ tích trữ vàng đã phần nào được hạn chế. Thực tế cho thấy, hiện nay, biến động của giá vàng vào thời điểm này đã không còn quá nóng và thị trường đã bắt đầu có khả năng điều chỉnh thích ứng; đồng thời, hiện tượng giá vàng biến động gây sức ép lên tỷ giá như đã xảy ra vào các năm trước đây cũng đã không lặp lại. Và đây được xem là tín hiệu tích cực bước đầu của công tác quản lý hoạt động kinh doanh vàng từ sau khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Để đảm bảo được tính ổn định bền vững của thị trường, ngoài các giải pháp điều hành trực tiếp, trong thời gian qua, NHNN cũng tích cực triển khai các giải pháp hỗ trợ nhằm nâng cao hiệu quả điều hành CSTT. Trên cơ sở đó, NHNN đã thực hiện tái cơ cấu mạnh mẽ các ngân hàng thương mại yếu kém. Tái cơ cấu hệ thống ngân hàng đúng lộ trình là điểm sáng trong tái cơ cấu tổng thể nền kinh tế. Nhờ các biện pháp cơ cấu lại tổ chức tín dụng cùng với điều hành linh hoạt chính sách tiền tệ, tăng cường quản lý thị trường tiền tệ, an toàn của hệ thống tín dụng được bảo đảm, nguy cơ gây đổ vỡ, mất an toàn hệ thống đã được đẩy lùi. Khả năng chi trả của tổng tín dụng được cải thiện, tài sản của nhà nước và tiền gửi của nhân dân được an toàn.

Chính sách tín dụng hướng vào doanh nghiệp và đổi mới mô hình tăng trưởng kinh tế

Nghị quyết số 11/NQ-CP ngày 24/2/2011 “Về những giải pháp chủ yếu tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, đảm bảo an sinh xã hội” nêu rõ “điều hành và kiểm soát để bảo đảm tốc độ tăng trưởng tín dụng năm 2011 dưới 20%, tổng phương tiện thanh toán khoảng 15-16%; tập trung ưu tiên vốn tín dụng phục vụ phát triển sản xuất kinh doanh, nông nghiệp, nông thôn, xuất khẩu, công nghiệp hỗ trợ, doanh nghiệp nhỏ và vừa; giảm tốc độ và tỷ trọng vay vốn tín dụng của khu vực phi sản xuất, nhất là lĩnh vực bất động sản, chứng khoán”. Để thực hiện định hướng này, ngân hàng nhà nước đã giao chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cho các tổ chức tín dụng tối đa 20%, từ năm 2012 thực hiện phân bổ chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng theo các nhóm nhưng trong quá trình thực hiện, có rà soát và linh hoạt điều chỉnh tăng cho một số tổ chức tín dụng có nhu cầu và có điều kiện mở rộng tín dụng an toàn, chỉ đạo các tổ chức tín dụng thực hiện các giải pháp tín dụng và định hướng rõ cần tập trung ưu tiên tín dụng hướng vào lĩnh vực sản xuất kinh doanh và 5 lĩnh vực ưu tiên trong đó, nông nghiệp nông thôn là đối tượng ưu tiên hàng đầu; thực hiện nhiều chương trình tín dụng mục tiêu như: Chương trình cho vay (gói 30 nghìn tỷ đồng) hỗ trợ nhà ở cho người thu nhập thấp và nhà ở xã hội theo Nghị quyết 02 của Chính phủ; chương trình cho vay thu mua lương thực xuất khẩu; thu mua lúa tạm trữ nhằm bình ổn giá đối với người nông dân; chương trình cho vay nuôi trồng thủy sản; chương trình cho vay hỗ trợ giảm tổn thất sau thu hoạch; chương trình kết nối ngân hàng doanh nghiệp nhằm tháo gỡ khó khăn đầu ra cho tín dụng; chương trình cho vay thí điểm theo chuỗi giá trị và áp dụng công nghệ cao trong nông nghiệp theo quyết định 1050/QĐ-NHNN ngày 28/5/2014 của Thống đốc NHNN; chương trình tín dụng hỗ trợ phát triển thủy sản theo Nghị định số 67/NĐ-CP ngày 07/7/2014.

Gần đây nhất, Văn kiện Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ XII đã nhấn mạnh: “*Hoàn thiện cơ chế, chính sách khuyến khích, tạo thuận lợi phát triển mạnh kinh tế tư nhân ở hầu hết các ngành và lĩnh vực kinh tế, trở thành một động lực quan trọng của nền kinh tế. Hoàn thiện chính sách hỗ trợ phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa, doanh nghiệp khởi nghiệp. Khuyến khích hình thành các tập đoàn kinh tế tư nhân đa sở hữu và tư nhân góp vốn vào các tập đoàn kinh tế nhà nước*”³.

Thực hiện Nghị quyết Đại hội XII, ngày 30/12/2016, NHNN Việt Nam đã ban hành Thông tư số 39/2016/TT-NHNN quy định về hoạt động cho vay của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đối với khách hàng và Thông tư số 43/2016/TT-NHNN quy định cho vay tiêu dùng của công ty tài chính. Hai Thông tư này được ban hành tạo lập khuôn khổ pháp lý mới về cho vay vốn, theo hướng hoàn thiện chính sách tín dụng, không phân biệt giữa doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân, hộ gia đình cá nhân, tất cả đều bình đẳng trong quan hệ tín dụng với ngân hàng. Đặc biệt là Thông tư số 39/2016/TT-NHNN đã đơn giản hóa một số hồ sơ, thủ tục cho vay; bổ sung nhiều quy định để đảm bảo tính minh bạch trong hoạt động cho vay, bảo vệ quyền lợi của người vay; nâng cao tính tự chủ trong hoạt động cho vay của tổ chức tín dụng, đồng thời nâng cao yêu cầu minh bạch hóa, bảo đảm an toàn cho hoạt động cho vay của tổ chức tín dụng đối với kinh tế tư nhân. Ngày 24/4/2017, Ngân hàng Nhà nước Việt

³ Đảng Cộng sản Việt Nam, *Văn kiện Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ XII*, Văn phòng Trung ương Đảng, Hà Nội, 2016, tr 107-108.

Nam Việt Nam đã có Quyết định số 813/QĐ-NHNN, về chương trình cho vay khuyến khích phát triển nông nghiệp ứng dụng công nghệ cao, nông nghiệp sạch, theo Nghị quyết số 30/NQ-CP ngày 07/3/2017 của Chính phủ. Theo quy định của chính sách tín dụng này, đối tượng áp dụng bao gồm pháp nhân và cá nhân có nhu cầu vay vốn để thực hiện dự án, phương án sản xuất, kinh doanh nông nghiệp ứng dụng công nghệ cao, nông nghiệp sạch theo tiêu chí xác định chương trình, dự án nông nghiệp ứng dụng công nghệ cao, nông nghiệp sạch, quy định tại Quyết định số 738/QĐ-BNN-KHCN ngày 14/3/2017, của Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn. Chính sách này cũng quy định rõ về cơ cấu lại thời hạn trả nợ và cho vay mới. Theo đó, khách hàng, kinh tế tư nhân khó khăn trong việc trả nợ vay do nguyên nhân khách quan, bất khả kháng được ngân hàng thương mại chủ động xem xét cơ cấu lại thời hạn trả nợ để phù hợp với khả năng trả nợ của khách hàng. Ngày 09/6/2015, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 55/NĐ-CP, về chính sách tín dụng phục vụ phát triển nông nghiệp, nông thôn, có hiệu lực thi hành từ ngày 25/7/2015, thay thế Nghị định số 41/NĐ-CP ngày 12/4/2010. Đây là lĩnh vực chủ yếu do kinh tế tư nhân thực hiện. Chính sách mới không phân biệt doanh nghiệp nhà nước và kinh tế tư nhân; đồng thời đã bổ sung đối tượng được vay vốn phục vụ phát triển nông nghiệp, nông thôn, bao gồm cả những cá nhân, hộ gia đình sinh sống trên địa bàn thành phố, thị xã nhưng tham gia sản xuất, kinh doanh trong lĩnh vực nông nghiệp và đối tượng khách hàng hoạt động trong lĩnh vực nông nghiệp nhưng nằm ngoài khu vực nông thôn. Ngân hàng Nhà nước đã ban hành Thông tư 10/2015/TT-NHNN ngày 22/7/2015, hướng dẫn triển khai thực hiện Nghị định 55/2015 nói trên, triển khai mạnh mẽ các chương trình tín dụng ưu đãi đối với kinh tế tư nhân thuộc một số ngành, lĩnh vực đặc thù, như: cho vay phát triển nông nghiệp, nông thôn; chương trình cho vay khuyến khích phát triển nông nghiệp công nghệ cao, nông nghiệp sạch theo Nghị quyết số 30/NQ-CP ngày 07/3/2017 của Chính phủ; cho vay hỗ trợ ngư dân đóng tàu theo Nghị định 67/2014/NĐ-CP; cho vay tái canh cây cà phê; cho vay hỗ trợ nhà ở; chính sách hỗ trợ khắc phục thiên tai, ngập mặn, sự cố môi trường; hỗ trợ tháo gỡ khó khăn đối với ngành chăn nuôi lợn...

Để góp phần khơi thông dòng vốn cho nền kinh tế nói chung, kinh tế tư nhân nói riêng, NHNN cũng đã trình Chính phủ và báo cáo Bộ Chính trị Đề án cơ cấu lại hệ thống các tổ chức tín dụng gắn với xử lý nợ xấu giai đoạn 2016-2020. Một trong các giải pháp là trình Quốc hội đã thông qua Nghị quyết số 42/NQ-QH 14 về xử lý nợ xấu và đang trình Luật Sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật các tổ chức tín dụng. Nghị quyết của Quốc hội tạo điều kiện xử lý triệt để các vướng mắc khó khăn về cơ sở pháp lý hiện hành liên quan đến xử lý nợ xấu và tài sản bảo đảm, các khoản nợ của các tổ chức tín dụng, tạo cơ chế xử lý đồng bộ, thống nhất, hiệu quả, khả thi các khoản nợ xấu. Nhờ đó, sẽ giải phóng khối lượng vốn lớn đang đọng lại trong các khoản nợ xấu cũng như giải phóng khối lượng tài sản thế chấp hiện nay chưa xử lý được, gây lãng phí nguồn lực xã hội, giúp các tổ chức tín dụng mở rộng tín dụng cho phát triển kinh tế tư nhân, đồng thời, giảm được chi phí hoạt động để có điều kiện tiếp tục giảm lãi suất cho vay.

Trong năm 2018, Chính phủ tiếp tục ban hành Nghị quyết số 19 năm 2018 về cải thiện môi trường kinh doanh, nâng cao năng lực cạnh tranh quốc gia trong năm 2018 và dành ưu tiên rất lớn cho công tác xây dựng, hoàn thiện thể chế, cải cách mạnh mẽ thủ tục hành chính. Thủ tướng Chính phủ ban hành Chỉ thị số 07 chỉ đạo các bộ, ngành, địa phương tiếp tục đẩy mạnh triển khai, thực hiện hiệu quả Nghị quyết số 35/NQ-CP về hỗ trợ và phát triển doanh nghiệp với tinh thần đồng hành cùng doanh nghiệp; đồng thời, có rất nhiều chỉ đạo để tháo gỡ các khó khăn, vướng mắc cho doanh nghiệp.

NHNN tiếp tục chỉ đạo, điều hành công tác cải cách hành chính và cải thiện môi trường đầu tư kinh doanh trong lĩnh vực tiền tệ ngân hàng bằng nhiều giải pháp mạnh mẽ, quyết liệt như: Cải thiện và minh bạch hóa thông tin tín dụng; tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp, người dân tiếp cận vốn tín dụng; đơn giản hóa và hiện đại hóa thủ tục hành chính, tạo thuận lợi cho tổ chức, cá nhân trong giao dịch hành chính với NHNN, tổ chức tín dụng. NHNN đã trình Chính phủ ban hành Nghị định về cắt giảm điều kiện kinh doanh trong các lĩnh vực hoạt động ngân hàng và ban hành Thông tư số 17/2018/TT-NHNN sửa đổi, bổ sung các văn bản liên quan, với kết quả đã cắt giảm, đơn giản hóa khoảng 80 trên tổng số 257 điều kiện thuộc các lĩnh vực hoạt động ngân hàng. Nếu tính cả quá trình cải cách thủ tục hành chính theo Đề

án 30 từ năm 2010 đến nay và kết quả cắt giảm 20% chi phí tuân thủ thủ tục hành chính năm 2016, 2017 theo Nghị quyết 19 của Chính phủ, kết quả về cắt giảm điều kiện kinh doanh của NHNN đạt trên 80%.

Đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNNVV), NHNN xác định DNNVV, doanh nghiệp khởi nghiệp là một lĩnh vực ưu tiên cấp tín dụng. NHNN đã triển khai nhiều giải pháp, chính sách nhằm hỗ trợ tháo gỡ khó khăn cho DNNVV, doanh nghiệp khởi nghiệp trong việc tiếp cận vốn phục vụ sản xuất, kinh doanh như: (i) Quy định trần lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng VNĐ thấp hơn 1-2%/năm so với các lĩnh vực sản xuất kinh doanh thông thường (hiện nay là 6,5%/năm); (ii) Chỉ đạo các TCTD xây dựng quy trình thu thập, khai thác thông tin về đánh giá tín nhiệm, hoạt động của khách hàng để nâng cao hiệu quả thẩm định và đánh giá mức độ tín nhiệm của khách hàng vay, qua đó tăng cường khả năng cho vay không có bảo đảm bằng tài sản; tiếp tục nghiên cứu, xây dựng các sản phẩm, chương trình tín dụng với lãi suất hợp lý, đa dạng hóa các sản phẩm, dịch vụ ngân hàng; đơn giản hóa thủ tục hành chính để tăng khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp; (iii) Đẩy mạnh triển khai Chương trình Kết nối Ngân hàng - Doanh nghiệp tại các địa phương nhằm tháo gỡ các khó khăn, vướng mắc của doanh nghiệp, nhất là các DNNVV trong quan hệ tín dụng ngân hàng; tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp có triển vọng phát triển, có sản phẩm đáp ứng yêu cầu của thị trường nhưng đang gặp khó khăn về tài chính vay được vốn ngân hàng để phục vụ sản xuất kinh doanh; (iv) Triển khai các chương trình tín dụng đặc thù đối với một số ngành/lĩnh vực, trong đó có các đối tượng thụ hưởng là các DNNVV như các chương trình, chính sách tín dụng đối với ngành nông nghiệp, nông thôn, công nghiệp hỗ trợ, các địa bàn kinh tế khó khăn...

Ngoài ra, NHNN luôn xác định nông nghiệp, nông thôn là một trong các lĩnh vực ưu tiên tập trung đầu tư vốn tín dụng, theo đó: (i) Chỉ đạo các TCTD cân đối nguồn vốn để đáp ứng đầy đủ kịp thời vốn cho lĩnh vực này; (ii) Quy định trần lãi suất cho vay ngắn hạn bằng VNĐ đối với lĩnh vực nông nghiệp, nông thôn thấp hơn từ 1-2% lãi suất cho vay các lĩnh vực sản xuất kinh doanh khác; (iii) Thực hiện chính sách hỗ trợ về nguồn vốn thông qua việc sử dụng các công cụ điều hành chính sách tiền tệ đối với các TCTD có tỷ lệ cho vay nông nghiệp, nông thôn từ 40% trở lên; (iv) Yêu cầu các TCTD cải cách, tiết giảm thủ tục vay vốn, đa dạng hóa các sản phẩm tín dụng phù hợp đặc thù sản xuất nông nghiệp và trình độ của người dân khu vực nông thôn nhằm tăng khả năng tiếp cận vốn vay của người dân. Mới đây nhất, NHNN đã tham mưu cho Chính phủ ban hành Nghị định số 116/2018/NĐ-CP ngày 07/9/2018 sửa đổi, bổ sung Nghị định số 55/2015/NĐ-CP với nhiều cơ chế, chính sách đột phá: (i) Nâng gấp đôi mức cho vay không có tài sản bảo đảm đối với khách hàng cá nhân, hộ gia đình; (ii) Có chính sách khuyến khích các doanh nghiệp thực hiện đầu mối liên kết, ứng dụng công nghệ cao trong sản xuất nông nghiệp; (iii) Chính sách xử lý rủi ro đối với khách hàng gặp khó khăn do nguyên nhân khách quan, bất khả kháng; (iv) Quy định về việc quản lý dòng tiền liên kết trong sản xuất nông nghiệp, góp phần hạn chế rủi ro tín dụng và tạo cơ sở pháp lý khuyến khích tổ chức tín dụng đẩy mạnh cho vay.

Trong lĩnh vực thanh toán, NHNN cũng chỉ đạo đẩy mạnh thanh toán không dùng tiền mặt và đảm bảo an ninh, an toàn hoạt động thanh toán. Trong điều hành chính sách tiền tệ, NHNN đã điều hành lãi suất, tỷ giá chủ động, linh hoạt. Nhờ đó, giữ ổn định mặt bằng lãi suất. Thị trường ngoại tệ và tỷ giá nhìn chung ổn định dù Mỹ tăng lãi suất USD. Qua đó tạo được niềm tin cho người dân, doanh nghiệp, nhà đầu tư trong và ngoài nước với môi trường vĩ mô Việt Nam và niềm tin vào VND.

Một trong những mục tiêu của ngành Ngân hàng trong năm 2019 là: “*Đẩy mạnh cải cách thủ tục hành chính trong các lĩnh vực hoạt động ngân hàng nhằm cắt giảm chi phí tuân thủ thủ tục hành chính, tạo thuận lợi cho tổ chức, cá nhân trong các giao dịch hành chính với NHNN và giao dịch với tổ chức tín dụng góp phần cải thiện môi trường kinh doanh trong lĩnh vực tiền tệ, ngân hàng, nâng cao năng lực cạnh tranh quốc gia, thúc đẩy doanh nghiệp nói chung và tổ chức tín dụng nói riêng phát triển bền vững. Phấn đấu năm 2019 cải thiện chỉ số Tiếp cận tín dụng tăng ít nhất 1 bậc xếp hạng*”⁴.

⁴ Chi thị 01/CT-NHNN ngày 08/01/2019, nguồn svb.gov.vn.

Cụ thể, đến ngày 10/6/2019, tổng phương tiện thanh toán tăng 5,17% so với cuối năm 2018, thanh khoản của hệ thống tổ chức tín dụng được đảm bảo, thông suốt. Năm 2019, NHNN định hướng tổng phương tiện thanh toán tăng khoảng 13%; tín dụng tăng khoảng 14%. Mặt bằng lãi suất huy động và cho vay cơ bản tiếp tục ổn định, lãi suất cho vay ngắn hạn phổ biến ở mức 6 - 9%/năm và 9 - 11%/năm đối với trung và dài hạn⁵.

Đặc biệt, trong bối cảnh thị trường trong nước và quốc tế đan xen những thuận lợi, khó khăn, NHNN đã chủ động điều hành linh hoạt tỷ giá trung tâm, phù hợp với diễn biến thị trường trong và ngoài nước, các cân đối vĩ mô, tiền tệ và mục tiêu CSTT; phối hợp đồng bộ các công cụ CSTT, tận dụng điều kiện thị trường thuận lợi để mua được lượng lớn ngoại tệ bổ sung dự trữ ngoại hối nhà nước.

Có thể nói, trong 6 tháng đầu năm 2019, NHNN điều hành CSTT chủ động, linh hoạt, thận trọng, phối hợp hài hòa với chính sách tài khóa và các chính sách kinh tế vĩ mô khác nhằm kiểm soát lạm phát theo mục tiêu, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, ổn định thị trường tiền tệ và ngoại hối. Thị trường tương đối ổn định, tỷ giá diễn biến bám sát điều kiện thị trường; thanh khoản đảm bảo, giao dịch ngoại tệ thông suốt, các nhu cầu ngoại tệ hợp pháp được đáp ứng đầy đủ, kịp thời.

4. Những vấn đề đặt ra

Trong ba thập kỷ đổi mới cùng đất nước, NHNN đã thực sự đóng góp quan trọng vào thành tựu phát triển kinh tế - xã hội chung của đất nước, đặc biệt là ổn định tiền tệ, kiểm soát lạm phát, tạo môi trường thuận lợi cho sản xuất kinh doanh, góp phần kinh tế vĩ mô và tăng trưởng kinh tế.

Thứ nhất, đổi mới quản lý, điều hành CSTT của NHNN Việt Nam đã góp phần quan trọng kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, thúc đẩy nền kinh tế theo hướng phục hồi, phát triển và tăng trưởng.

Những năm 1980 – 1986, nền kinh tế nước ta lâm vào tình trạng khủng hoảng nặng nề, lạm phát phi mã, tốc độ phát triển kinh tế giảm sút. Từ năm 1988, NHNN thực hiện những biện pháp cải tổ mạnh mẽ như thắt chặt chi tiêu, chấm dứt việc phát hành bù đắp bội chi ngân sách, nới lỏng cơ chế kiểm soát giá cả, phi tập trung hóa tiến trình ra các quyết định về kinh tế, chuyển đổi điều hành tỷ giá theo quan hệ cung cầu ngoại tệ, khuyến khích xuất khẩu đồng thời thi hành một chính sách lãi suất thực dương, kết hợp thắt chặt kiểm soát cung tiền ... Sau khi có Pháp lệnh ngân hàng, NHNN đã từng bước áp dụng các công cụ quản lý vĩ mô gián tiếp thay thế cho các công cụ kiểm soát trực tiếp trong điều hành và thực thi CSTT. Kết quả là, lạm phát trong giai đoạn trước đã dẫn được đẩy lui từ mức ba con số cuối những năm 1980 xuống còn mức hai con số trong những năm đầu thập kỷ 1990, lạm phát phi mã đã được đẩy lùi từ trên 60% năm 1990 xuống còn 17,2% năm 1992 và tiếp tục giảm xuống còn một con số từ năm 1996-1998. Đồng thời, tỷ lệ tăng trưởng kinh tế Việt Nam có xu hướng liên tục tăng lên, từ mức xấp xỉ 5% đầu những năm 1980 lên dao động quanh mức 8-9% trong giai đoạn 1992-1997⁶. Theo đó, tốc độ tăng lạm phát và tăng trưởng kinh tế giai đoạn này có xu hướng hỗ trợ tích cực cho nhau. Có thể nói, đây là giai đoạn tốc độ lạm phát giảm nhanh, gắn liền với quá trình đẩy nhanh cải cách kinh tế, chuyển đổi toàn diện sang cơ chế kinh tế thị trường định hướng XHCN.

Từ năm 1999-2003, lạm phát Việt Nam ở mức rất thấp do chịu tác động từ cuộc khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997. Cuộc khủng hoảng đã khiến nhu cầu tiêu thụ hàng hóa trên thị trường thế giới sụt giảm mạnh. Trong khi đó, nhu cầu hàng hóa và dịch vụ ở thị trường nội địa cũng có xu hướng chuyển từ lượng sang chất, đồng thời sức mua của nhân dân ở các vùng nông thôn, miền núi cũng giảm mạnh. Tất cả các yếu tố trên đã tạo sức ép làm suy giảm tăng trưởng, đồng thời tạo áp lực cầu kéo khiến chỉ số giá hàng hóa trong nước có sự sụt giảm mạnh. Trước tình hình trên, NHNN đã thực hiện các giải pháp kích cầu đầu tư thông qua nới lỏng CSTT. Bên cạnh đó, việc NHNN triển khai nhiều cải cách lớn trong

⁵https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/m/menu/trangchu/ttsk/ttsk_chitiet?leftWidth=0%25&showFooter=false&showHeader=false&dDocName=SBV398033&rightWidth=0%25¢erWidth=100%25&_afLoop=17780657256981577.

⁶ Nguyễn Thị Kim Thanh, *Lạm phát ổn định hợp lý là điều kiện tốt cho sự phát triển*, (www.sbv.gov.vn).

giai đoạn từ đầu những năm 2000 đến trước khi Việt Nam gia nhập WTO đã giúp nền kinh tế hồi phục với tốc độ nhanh hơn. Luật Doanh nghiệp (2000) được ban hành đã dỡ bỏ các rào cản thành lập doanh nghiệp, đơn giản thủ tục và giảm chi phí gia nhập thị trường, thiết lập môi trường kinh doanh thuận lợi; tiến trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước được đẩy mạnh; hiệp định song phương với Mỹ (2001) được ký kết đã khuyến khích sáng tạo và đem lại cơ hội cho hàng ngàn doanh nghiệp; sở giao dịch chứng khoán (2000) được hình thành nền tảng ban đầu cho việc huy động vốn và đầu tư của doanh nghiệp; và hàng loạt của bộ luật thương mại, đầu tư, đất đai,... được sửa đổi và bổ sung trong quá trình chuẩn bị gia nhập WTO. Tất cả các chính sách này và những nỗ lực của NHNN đã góp phần giải phóng và nâng cao hiệu quả sử dụng các nguồn lực, thúc đẩy sản xuất và tăng trưởng trong một thời gian dài sau đó.

Từ năm 2004-2011, lạm phát có xu hướng gia tăng và tăng mạnh lên mức 2 con số, đỉnh điểm là 18,13% vào năm 2011 do chúng ta phát triển kinh tế chú trọng vào tăng trưởng, thiên về lượng nhiều hơn là về chất, tăng trưởng kinh tế chủ yếu dựa vào sự gia tăng vốn đầu tư, sử dụng lao động rẻ, khai thác tài nguyên thô và gia công hàng xuất khẩu,... trong khi hiệu quả sử dụng vốn thấp cũng là một nguyên nhân căn bản gây áp lực lạm phát gia tăng. Từ năm 2012 trở lại đây, NHNN khẳng định kiểm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô là mục tiêu ưu tiên hàng đầu. Lạm phát đã được kiểm chế mạnh mẽ (6,6% năm 2013 so với 9,3% năm 2012) và có xu hướng ổn định⁷.

Thứ hai, hoàn thiện và phát triển các công cụ thực thi CSTT, CSTT đã trở thành một công cụ điều chỉnh kinh tế vĩ mô.

Các công cụ thực thi CSTT gồm có hai loại: công cụ điều hành trực tiếp và công cụ điều hành gián tiếp. Thời kỳ đầu của quá trình đổi mới, thị trường tiền tệ chưa phát triển, CSTT cũng chưa định hình rõ ràng, NHNN phải dùng nhiều công cụ trực tiếp. Việc hoạch định CSTT vẫn theo khuôn mẫu “kế hoạch” trước đây, chưa bám sát các diễn biến thị trường dẫn đến phải thường xuyên điều chỉnh kế hoạch khiến cho hiệu quả thực tiễn kém. Hơn nữa, điều hành CSTT của NHNN thường xuyên chịu sức ép bởi nhu cầu cho vay bù đắp ngân sách, lại phải tiếp tục bao cấp lĩnh vực kinh doanh xuất nhập khẩu, khu vực các doanh nghiệp nhà nước. Các công cụ tiền tệ như lãi suất cơ bản, dự trữ bắt buộc, hạn mức tín dụng chưa được sử dụng có hiệu quả. Từ khi có Pháp lệnh NHNN năm 1990, việc sử dụng hầu hết các công cụ tiền tệ (lãi suất, dự trữ bắt buộc, hạn mức tín dụng, nghiệp vụ thị trường mở, tỷ giá hối đoái...) đã được luật hóa tạo điều kiện để NHNN thực hiện chức năng quản lý vĩ mô hệ thống tiền tệ trong phạm vi cả nước. Trong những năm đầu thực thi CSTT theo cơ chế mới, NHNN Việt Nam chưa thể sử dụng đồng loạt các công cụ điều hành CSTT mà vừa sử dụng các công cụ trực tiếp, vừa sử dụng các công cụ gián tiếp để điều hành CSTT. Trong đó lãi suất đã trở thành một công cụ quan trọng để NHNN điều hành CSTT.

Mục tiêu và cơ chế truyền tải tác động của CSTT cũng được xác định đầy đủ, rõ ràng. Mục tiêu CSTT là ổn định giá cả và góp phần tăng trưởng kinh tế, trong đó ổn định giá cả là mục tiêu ưu tiên hàng đầu. Từ năm 2010 mục tiêu của CSTT về cơ bản là ổn định giá cả, kiểm soát lạm phát và góp phần tăng trưởng kinh tế. Đến nay, NHNN đã chuyển sang cơ chế lấy lạm phát làm mục tiêu chủ yếu và ưu tiên hàng đầu của CSTT và của hoạt động NHNN. Khuôn khổ kiểm soát tiền tệ hay cơ chế truyền tải tác động của CSTT (từ công cụ CSTT đến các mục tiêu CSTT) của NHNN đã được xây dựng và ngày càng được thực hiện có hiệu quả hơn. NHNN xác định công cụ CSTT phù hợp với lộ trình hướng tới các mục tiêu điều hành, mục tiêu trung gian và mục tiêu cuối cùng và để cho cơ chế thị trường định đoạt việc phân bổ tín dụng của các NHTM, cấu trúc lãi suất tiền gửi và tiền vay.

NHNN bước đầu xây dựng được hệ thống các công cụ điều hành CSTT dựa trên cơ sở thị trường phù hợp với thông lệ quốc tế, như nghiệp vụ thị trường mở OMO, tái cấp vốn, DTBB. Thực hiện cơ chế xây dựng và điều hành CSTT theo cơ chế thị trường. Điều hành linh hoạt các công cụ CSTT, đồng thời tăng cường sự phối hợp điều hành đồng bộ giữa các công cụ CSTT, tránh xung đột giữa các công cụ CSTT lên các mục tiêu CSTT.

⁷ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2013), *Báo cáo thường niên của NHNN Việt Nam năm 2013*, www.sbv.gov.vn, tr 7.

NHNN đã chuyển dần việc điều hành CSTT thông qua sử dụng ngày một nhiều hơn các công cụ gián tiếp thay cho các công cụ trực tiếp. Theo đó, tính chính xác, kịp thời và đầy đủ của các số liệu thống kê, điều tra khảo sát về tiền tệ, chất lượng của các kết quả phân tích, dự báo đã được nâng lên đáng kể. Hệ thống thu thập phân tích và xử lý thông tin được tập trung hóa, chuyên môn hóa và hiện đại hóa như: thống kê tiền tệ, thống kê cán cân thanh toán quốc tế, nghiên cứu thị trường tiền tệ,... là những dự báo quan trọng làm tăng hiệu quả cho công tác hoạch định và điều hành CSTT.

Trong suốt tiến trình đổi mới, NHNN đã kiên trì chính sách lãi suất thực dương, điều chỉnh theo sự biến động của thị trường để giải quyết hài hòa lợi ích giữa người gửi tiền, các NHTM và người vay tiền. Đặc biệt, từ năm 2011, NHNN đã điều hành CSTT đồng bộ, linh hoạt, ứng phó có hiệu quả trước những biến động phức tạp trong nước và quốc tế. NHNN đã chủ động điều chỉnh mục tiêu và nhiệm vụ trọng tâm theo hướng tập trung ưu tiên kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, duy trì tăng trưởng hợp lý, bảo đảm an sinh xã hội...

Sự thành công trong hoạt động điều hành CSTT của NHNN thời gian qua đã góp phần quan trọng vào thực hiện mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô, kiềm chế lạm phát. Những thay đổi tích cực trong điều hành CSTT của NHNN là định hướng rõ ràng và chủ động dẫn dắt thị trường, linh hoạt trong điều hành triển khai thực thi các giải pháp CSTT, bước đầu có sự phối kết hợp tốt với các công cụ của chính sách tài khóa, như giảm thuế, hỗ trợ lãi suất vay đã tạo ra hiệu ứng tích cực trong quá trình tái cơ cấu phân bổ dòng vốn vào khu vực kinh tế thực, khu vực ngành nghề cần ưu tiên.

Trong những năm qua, cán cân thương mại được cải thiện đáng kể, xuất khẩu giữ được nhịp tăng trưởng cao, cán cân vãng lai thặng dư, đưa đến cán cân tổng thể của Việt Nam thặng dư; dự trữ ngoại tệ tăng đáng kể, góp phần tăng tiềm lực về tài chính, củng cố nâng cao uy tín quốc gia... Đây chính là điểm quan trọng, củng cố niềm tin của các nhà đầu tư nước ngoài và các tổ chức tài chính quốc tế trong quá trình tìm kiếm cơ hội đầu tư kinh doanh ở Việt Nam.

Tuy nhiên, rủi ro, thách thức trong thiết kế và điều hành CSTT thời gian tới như tác động từ điều chỉnh chính sách của NHTW các nước phát triển, nhất là Mỹ khi FED điều chỉnh chính sách, NHNN cần kiên định lập trường điều hành CSTT chặt chẽ, thận trọng và linh hoạt để đạt được mục tiêu xuyên suốt đó là ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát ở mức thấp (xoay quanh 7%/năm), tạo điều kiện duy trì lãi suất thấp hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

Trong thời gian tới, cùng với tiến trình tái cơ cấu hệ thống ngân hàng, NHNN vẫn tiếp tục quán triệt phương châm: Đồng bộ và nhất quán trong điều hành và sử dụng các công cụ của CSTT như lãi suất, tỷ giá, dự trữ bắt buộc, tái cấp vốn; các biện pháp xử lý nợ xấu; quyết liệt thực hiện các nhóm giải pháp về cơ cấu các TCTD; nâng cao chất lượng thông tin thống kê, khả năng dự báo và phản ứng chính sách của NHTW; kiến nghị Chính phủ về phát triển đồng bộ các thị trường, thị trường chứng khoán, thị trường bất động sản, thị trường mua bán nợ, thị trường cho vay thế chấp bất động sản...; tăng cường công tác truyền thông chính sách để định hướng thị trường, tạo sự đồng thuận cao trong xã hội góp phần đưa CSTT ngày hiệu quả tích cực hơn trong điều hành nền kinh tế.

Thứ ba, chính sách quản lý ngoại hối của Việt Nam đã được đổi mới về cơ bản cả về tư duy và điều hành. Chính sách nới lỏng quản lý ngoại hối đã thay thế cho chính sách độc quyền kiểm soát và kinh doanh ngoại hối của Nhà nước. Cơ chế điều hành tỷ giá cũng đã được thay đổi về cơ bản theo hướng linh hoạt và dựa trên cơ sở thị trường ngoại hối đang ngày càng được hoàn thiện. Các công cụ quản lý ngoại hối được sử dụng tương đối có hiệu quả. Quản lý ngoại hối được xem xét và điều hành trong mối quan hệ với CSTT. Những chuyển biến về chính sách quản lý ngoại hối đã có tác dụng khuyến khích các nguồn vốn nước ngoài đổ vào Việt Nam, nâng cao năng lực cạnh tranh nền kinh tế và mở rộng hợp tác quốc tế trên các lĩnh vực về kinh tế.

Thứ tư, cơ chế điều hành lãi suất và tỷ giá đã trở lên linh hoạt và phù hợp hơn với cơ chế thị trường. Xây dựng được cơ chế điều hành lãi suất và tỷ giá phù hợp với nguyên tắc thị trường có sự điều tiết của Nhà

nước. NHNN từng bước giảm dần các biện pháp hành chính trong điều hành lãi suất, tỷ giá (lãi suất VND đã được tự do hóa và tỷ giá được nổi lỏng), sử dụng các biện pháp điều hành theo cơ chế thị trường thông qua tác động đến cung, cầu tiền tệ và yếu tố tâm lý trên thị trường. Vì vậy, lãi suất và tỷ giá hiện nay phản ánh tương đối hợp lý giá trị đồng VND và biến động sát diễn biến thị trường tiền tệ trong nước và quốc tế.

Thứ năm, thị trường tiền tệ hình thành tương đối đồng bộ và không ngừng được phát triển về qui mô và tính cạnh tranh (thị trường liên ngân hàng, thị trường ngoại tệ liên ngân hàng, thị trường mở, thị trường đấu thầu trái phiếu chính phủ). Cơ chế vận hành thị trường tiền tệ tương đối thông thoáng, tạo điều kiện cho các TCTD tiếp cận thuận lợi và phát triển các sản phẩm, nghiệp vụ. Sự phát triển của thị trường tiền tệ là điều kiện để NHNN chuyển sang thực hiện điều hành CSTT, lãi suất và tỷ giá theo cơ chế thị trường.

Thứ sáu, các cơ chế, chính sách tín dụng ngân hàng tiếp tục đổi mới, hoàn thiện, tiệm cận theo thông lệ quốc tế, thực hiện hội nhập, dần xóa bỏ sự phân biệt giữa doanh nghiệp nhà nước và kinh tế tư nhân, tạo sự bình đẳng trong quan hệ tín dụng ngân hàng, khuyến khích thúc đẩy kinh tế tư nhân phát triển trong mọi lĩnh vực, mọi ngành nghề của nền kinh tế. Lãi suất cho vay có xu hướng giảm, tỷ giá ổn định, các thủ tục vay vốn không ngừng được đơn giản. NHNN tiếp tục quan tâm, chỉ đạo các tổ chức tín dụng tập trung triển khai có hiệu quả các giải pháp tháo gỡ khó khăn, tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp trong việc tiếp cận vốn ngân hàng. Các tổ chức tín dụng đã chuyển dịch vốn tín dụng đến các lĩnh vực an toàn, hiệu quả cho nền kinh tế, hướng vốn cho vay đến các lĩnh vực ưu tiên theo chủ trương của Chính phủ, tăng tỷ trọng cho vay kinh tế tư nhân. Việc chuyển hướng đó cũng là góp phần tái cơ cấu nền kinh tế, chuyển dịch cơ cấu kinh tế nông nghiệp - nông thôn, nâng cao chất lượng tín dụng.

Bên cạnh những kết quả đạt được, trong hoạt động điều hành CSTT của NHNN Việt Nam còn những tồn tại sau đây

Hiệu lực và hiệu quả của các công cụ CSTT còn hạn chế trong điều tiết, kiểm soát lãi suất và ổn định thị trường tiền tệ. Mặc dù có tương đối đầy đủ các công cụ CSTT trong nền kinh tế mở nhưng hiệu quả điều hành CSTT còn rất hạn chế do chưa có được khuôn khổ điều hành CSTT (mục tiêu CSTT, cơ chế truyền tải, phối hợp chính sách,...) hợp lý và hạ tầng hỗ trợ hiệu quả (hệ thống thanh toán, công nghệ thông tin,...) và một thị trường tiền tệ hữu hiệu. Sự phối hợp giữa CSTT và các chính sách vĩ mô khác chưa chặt chẽ; Khả năng điều tiết thị trường tiền tệ, chống đỡ rủi ro và điều chỉnh linh hoạt CSTT của NHNN theo diễn biến kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước còn rất hạn chế do NHNN chưa kiểm soát được toàn bộ các luồng tiền tệ trong nền kinh tế như luồng ngoại tệ, các khoản thu chi ngân sách và hoạt động ngân hàng của các quỹ đầu tư và các tổ chức tài chính phi ngân hàng khác, còn bị động trước diễn biến bất thường của thị trường và chịu nhiều áp lực tăng trưởng kinh tế từ Chính phủ, đặc biệt là tín dụng cho các dự án phát triển lớn.

Cơ chế điều hành lãi suất và tỷ giá còn nhiều bất hợp lý dẫn đến khả năng điều tiết thị trường của NHNN còn hạn chế. Cơ chế điều hành lãi suất chưa linh hoạt, hiệu quả và còn tiềm ẩn nhiều rủi ro. NHNN chưa thiết lập được hệ thống lãi suất chủ đạo thực sự có ý nghĩa trong điều tiết và định hướng lãi suất thị trường. Tỷ giá hiện nay vẫn bị hạn chế bởi một biên độ và có xu hướng neo vào đồng USD, do đó rủi ro tỷ giá của đồng Việt Nam so với ngoại tệ khác là rất lớn. Tính chất thị trường trong điều hành CSTT, lãi suất và tỷ giá còn chưa cao. Các công cụ CSTT gián tiếp đã được áp dụng song hiệu quả còn rất hạn chế trong việc kiểm soát tiền tệ, lãi suất và tỷ giá. Các biện pháp thuyết phục và dựa vào chỉ đạo trực tiếp các ngân hàng thương mại nhà nước như là giải pháp cứu cánh cho NHNN trong những trường hợp thị trường có nguy cơ biến động vượt tầm kiểm soát, đặc biệt là trong vấn đề huy động vốn, tăng trưởng tín dụng và điều tiết lãi suất.

Thị trường tiền tệ, đặc biệt là thị trường tiền tệ thứ cấp phát triển ở trình độ thấp, thiếu đồng bộ và chưa năng động, nghèo nàn về công cụ giao dịch. Sự liên kết giữa các thị trường tiền tệ bộ phận với nhau; giữa thị trường tiền tệ và thị trường vốn chưa chặt chẽ. Công nghệ kỹ thuật về thanh toán và giao dịch cũng như quy trình kiểm soát và khuôn khổ thể chế chưa hoàn chỉnh và kém hiệu quả.

Bài học điều hành tín dụng đối với nền kinh tế:

Đổi mới tư duy trong điều hành chính sách tín dụng là một trong những nét nổi bật trong quản lý, điều hành của NHNN đặc biệt trong giai đoạn ứng phó với khủng hoảng tài chính toàn cầu và ngăn chặn suy giảm kinh tế. Những nét đổi mới chủ yếu trong điều hành CSTT của NHNN là:

- Công bố công khai định hướng điều hành các công cụ CSTT và kiên định mục tiêu đặt ra với các biện pháp điều hành chủ động, linh hoạt. Các định hướng của NHNN về điều hành lãi suất, tỷ giá, tăng trưởng tín dụng được công khai từ đầu năm và thực hiện nhất quán đã tạo dựng và ngày càng củng cố niềm tin của thị trường - đây là yếu tố hết sức quan trọng đối với điều hành chính sách của NHTW.

- Nếu như trong thời kỳ khủng hoảng tài chính tiền tệ, để kiểm soát lạm phát và hạ nhiệt thị trường tín dụng, NHNN sử dụng lãi suất cơ bản như là một công cụ chủ yếu với tần suất và mức độ điều chỉnh lớn, thì hiện nay, NHNN đã điều chỉnh linh hoạt lãi suất để định hướng lãi suất thị trường, Cách thức điều hành này là một bước tiến tích cực của NHNN trong công tác điều hành lãi suất, từng bước cơ cấu lại các mức lãi suất cho phù hợp với thông lệ quốc tế.

- Sự phối hợp đồng bộ cũng thể hiện ở sự kết hợp giữa các giải pháp điều hành về tỷ giá, lãi suất với các biện pháp hành chính trong chính sách quản lý ngoại hối, công tác thông tin, truyền thông nhằm định hướng, dẫn dắt thị trường, từ đó nâng cao hiệu quả điều hành chính sách.

Từ đó, có thể rút ra những kinh nghiệm sau:

Nhận thức đúng quy luật khách quan để hoạch định đường lối, chính sách, vừa làm vừa rút kinh nghiệm.

Thực tiễn đổi mới của NHNN Việt Nam đã chứng tỏ hoạt động quản lý, điều hành càng được định hướng đúng và càng được giải phóng khỏi những ràng buộc hành chính thì càng đạt được hiệu quả cao. Tuy nhiên mọi cuộc đổi mới không thể chỉ bằng một hội nghị hay một nghị quyết mà phải là một quá trình vừa đi vừa mở đường. Từ những ách tắc đến những ý tưởng, từ ý tưởng đến đột phá trong thực tế và những kết quả trong thực tế làm sáng rõ thêm ý tưởng và hình thành chủ trương, đường lối.

Trước khi đổi mới căn bản toàn diện bộ máy tổ chức và hoạt động, NHNN Việt Nam đã có một giai đoạn chuyển đổi ban đầu những năm 1986 - 1989. Chính sự thử nghiệm kết hợp với kiểm tra, đánh giá và điều chỉnh, đúc kết thành chính sách làm cho quá trình đổi mới ngày càng đi đúng hướng và đạt những kết quả quan trọng. Trong tiến trình đổi mới, NHNN đã *gắn kết giữa ban hành chính sách và triển khai trên thực tế, kịp thời tiếp thu điều chỉnh những điểm không phù hợp với đòi hỏi từ cuộc sống*. NHNN đã từng bước phân tích đánh giá tác động của các chính sách được ban hành, thực tiễn cuộc sống đã gợi mở nhiều ý tưởng về thiết kế chính sách. Các chính sách, chương trình tín dụng xanh; cho vay theo chuỗi giá trị sản phẩm; cho vay chống biến đổi khí hậu; cho vay kết hợp 4 nhà,... đã bắt nguồn từ đòi hỏi của quá trình tái cơ cấu nền kinh tế.

Triệt để tôn trọng nguyên tắc thị trường và sử dụng công cụ chính sách công khai minh bạch. Sử dụng tổng hợp các công cụ của CSTT một minh chứng về bài học này. Những năm 2008-2009, NHNN bỏ cơ chế lãi suất thỏa thuận, áp trần lãi suất cho vay, hạn chế vai trò điều tiết của thị trường liên ngân hàng và các nghiệp vụ thị trường mở, quy định hạn mức tín dụng cụ thể cho từng ngân hàng, điều chỉnh tỷ giá, tăng cường các biện pháp ngăn chặn giao dịch và buôn bán ngoại tệ phi chính thức. Mặc dù đạt được một số kết quả nhất định nhưng hệ quả là chỉ số giá tiêu dùng, giá vàng, giá đô la Mỹ tăng cao, đời sống của người dân gặp nhiều khó khăn. Từ năm 2011, các giải pháp điều hành CSTT của NHNN vừa thể hiện tính kiên định, nhất quán với mục tiêu đề ra, vừa thể hiện tính chủ động, linh hoạt trong điều hành, phù hợp với diễn biến tình hình thực tế. Lạm phát giảm dần, đánh dấu thời kỳ ổn định lạm phát dài nhất trong một thập kỷ qua, góp phần quan trọng duy trì ổn định kinh tế vĩ mô.

Khơi thông “các dòng sông cùng chảy”: Bản thân ngành ngân hàng không tự mình tạo ra dòng chảy cho tín dụng mà luôn rất cần các bộ ngành, cấp ủy chính quyền địa phương cùng vào cuộc quyết liệt để “các dòng sông đều chảy”. Các giải pháp mang tính tổng thể từ các bộ ngành và chính quyền địa phương đã tạo ra địa chỉ tin cậy để dòng vốn tín dụng tăng lên đóng góp vào tăng trưởng kinh tế.

Đến nay, NHNN Việt Nam đã cơ bản giải quyết các yếu kém trong hoạt động ngân hàng, tăng cường năng lực thể chế của NHNN, tái cấu trúc hệ thống các TCTD, bước đầu đạt được sự ổn định, an toàn, hiệu quả, đảm bảo ổn định khu vực tài chính nói riêng và kinh tế vĩ mô nói chung. Hệ thống NHVN nói chung, NHNN Việt Nam nói riêng, đang đứng trước những đòi hỏi ngày càng cao của yêu cầu ổn định kinh tế vĩ mô, tăng trưởng bền vững, thúc đẩy CNH HĐH, đặc biệt trong bối cảnh tái cấu trúc nền kinh tế và hội nhập ngày càng sâu rộng với thế giới.

Theo định hướng phát triển hệ thống NHVN đến năm 2020, giai đoạn 2016 - 2020 là giai đoạn thực hiện tự do hóa tài chính và mở cửa thị trường dịch vụ ngân hàng ở cấp độ cao hơn, thúc đẩy và tạo điều kiện cho sự cạnh tranh một cách công bằng và bình đẳng trên thị trường dịch vụ ngân hàng trong nước và mở rộng cạnh tranh quốc tế. Do vậy, những yêu cầu đặt ra đối với NHNN Việt Nam trong quản lý, điều hành CSTT là:

- Cải tiến mạnh mẽ phương thức hoạch định và điều hành CSTT, điều hành tỷ giá, quản lý ngoại hối, nâng cao vai trò định hướng hoạt động thị trường tiền tệ của NHNN hướng vào mục tiêu kiểm soát lạm phát, ổn định giá trị đồng tiền.

- Mở rộng các hình thức thanh toán qua ngân hàng và thanh toán không dùng tiền mặt. Hiện đại hóa và mở rộng các dịch vụ ngân hàng nhất là các dịch vụ có giá trị gia tăng cao. Đổi mới công tác điều hòa lưu thông tiền mặt.

- Kiện toàn tổ chức và nâng cao hiệu lực, hiệu quả hoạt động của Cơ quan Thanh tra, GSNH.

- Kiện toàn cơ cấu tổ chức, nâng cao chất lượng nguồn nhân lực ngành ngân hàng⁸.

Đổi mới toàn diện bộ máy tổ chức và hoạt động quản lý điều hành của NHNN Việt Nam được đặt trong mối quan hệ với Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội đến năm 2020 nhằm giải quyết những vấn đề chiến lược của ngành ngân hàng và tạo nền tảng vững chắc cho sự phát triển bền vững của ngành ngân hàng, đồng thời hỗ trợ thực hiện các mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội trong từng thời kỳ, gắn liền với chiến lược phát triển tổng thể hệ thống tài chính và phát triển thị trường tài chính, trong đó hệ thống ngân hàng và thị trường tiền tệ là bộ phận cấu thành quan trọng nhất.

Cần nâng cao trách nhiệm và quyền hạn của NHNN trong việc tổ chức thực hiện chiến lược, hoạch định và thực thi CSTT, đồng thời phân định rõ ràng quyền hạn, nhiệm vụ của các cấp, cơ quan liên quan (Quốc hội, Chính phủ, Bộ Tài chính,...) trong quá trình xây dựng và thực thi CSTT, pháp luật về tiền tệ và hoạt động ngân hàng. NHNN có trách nhiệm xây dựng mục tiêu CSTT hàng năm sau khi đã tham vấn ý kiến của Bộ Tài chính để trình Quốc hội phê duyệt. NHNN hoàn toàn chủ động trong việc điều hành các công cụ CSTT, lãi suất và tỷ giá nhằm đạt được các mục tiêu CSTT.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

[1] *Các quyết định thay đổi lãi suất của Thống đốc NHNN từ năm 1999 - 2005; năm 2012, năm 2013.*

[2] *Các nghị định của Chính phủ về quản lý ngoại hối (năm 1988, 1998, 2006).*

[3] Nguyễn Ngọc Cảnh, *Thành công của chính sách quản lý thị trường vàng 2011, 2015* sbv.gov.vn.

[4] Đảng Cộng sản Việt Nam (2006), *Văn kiện Đảng toàn tập*, NXB CTQG, Hà Nội.

[5] Đảng Cộng sản Việt Nam (2016), *Văn kiện Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ XII*, Văn phòng Trung ương Đảng, Hà Nội.

[6] *Đề án phát triển ngành Ngân hàng Việt Nam đến năm 2010 và định hướng đến năm 2020 ban hành theo Quyết định số 112/2006/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ.*

⁸ Chính phủ (2006), *Đề án phát triển ngành Ngân hàng Việt Nam đến năm 2010 và định hướng đến năm 2020 ban hành theo quyết định số 112/2006/QĐ-TTg của thủ tướng chính phủ* (vanbanchinhphu.vn).

- [7] Đặng Phong (chủ biên) (2013): *Lịch sử Ngân hàng Cổ phần Ngoại thương Việt Nam 1963-2013*, NXB Chính trị Quốc gia.
- [8] Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2013), *Báo cáo thường niên của NHNN Việt Nam năm 2013*, www.sbv.gov.vn.
- [9] Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2016), *Lịch sử ngân hàng Việt Nam 1951-2016*, Nxb Lao động, Hà Nội.
- [10] Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (1996), *Ngân hàng Việt Nam quá trình xây dựng và phát triển*, NXB Chính trị Quốc gia, Hà Nội.
- [11] *Tài chính Việt Nam 2011, Tái cấu trúc và minh bạch chính sách*, (2012), NXB Tài chính.
- [12] *Tài chính Việt Nam 2012, Khó khăn vững bước, chiến lược đồng bộ* (2013), NXB Tài chính.
- [13] *Tài chính Việt Nam 2013-2014, Cải cách thể chế, cân đối tài khóa* (2014), NXB Tài chính.
- [14] Nguyễn Thị Kim Thanh, *Lạm phát ổn định hợp lý là điều kiện tốt cho sự phát triển*, (www.sbv.gov.vn).
- [15] *Vietnam - Selected Issues and Statistical Appendix (IMF 2001, 2003, 2004)* và *Niên giám thống kê 2003. International Financial Statistics 2006 - IMF. Kế hoạch Phát triển KT-XH 2006-2010*.
- [16] misa.com.vn ngày 25/4/2013.
- [17] vanban.chinhphu.vn.
- [18] sbv.gov.vn.
- [19] <http://vbpl.vn/Pages/portal.aspx>
- [20] https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/m/menu/trangchu/ttsk/ttsk_chitiet?leftWidth=0%25&showFooter=false&showHeader=false&dDocName=SBV398033&rightWidth=0%25¢erWidth=100%25&_afrLoop=17780657256981577

TÁC ĐỘNG CỦA HOẠT ĐỘNG PHÁT HÀNH ĐẦU TIÊN RA CÔNG CHỨNG LÊN GIÁ CỦA CÁC CỔ PHIẾU HIỆN HÀNH TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

IMPACTS OF INITIAL PUBLIC OFFERING ON THE PRICE OF EXISTING
STOCKS ON VIETNAMESE STOCK MARKET

Hoàng Thị Phương Anh, Vũ Minh Hà

Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

vuminhha@ueh.edu.vn

TÓM TẮT

Mục tiêu của bài nghiên cứu này là nhằm xem xét sự thay đổi của tỷ suất sinh lợi bất thường tích lũy của các ngành xung quanh ngày thông báo chấp thuận IPO và ngày niêm yết. Bằng việc sử dụng một mẫu quan sát gồm 196 công ty được niêm yết trên 2 sàn HOSE và HNX trong giai đoạn từ năm 2006-2018. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy, việc thông báo chấp thuận IPO sẽ làm giảm tỷ suất sinh lợi bất thường tích lũy của các cổ phiếu hiện hành xung quanh ngày thông báo chấp thuận IPO và ngày niêm yết. Kết quả nghiên cứu của chúng tôi sẽ cung cấp thêm một bằng chứng thực nghiệm giúp cho các nhà đầu tư có thêm một tài liệu tham khảo khi muốn đầu tư vào cổ phiếu tại thời điểm IPO.

Từ khóa: IPO, hiệu ứng cổ phiếu chéo, hiệu ứng giá.

ABSTRACT

This paper examines the impact of the changes in cumulative abnormal returns of industries around the date of IPO approval and listed date through 196 listed companies on Ho Chi Minh City Stock Exchange and Hanoi Stock Exchange from 2006-2018. The results show that the announcement of IPO approval will reduce cumulative abnormal returns of current stocks around the date of IPO approval and listing date. Our results will provide an empirical evidence that investors can refer to when they want to invest in stocks at the time of IPO.

Keywords: IPO, cross-stock effect, price effect.

1. Giới thiệu

IPO (Initial Public Offering) là hoạt động chào bán cổ phiếu đầu tiên ra công chúng cho các nhà đầu tư khác nhằm mục đích tăng vốn. Khi một doanh nghiệp đã qua một giai đoạn phát triển nhất định, doanh nghiệp cần mở rộng quy mô và đầu tư sản xuất. Để đáp ứng nhu cầu đó, doanh nghiệp cần nguồn vốn lớn mà đôi khi nguồn vốn tự có không đủ để chi tiêu, lúc này doanh nghiệp sẽ chọn giải pháp IPO để huy động lượng vốn cần thiết thông qua việc chào bán chứng khoán đầu tiên ra công chúng với số lượng đủ lớn giá trị chứng khoán và nhà đầu tư.

IPO hiện là một trong những vấn đề mà nhiều nhà nghiên cứu quan tâm trên toàn cầu. Một thương vụ IPO có thể ảnh hưởng lớn đến thị trường về thanh khoản, tỷ suất sinh lợi, từ đó tác động đến nền kinh tế. Ý thức được tầm quan trọng của vấn đề IPO, chúng tôi chọn nghiên cứu về khía cạnh ảnh hưởng của cú sóc cung IPO đến những cổ phiếu hiện hành. Nghiên cứu của chúng tôi liên quan đến các tài liệu rộng lớn về tác động giá cả của các cú sóc cung khác nhau. Đây là một đề tài khá khan hiếm về IPO trên toàn thế giới. Có khá nhiều nghiên cứu IPO trước đây đã kiểm tra giá cổ phiếu sẽ phản ứng như thế nào với các đợt chào bán cổ phần theo mua, bán khối, mua lại cổ phiếu, hết hạn khóa IPO, tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu IPO vào những ngày đầu niêm yết như Fama (1998), Ellis (2006),... và thấy rằng tất cả các cú sóc về số lượng cung cổ phiếu đều dẫn đến ít nhất một số tác động đến giá của chính các cổ phiếu này. Tuy nhiên, ít bài báo đã xem xét hiệu ứng giá của cú sóc về số lượng cổ phiếu được IPO đối với các cổ phiếu khác trên thị trường, với một số trường hợp ngoại lệ như Braun và Larrain (2009) và Shi và cộng sự (2017), Li và cộng sự (2018).

Tại Việt Nam trong những năm gần đây, cũng có nhiều bài viết nghiên cứu về IPO đối với các vấn đề cụ thể như các yếu tố ảnh hưởng đến lợi tức bất thường từ hoạt động niêm yết của Công ty IPO của Bùi Thị Trà Mi (2013), sự định dưới giá của cổ phiếu IPO của Trần Thị Hải Lý và Dương Kha (2012). Chúng tôi nhận thấy, hầu hết những bài nghiên cứu tại Việt Nam chỉ nghiên cứu những vấn đề của chính cổ phiếu IPO mà chưa có đề tài nào đề cập đến sự ảnh hưởng của thương vụ IPO tác động đến những cổ phiếu khác. Đây là một vấn đề có ý nghĩa thực tiễn quan trọng cho những nhà quản lý và các nhà đầu tư tham gia trên thị trường, chúng tôi mong muốn có thể giải quyết được tính cấp thiết của thực trạng này trên thị trường Việt Nam và trở thành tài liệu tham khảo cho những nhà đầu tư, doanh nghiệp và các bài nghiên cứu khác liên quan sau này. Một yếu tố quan trọng trong nghiên cứu của chúng tôi là chúng tôi nghiên cứu sự thay đổi giá của những cổ phiếu hiện hành trên thị trường chứ không phải của Công ty IPO.

Mục tiêu của bài nghiên cứu nhằm đánh giá sự tác động của hoạt động phát hành đầu tiên ra công chúng của những cổ phiếu IPO thuộc 8 ngành lên giá các cổ phiếu hiện hành tại Việt Nam thông qua việc trả lời 2 câu hỏi:

Thứ nhất: Việc thông báo chấp thuận IPO có làm giảm tỷ suất sinh lợi của những cổ phiếu khác xung quanh ngày thông báo do sự kỳ vọng của nhà đầu tư về một cú sốc cung sắp tới?

Thứ hai: Phản ứng giá của các cổ phiếu hiện hành ra sao xung quanh ngày cổ phiếu IPO niêm yết? Liệu có sự đảo ngược giá của những cổ phiếu hiện hành xung quanh ngày niêm yết?

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Tổng quan các nghiên cứu trước đây

Trước vấn đề mà chúng tôi đang quan tâm, có một số tác giả đã nghiên cứu về ảnh hưởng của sự kiện IPO đến giá của những cổ phiếu hiện hành.

Đầu tiên là Braun và Larrain (2009) đã kiểm tra vấn đề này bằng việc sử dụng các sự kiện niêm yết IPO từ 22 quốc gia đang phát triển với các biến phụ thuộc là lợi nhuận bất thường ngành, với các biến độc lập là vốn sở hữu thị trường (ME), COV (hiệp phương sai), chỉ số P/E (hệ số giá trên thu nhập), P/B (giá cổ phiếu trên giá ghi sổ sách), SIZE (quy mô) sử dụng mô hình OLS được tiến hành phân tích trong tháng doanh nghiệp niêm yết IPO và dựa trên giao dịch thực tế của cổ phiếu IPO. Braun và Larrain (2009) phát hiện ra IPO mang tác động tiêu cực lên các công ty có tương quan gần, được xác định bởi các cổ phiếu có biến động giá tương quan cao với lợi nhuận của doanh nghiệp IPO. Bài nghiên cứu cho thấy rằng cổ phiếu có mối tương quan cao với ngành của cổ phiếu IPO thì sẽ liên quan đến việc giảm giá lớn hơn trong suốt một tháng IPO. Braun và Larrain cho rằng, cơ chế chính cho hiệu ứng cổ phiếu âm là tái cân bằng danh mục đầu tư. Để chấp nhận cổ phiếu IPO mới, các nhà đầu tư phải cân bằng danh mục của họ bằng cách bán ra những cổ phiếu hiện hành có khả năng thay thế gần cho cổ phiếu IPO, vì vậy giá của những cổ phiếu này sẽ giảm xuống và nghiên cứu này phù hợp với lý thuyết đường cầu dốc xuống.

Ngoài ra, tại thị trường Trung Quốc, Shi và cộng sự (2017) đã thực hiện kiểm tra trên 733 công ty nghiên cứu sự tác động của các biến độc lập SIZE, YEAR, tỷ số giao dịch tác động đến lợi nhuận thị trường Trung Quốc theo mô hình GARCH từ ngày niêm yết đến 7 ngày sau niêm yết. Bài nghiên cứu đã cho rằng, các nhà đầu tư đầu cơ vào các công ty có cổ phiếu bị định dưới giá sắp phát hành IPO bằng việc bán ra các cổ phiếu hiện hành nhằm tạo tính thanh khoản để mua vào cổ phiếu IPO, chính điều này sẽ dẫn đến tác động tiêu cực tạm thời đến giá của các cổ phiếu hiện hành.

Gần đây, Li và cộng sự (2018) đã nghiên cứu tác động của cả hai sự kiện là việc thông báo phê duyệt IPO và ngày niêm yết ảnh hưởng đến giá của những cổ phiếu hiện hành. Bằng việc hồi quy theo mô hình OLS để nghiên cứu tác động của các biến độc lập: SIZE, BTM (giá trị thị trường trên sổ sách), COV (hiệp phương sai) trên 1.096 công ty thuộc 10 ngành. Bài nghiên cứu đã cho thấy có sự tác động gần giống nhau giữa hai sự kiện trên ảnh hưởng tiêu cực đến giá của những cổ phiếu khác đặc biệt đối với những cổ phiếu có tương quan cao với ngành IPO.

Hiện tại, ở Việt Nam chưa có bài viết nào nghiên cứu về đề tài này. Để có được một bức tranh đầy đủ về những ảnh hưởng của sự kiện IPO, chúng tôi cũng đã tiến hành xem xét những hiệu ứng về giá xung quanh ngày thông báo chấp thuận và ngày niêm yết IPO. Dựa vào nghiên cứu của Shi và cộng sự (2017), chúng tôi thấy rằng những ảnh hưởng tiêu cực về giá tạm thời do tính thanh khoản đối với các cổ phiếu thay thế tương đương cổ phiếu IPO trong những ngày niêm yết IPO. Ở đây, có thể là do các nhà đầu tư tái cơ cấu danh mục đầu tư, bán những cổ phiếu hiện tại và mua cổ phiếu IPO hoặc có sự đầu cơ khi cổ phiếu IPO bị định dưới giá.

Nhìn chung, những phát hiện của chúng tôi cung cấp một bức tranh đầy đủ hơn về hiệu ứng giá của IPO đối với các cổ phiếu thay thế tương đương của doanh nghiệp IPO. Không chỉ nghiên cứu hiệu ứng giá cổ phiếu xung quanh ngày thông báo chấp thuận IPO, tức nghiên cứu sự kỳ vọng làm thay đổi hành vi nhà đầu tư mà còn nghiên cứu sự thay đổi tỷ suất sinh lợi xung quanh ngày niêm yết – ngày diễn ra sự giao dịch cổ phiếu thật. Chúng tôi thấy rằng, kỳ vọng về một IPO, có thể dẫn đến việc điều chỉnh giá cho các cổ phiếu có tương quan cao với cổ phiếu IPO. Trên thực tế, mức độ điều chỉnh giá xung quanh thông báo phê duyệt IPO ngang bằng với những gì được quan sát trong giai đoạn niêm yết. Nếu chúng ta chỉ tập trung vào hiệu ứng giá IPO xung quanh thời điểm niêm yết IPO, chúng ta sẽ bỏ lỡ một phần đáng kể của hiệu ứng giá IPO. Ngoài ra, việc điều chỉnh giá xung quanh thông báo phê duyệt dường như kéo dài, điều này cho thấy sự thay đổi của giá cân bằng, trong khi thay đổi giá trong thời gian niêm yết là nhất thời, cho thấy sự đầu cơ và thiếu hụt khoản đầu tư.

2.2. Chế độ phê duyệt IPO ở Việt Nam

Trong nhiều thị trường tài chính, các công ty có thể nộp đơn xin IPO khi điều kiện hoạt động hoặc tình hình thị trường hoặc cả hai đều có lợi cho họ. Trung bình chỉ mất 59 ngày để một công ty chuyển từ hoàn thành đăng ký IPO sang được niêm yết tại Hồng Kông, quy trình ở những thị trường này không tốn quá nhiều thời gian. Ngược lại, khác biệt khá nổi bật ở thị trường Việt Nam là khoảng thời gian từ IPO đến chuyển sang niêm yết trên sàn thường tốn rất nhiều thời gian. Các cổ phiếu thường tốn thời gian trung bình khoảng 3 năm và hiếm công ty được niêm yết ngay trong cùng một năm trừ khi công ty đã được niêm yết trên sàn trước đó. Điều này được các bộ ngành giải thích là do bởi thị trường IPO – Việt Nam gặp nhiều khó khăn trong quy trình rà soát, phê duyệt phương án sử dụng của nhiều doanh nghiệp quy mô lớn. Nghị định số 116/2015/NĐ-CP quy định cổ phần hóa, thoái vốn được ban hành chặt chẽ, công khai, minh bạch khiến các doanh nghiệp phải mất nhiều thời gian về quy trình, thủ tục.

Trong đó, Ủy ban chứng khoán Việt Nam (SSC) đưa ra các tiêu chí lựa chọn, thiết lập các thủ tục bắt buộc đối với các nhà phát hành IPO tiềm năng và đưa ra quyết định phê duyệt. Các công ty Việt Nam phải trải qua một thủ tục dài và không chắc chắn trước khi cổ phiếu có thể được phát hành. Do đó, với điều kiện phê duyệt tốn nhiều thời gian và nhiều giai đoạn như Việt Nam, việc các nhà quản lý cạnh tranh thuận lợi để IPO cổ phiếu doanh nghiệp của họ là điều dường như không thể thực hiện.

Giai đoạn ban đầu của IPO Việt Nam là tổ chức lại trước khi nộp đơn. Trong đó, công ty bắt buộc phải tái cấu trúc công ty theo yêu cầu của SSC trước khi đủ điều kiện nộp đơn đăng ký IPO. Ở giai đoạn này, doanh nghiệp phải xin ý kiến cổ đông về phát hành, lên kế hoạch IPO về mục đích sử dụng, số vốn cần huy động... Sau đó, sẽ thành lập Ban để chuẩn bị các hồ sơ cần thiết cho thương vụ IPO, tìm kiếm đơn vị tư vấn, công ty kiểm toán để xây dựng phương án phát hành và phương án sử dụng vốn từ đợt chào bán. Bước tiếp theo, công ty cùng các đơn vị tư vấn, công ty kiểm toán sẽ thực hiện việc định giá chứng khoán phát hành. Đây là giai đoạn tốn nhiều thời gian và phức tạp khi tiến hành IPO. Việc định giá cần phải hợp lý để thuận tiện cho công ty trong việc huy động vốn, việc định giá quá cao sẽ khiến doanh nghiệp khó thu hút được nguồn cầu, mức giá chào bán sẽ quyết định khá lớn về sự thành công của một thương vụ IPO. Vì vậy, doanh nghiệp và các tổ chức có liên quan thường cần trọng và xem xét lại nhiều lần trước khi đưa ra mức giá. Sau giai đoạn định giá, doanh nghiệp sẽ bước sang quy trình xác nhận báo cáo tài chính được thực hiện bởi công ty kiểm toán, đồng thời công ty IPO cần chuẩn bị đầy đủ hồ sơ, thủ

tục cần thiết theo yêu cầu. Những bước trên cũng không chắc chắn liệu một công ty có IPO thành công hay không khi công ty này sẽ hoàn thành được công việc tổ chức lại. Do đó, thị trường không thể hình thành bất kỳ kỳ vọng có ý nghĩa nào về việc liệu và khi nào IPO sẽ xảy ra trong giai đoạn ban đầu này.

Sau khi một công ty hoàn thành việc tái cấu trúc sẽ bước vào giai đoạn tiếp theo: nộp đơn xin IPO và chờ phê duyệt. Các công ty phải nộp đơn đăng ký IPO với SSC trước, sau đó chờ để được kiểm tra tại cuộc họp Ủy ban kiểm tra ban hành của SSC. Trong giai đoạn này, sau khi đã hoàn thành mọi thủ tục, giấy tờ cần thiết doanh nghiệp sẽ nộp hồ sơ lên Ủy ban Chứng khoán và cần tốn một khoản thời gian khá lâu để nhận được thông báo liệu IPO có được chấp nhận được hay không. Thông thường, có một hàng dài các công ty nộp đơn đang chờ được kiểm tra. Một công ty phải đợi một hoặc hai năm trước khi được đưa vào một cuộc họp Ủy ban kiểm tra. Nhiều công ty được yêu cầu làm rõ các vấn đề được tìm thấy trong các tài liệu ứng dụng của họ và cung cấp các tài liệu mới, có thể kéo dài thời gian chờ đợi. Do đó, chỉ cần nộp đơn đăng ký IPO không chứa đủ thông tin về việc liệu một công ty sẽ có được phê duyệt IPO hay có cơ hội được niêm yết trên sàn (Braun và Larrain, 2009). Sau khi IPO được chấp thuận, công ty IPO có trách nhiệm thông báo việc này trên các phương tiện truyền thông đại chúng và thực hiện chào bán chứng khoán theo thời gian quy định, sau đó chuyển sang chuẩn bị phát hành cổ phiếu. Do khó khăn trong việc có được sự chấp thuận, các công ty không bao giờ rút IPO của họ, ngoại trừ trong những trường hợp rất hiếm khi họ bị phát hiện gian lận sau khi phê duyệt và buộc phải kết thúc quá trình IPO. Trong giai đoạn mẫu của chúng tôi, 100% các công ty IPO đã phát hành cổ phiếu sau khi thông báo phê duyệt IPO của họ. Do đó, thông báo phê duyệt IPO chứa thông tin gần như chắc chắn về nguồn cung cổ phiếu mới và thị trường có thể hình thành kỳ vọng về những thay đổi trong tương lai của điều kiện cung - cầu. Như đã đề cập trước đó, khoảng thời gian ngắn nhất giữa phê duyệt và niêm yết là khoảng một đến ba tháng, đủ dài để giúp tách biệt giải thích dựa trên kỳ vọng khỏi các giải thích dựa trên giao dịch cổ phiếu IPO.

Nói tóm lại, các phê duyệt IPO của Việt Nam là ngoại sinh đối với các công ty mà chúng tôi áp dụng nghiên cứu. Nhà đầu tư không thể suy ra sự đảo ngược giá do sự suy giảm hiệu suất của công ty hoặc điều chỉnh giá trị sau khi niêm yết cho công ty IPO và các công ty thay thế. Do đó, giả thuyết thời gian thị trường có thể được loại trừ trong thiết lập theo kinh nghiệm của chúng tôi và cũng phù hợp với bài nghiên cứu của Li và cộng sự (2018).

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô tả dữ liệu

Trong quá trình thu thập dữ liệu, chúng tôi chỉ thu thập và tính các biến phụ thuộc, biến độc lập tại thời điểm IPO và thời điểm sau niêm yết của từng công ty trong mẫu nghiên cứu. Các công ty trong mẫu chỉ IPO một lần duy nhất và các công ty IPO tại nhiều thời điểm khác nhau nên khi chạy hồi quy trên phần mềm Stata 2015, chúng tôi định dạng dữ liệu là không cấu trúc/không thời gian (Unstructured/Undated). Chúng tôi thu thập dữ liệu nghiên cứu gồm 196 cổ phiếu từ 2 sàn HOSE và HNX từ năm 2006 - 2018.

Cho mỗi IPO, chúng tôi xác định ngày chấp thuận IPO và ngày niêm yết như là những ngày sự kiện IPO. Chúng tôi cũng thu thập lợi nhuận cổ phiếu hàng ngày của tất cả cổ phiếu từ 8 danh mục ngành. Chúng tôi tính lợi nhuận danh mục ngành theo tỷ trọng sử dụng giá đóng cửa hàng ngày và giá trị vốn hóa thị trường dựa trên những cổ phiếu có thể giao dịch. Bảng 1 cho thấy, số lượng IPO phân bổ theo ngành cho thấy sự đóng góp của tất cả sự phê duyệt IPO trong những ngành trong mẫu.

Bảng 1: Số lượng IPO phân bổ theo ngành

Stt	Ngành	Số lượng Ipo	Tỷ trọng
1	Hàng tiêu dùng	26	13%
2	Chăm sóc sức khỏe	5	3%
3	Năng lượng	8	4%

4	Nguyên vật liệu	35	18%
5	Hàng tiêu dùng thiết yếu	19	10%
6	Dịch vụ tiện ích	15	8%
7	Công nghiệp	60	31%
8	Bất động sản	28	14%

Nguồn: Tác giả tự thu thập

3.2. Mô tả biến

Biến phụ thuộc: Lợi nhuận bất thường tích lũy CAR_{ij} . CAR đại diện cho lợi nhuận bất thường tích lũy của danh mục ngành i xung quanh sự kiện IPO j (sự phê duyệt IPO). Lợi nhuận danh mục là lợi nhuận có trọng số của tất cả cổ phiếu được liệt kê trong ngành i . CAR_{ij} được ước tính từ 20 đến 220 ngày giao dịch trước ngày diễn ra sự kiện. Cửa sổ CAR thay đổi từ 10 ngày trước đến 10 ngày sau ngày chấp thuận. Để tính CAR , chúng tôi đã sử dụng mô hình CAPM để đo lường lợi nhuận bất thường tích lũy của danh mục ngành i xung quanh sự kiện IPO dựa theo nghiên cứu của Braun và Larrain (2009) như sau:

$$CAR_{ij} = R_f + B \cdot (R_m - R_f)$$

Trong đó:

R_f : là lãi suất trái phiếu chính phủ năm 2017.

B : Beta được chúng tôi thu thập tại trang vietstock.

R_m : Lợi nhuận của ngành.

Biến độc lập:

- COV_{ij} : Đo lường mức độ thay thế giữa danh mục cổ phiếu ngành IPO j và danh mục ngành i . Theo Braun và Larrain (2009), Li và cộng sự (2018), chúng tôi sử dụng tương quan lợi nhuận của mỗi ngành i và ngành của cổ phiếu IPO. Hiệp phương sai tỷ suất sinh lợi được tính bằng cách sử dụng lợi nhuận danh mục ngành hàng tháng trong hơn 36 tháng trước tháng xảy ra sự kiện. Tất cả các công ty được phân loại từ 8 ngành theo ngành các công ty niêm yết theo chuẩn GICS. Giá trị của COV thấp nhất cho biết hiệp phương sai tỷ suất sinh lợi thấp nhất giữa ngành i và ngành của cổ phiếu IPO, có nghĩa là những cổ phiếu thuộc ngành i ít có khả năng thay thế bởi cổ phiếu IPO. Ngược lại, giá trị của COV_{ij} cao nhất nghĩa là IPO có sự thay thế gần nhất cho những chứng khoán thuộc ngành đó.

- $SIZE$: Quy mô ngành được đo lường bằng giá trị vốn hóa thị trường. Theo Braun và Larrain (2009), Li và cộng sự (2018) cho mỗi IPO j , chúng tôi sử dụng logarit tự nhiên của dòng vốn hóa thị trường chứng khoán tổng hợp của tất cả những cổ phiếu trong ngành để đánh giá $SIZE$.

- BTM : Tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường. Chúng tôi tính bằng cách lấy nghịch đảo của chỉ số giá trên lợi nhuận (P/E). Theo Braun và Larrain (2009), Li và cộng sự (2018) cho mỗi IPO j , chúng tôi sử dụng logarit tự nhiên của dòng vốn hóa thị trường chứng khoán tổng hợp của tất cả những cổ phiếu trong ngành để đánh giá BTM .

- IPO : Các biến giả IPO xuất hiện trong mô hình để nắm bắt hiệu ứng cố định dành riêng cho IPO. Để so sánh, chúng tôi cũng kiểm tra xem IPO có tác động tiêu cực đến giá của các sản phẩm thay thế gần gũi của chúng trong ngày niêm yết không.

- RS : Quy mô tương đối. Được đo lường bằng giá trị vốn chủ sở hữu cổ phiếu IPO chia cho tổng giá trị vốn chủ sở hữu ngành theo công thức dưới đây:

$$RS_{ij} = \frac{IPO_j}{Industry_i} \quad (\text{trong đó } i = 1, \dots, 8 \text{ bao gồm } j)$$

Trong đó: IPO_j đại diện cho giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu của Công ty IPO_j năm trước năm IPO và ngành *i* đại diện cho giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu của ngành thứ *i* trong cùng một năm. Chúng tôi sử dụng RS_{ij} để đại diện cho cú sốc cung của IPO_j cho ngành *i*.

3.3. Giả thuyết nghiên cứu

Khi những cổ phiếu co dẫn hoàn toàn với đường cầu, giá cân bằng thị trường của cổ phiếu sẽ không bị tác động bởi cú sốc cung. Tuy nhiên, vì sự tương quan thị trường đa dạng, đường cầu của chứng khoán là dốc xuống (Kraus và Stoll, 1972; Wurgler và Zhuravskaya, 2002). Vì vậy, một cú sốc cung trong việc thông báo IPO có thể làm thay đổi giá cân bằng của những chứng khoán có mối tương quan với cổ phiếu IPO.

Theo Scholes (1972), Mikkelson và Partch (1985), khi một nguồn cung chứng khoán mới đại diện cho sản phẩm thay thế cho những cổ phiếu hiện hành càng lớn, phản ứng giá của những cổ phiếu này là càng lớn. Phù hợp với nghiên cứu này, Braun và Larrain (2009) cho thấy rằng cổ phiếu có mối tương quan cao với ngành của cổ phiếu IPO thì sẽ liên quan đến việc giảm giá lớn hơn trong suốt 1 tháng IPO. Do đó, nghiên cứu xây dựng giả thuyết nghiên cứu thứ nhất như sau:

H1: Tỷ suất sinh lợi bất thường của các cổ phiếu hiện hành sẽ bị sụt giảm xung quanh ngày thông báo chấp thuận IPO.

Trong một thị trường hiệu quả, giá của chứng khoán sẽ có phản ứng một khi thông tin về cú sốc cung được tung ra. Như đã nói ở trên, chế độ phê duyệt ngoại sinh ở Việt Nam giúp việc phê duyệt IPO như là một dự báo tốt cho việc phát hành IPO trong tương lai. Nói cách khác, việc thông báo chấp thuận IPO thực chất dự báo sẽ có những thay đổi trong việc cung cổ phiếu IPO và nhu cầu thay thế cổ phiếu IPO, điều này dẫn đến những điều chỉnh trong giá cân bằng thị trường, thậm chí là khi không có giao dịch bắt đầu. Do việc điều chỉnh giá theo kỳ vọng, như vậy phần lớn không bị ảnh hưởng bởi đầu cơ vào việc định giá thấp IPO hoặc thiếu thanh khoản tạm thời nên không có sự đảo ngược giá. Do đó, chúng ta có giả thuyết nghiên cứu thứ hai như sau:

H2: Tỷ suất sinh lợi của các cổ phiếu hiện hành sẽ bị sụt giảm xung quanh ngày niêm yết.

3.4. Mô hình nghiên cứu

Mục tiêu của bài nghiên cứu này là nhằm xem xét ảnh hưởng của thông báo chấp nhận IPO đến tỷ suất sinh lợi tích lũy bất thường của các cổ phiếu hiện tại, mô hình nghiên cứu thực nghiệm được xây dựng dựa trên mô hình được sử dụng trong nghiên cứu của Li và cộng sự (2018). Mô hình hồi quy cơ sở như sau:

$$CAR_{Ij} = \alpha + \beta_1 * COV_{ij} + \beta_2 * SIZE_{ij} + \beta_3 * BTM_{ij} + \gamma * IPO_j + \varepsilon_{ij} \quad (1)$$

Trong đó:

CAR_{ij} đại diện cho lợi nhuận bất thường tích lũy của danh mục ngành *i* xung quanh sự kiện IPO *j* (sự phê duyệt IPO).

SIZE: Quy mô ngành.

BTM: Tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường.

RS: Quy mô tương đối.

IPO: Biến giả xuất hiện trong mô hình để nắm bắt hiệu ứng cố định dành riêng cho IPO.

Tuy nhiên, Braun và Larrain (2009) chỉ ra rằng, tác động chéo cổ phiếu của IPO không chỉ phụ thuộc vào COV mà còn phụ thuộc vào quy mô của IPO. Họ giải quyết vấn đề này bằng cách chỉ bao gồm các IPO có quy mô trên ngưỡng nhất định trong mẫu của họ. Chúng tôi đưa thêm biến quy mô tương đối (RS) IPO vào phương trình hồi quy (1). Quy mô tương đối (RS) được tính bằng quy mô IPO chia cho quy mô của ngành nên có mối quan hệ tiêu cực mạnh mẽ giữa SIZE và RS tức là SIZE càng lớn, RS càng nhỏ cho mỗi IPO. Chúng tôi kỳ vọng RS sẽ có tác động tiêu cực đến CAR đối với một mức COV nhất định.

Không có sự kiểm soát đối với COV, RS không nhất thiết có mối quan hệ tiêu cực với CAR điều này phù hợp với quan điểm của Li và cộng sự (2018).

Để kiểm tra hiệu ứng nguồn cung tương đối của IPO trên CAR cho từng mức COV nhất định, chúng tôi không chỉ bao gồm RS mà còn cả tương tác RS*COV trong hồi quy. Trên thực tế, trọng tâm của chúng tôi không nằm ở biến RS mà ở biến tương tác giữa RS, COV, chúng tôi hy vọng hệ số cho biến tương tác này là tiêu cực và có ý nghĩa thống kê. Nghĩa là, đối với một mức COV nhất định, IPO sắp tới lớn hơn, sự chấp thuận IPO có khả năng làm tăng nguồn cung lớn hơn, do đó dẫn đến sự sụt giảm lớn hơn trong danh mục đầu tư ngành và ngược lại IPO nhỏ hơn sắp tới so với ngành, sự chấp thuận IPO nhỏ hơn có khả năng làm gia tăng nguồn cung nhỏ hơn, vì vậy dẫn đến sự sụt giảm nhỏ hơn trong danh mục đầu tư ngành. Chúng tôi lặp lại phân tích phương trình (1) bằng cách đưa RS và biến tương tác giữa RS và COV vào mô hình (2) như sau:

$$CAR_{ij} = \alpha + \beta_1 * COV_{ij} + \beta_2 * SIZE_{ij} + \beta_3 * RS_{ij} + \beta_4 * RS_{ij} * COV_{ij} + \beta_5 * BTM_{ij} + \gamma * IPO_j + \varepsilon_{ij} \quad (2)$$

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Hiệu ứng giá xung quanh ngày phê duyệt IPO

Phần này trình bày và thảo luận về kết quả thực nghiệm về tác động giá IPO trong ngày phê duyệt IPO. Cột 1 của Bảng 2 trình bày kết quả ước tính cho phương trình (1) với CAR (-10, 1) là biến phụ thuộc. Chúng tôi thấy rằng, hệ số ước tính của COV, hiệp phương sai giữa danh mục đầu tư ngành và ngành IPO là -0,125, có giá trị p-value 0.0000 có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, cho thấy tỷ lệ thay thế cao hơn giữa IPO và danh mục đầu tư của ngành dẫn đến hệ số CAR thấp hơn ngành đó, phù hợp với H1. Ngoài ra, BTM đều tham gia hồi quy với dấu hiệu như mong đợi và ý nghĩa thống kê ở mức 1% và SIZE cũng có ý nghĩa ở mức 10%.

Bảng 2: Hiệu ứng giá IPO xung quanh ngày phê duyệt IPO (Panel A)

Panel A	CAR (-10; +1)	CAR (-10; +3)	CAR (-10; +5)	CAR (-10; +10)
COV	-0.125 (0.0000)	-0.251 (0.0585)	-0.365 (0.0352)	-0.135 (0.005)
SIZE	-0.266 (0.0625)	-0.444 (0.032)	-0.821 (0.745)	-0.0614 (0.0356)
BTM	0.325 (0.050)	0.442 (0.045)	0.4025 (0.015)	0.5691 (0.000)
Constant	4.058 (0.000)	7.413 (0.000)	6.628 (0.000)	6.086 (0.000)
R ²	0.014	0.0373	0.0473	0.0244

Nguồn: Tác giả tính toán trên phần mềm

Ghi chú: Các hồi quy được ước tính bằng cách sử dụng bình phương bé nhất (OLS), giá trị p-value được báo cáo trong ngoặc đơn.

Chúng tôi lặp lại hồi quy với các cửa sổ CAR dài hơn CAR (-10, 3), CAR (-10, 5), CAR (-10, 10), và báo cáo kết quả trong các Cột 2, 3, 4 tương ứng. Rõ ràng là không có sự đảo ngược về giá, vì hệ số ước tính cho COV giảm đơn điệu khi kéo dài cửa sổ CAR, trong khi ý nghĩa thống kê tăng nói chung. Hệ số ước tính cho CAR (-10, 10) là -0,135, có giá trị p-value là 0.005 có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Các hệ số ước tính cho SIZE và BTM về cơ bản giống như các hệ số trong Cột 1. Những kết quả này chỉ ra rằng việc di chuyển một cấp bậc gần hơn với IPO về mặt xếp hạng hiệp phương sai làm giảm CAR (-10, 1)

trên các cổ phiếu trong danh mục đầu tư của ngành đó 13,5 điểm cơ bản. Kết quả này đối với với Braun và Larrain (2009) là -0,038 cho thấy rằng một đơn vị tiến gần hơn tới IPO trong bảng xếp hạng hiệp phương sai khiến cổ phiếu giảm giá 3,8 điểm cơ bản. Vì chúng tôi có 7 cấp độ hiệp phương sai, 13,5 điểm cơ bản trên mỗi cấp này có nghĩa là các cổ phiếu có COV cao nhất với IPO sẽ bị mất 94,5 điểm cơ bản trong lợi nhuận bất thường so với các cổ phiếu có COV thấp nhất với IPO.

Chúng tôi tiếp tục lặp lại các hồi quy tương tự sử dụng CAR được tính cho các cửa sổ bắt đầu từ năm, ba và một ngày trước khi thông báo phê duyệt. Các kết quả được hiển thị trong Bảng 3, 4 và 5 đều giống nhau về mặt chất lượng như các bảng được trình bày trong Bảng A.

Bảng 3: Hiệu ứng giá IPO xung quanh ngày phê duyệt IPO (Panel B)

Panel B	CAR (-5; +1)	CAR(-5; +3)	CAR(-5; +5)	CAR(-5; +10)
COV	-0.525 (0.0000)	-0.452 (0.0355)	-0.325 (0.0265)	-0.652 (0.000)
SIZE	-0.218 (0.0025)	-0.238 (0.0432)	-0.815 (0.0145)	-0.653 (0.0356)
BTM	0.412 (0.100)	0.527 (0.040)	0.3432 (0.300)	0.1256 (0.0500)
Constant	2.021 (0.000)	9.513 (0.000)	5.628 (0.000)	2.486 (0.000)
R ²	0.014	0.0373	0.0473	0.0244

Nguồn: Tác giả tính toán trên phần mềm

Ghi chú: Các hồi quy được ước tính bằng cách sử dụng bình phương bé nhất (OLS), giá trị p-value được báo cáo trong ngoặc đơn.

Bảng 4: Hiệu ứng giá IPO xung quanh ngày phê duyệt IPO (Panel C)

Panel C	CAR (-3; +1)	CAR(-3; +3)	CAR(-3; +5)	CAR(-3; +10)
COV	-0.052 (0.0125)	-0.0674 (0.55)	-0.0822 (0.0565)	-0.0752 (0.000)
SIZE	-0.075 (0.0125)	-0.0343 (0.0132)	-0.165 (0.0420)	-0.4125 (0.0352)
BTM	0.0852 (0.0150)	0.0527 (0.001)	0.243 (0.0352)	0.325 (0.0525)
Constant	7.021 (0.000)	2.013 (0.000)	4.528 (0.000)	5.486 (0.000)
R ²	0.014	0.0373	0.0473	0.0244

Nguồn: Tác giả tính toán trên phần mềm

Ghi chú: Các hồi quy được ước tính bằng cách sử dụng bình phương bé nhất (OLS), giá trị p-value được báo cáo trong ngoặc đơn.

Bảng 5: Hiệu ứng giá IPO xung quanh ngày phê duyệt IPO (Panel D)

Panel D	CAR (-1; +1)	CAR(-1; +3)	CAR(-1; +5)	CAR(-1; +10)
COV	-0.0325 (0.005)	-0.105 (0.000)	-0.0025 (0.0552)	-0.0356 (0.0000)
SIZE	-0.205 (0.025)	-0.152 (0.132)	-0.255 (0.45)	-0.4256 (0.0546)
BTM	0.236 (0.0150)	0.0278 (0.000)	0.0352 (0.032)	0.521 (0.000)
Constant	4.020 (0.000)	5.065 (0.000)	6.635 (0.000)	9.586 (0.000)
R ²	0.014	0.0373	0.0473	0.0244

Nguồn: Tác giả tính toán trên phần mềm

Ghi chú: Các hồi quy được ước tính bằng cách sử dụng bình phương bé nhất (OLS), giá trị p-value được báo cáo trong ngoặc đơn.

Bốn bảng trên cho thấy kết quả hồi quy của phương trình (1) về sự tác động của các biến COV tác động đến lợi nhuận tích lũy bất thường CAR. Phương trình (2) chúng tôi đưa thêm biến RS, chúng tôi sử dụng RS để đại diện cho cú sốc cung của IPO.

Để kiểm tra hiệu ứng nguồn cung tương đối của IPO đến CAR cho từng mức COV nhất định, chúng tôi không chỉ thêm biến RS vào mô hình (1) mà còn thêm cả biến tương tác RS*COV vào trong hồi quy phương trình (1). Các kết quả ước tính được báo cáo trong Bảng 6 trình bày ước tính cho các cửa sổ CAR khác nhau. Rõ ràng là việc biến RS và biến tương tác RS*COV không ảnh hưởng đến kết quả chính của chúng tôi: trong khi COV vẫn có ảnh hưởng tiêu cực đến CAR, biến tương tác cũng có hệ số âm sau khi IPO được phê duyệt.

Bảng 6: Hiệu ứng giá IPO xung quanh ngày phê duyệt IPO (RS) Panel A

Panel A	CAR (-10; +1) (1)	CAR(-10; +3) (2)	CAR(-10; +5) (3)	CAR(-10; +10) (4)
COV	-0.125 (0.0000)	-0.251 (0.0585)	-0.365 (0.0362)	-0.135 (0.000)
RS	0.652 (0.0458)	0.875 (0.152)	0.951 (0.0582)	0.562 (0.000)
RS*COV	-0.325 (0.000)	-0.256 (0.005)	-0.352 (0.0035)	-0.296 (0.325)
SIZE	-0.288 (0.0625)	-0.456 (0.0032)	-0.852 (0.0745)	-0.623 (0.356)
BTM	0.322 (0.000)	0.427 (0.000)	0.443 (0.000)	0.569 (0.000)
Constant	4.011 (0.000)	5.413 (0.000)	4.628 (0.000)	6.486 (0.000)
R ²	0.073	0.0295	0.0709	0.0656

Nguồn: Tác giả tính toán trên phần mềm

Ghi chú: Các hồi quy được ước tính bằng cách sử dụng bình phương bé nhất (OLS), giá trị p-value được báo cáo trong ngoặc đơn.

Bảng 6 cho thấy, hệ số biến tương tác $RS*COV$ là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1% và 5% tại các cột 1, 2, 3. Phát hiện này phù hợp với giả thuyết đường cong dốc xuống trong các cú sốc cung IPO lớn hơn mang lại tác động giá tiêu cực hơn đối với danh mục đầu tư ngành với một mức COV nhất định trong ngày phê duyệt.

Chúng tôi tiếp tục lặp lại các hồi quy tương tự sử dụng CAR được tính cho các cửa sổ bắt đầu từ năm, ba và một ngày trước khi thông báo phê duyệt. Các kết quả được hiển thị trong Bảng 7, 8 và 9 đều giống nhau về mặt chất lượng như các bảng được trình bày trong Bảng 6. Kết quả này cho thấy sự tác động tiêu cực của thông báo IPO đối với những cổ phiếu khác xung quanh ngày IPO là rõ ràng, điều này không chỉ tìm thấy ở một mốc thời gian nhất định mà ở nhiều mốc.

Nhìn chung, các kết quả được hiển thị từ Bảng 6 đến Bảng 9 rất phù hợp với giả thuyết H1 và H2 của chúng tôi. Việc công bố phê duyệt IPO có tác động đáng kể và tiêu cực về giá đối với các cổ phiếu có khả năng thay thế bởi cổ phiếu IPO. Các cổ phiếu có hiệp phương sai cao hơn với IPO chịu nhiều ảnh hưởng về sự giảm giá hơn xung quanh thông báo phê duyệt và không có bằng chứng về việc đảo ngược giá lên đến 10 ngày giao dịch sau thông báo phê duyệt IPO. Chúng tôi tin rằng phản ứng về giá của các cổ phiếu hiện tại phản ánh sự điều chỉnh ở mức giá cân bằng kết hợp thông tin về những thay đổi sắp tới trong cung và cầu theo phê duyệt IPO.

Bảng 7: Hiệu ứng giá IPO xung quanh phê duyệt IPO (RS) Panel B

Panel B	CAR (-5; +1)	CAR(-5; +3)	CAR(-5; +5)	CAR(-5; +10)
COV	-0.125 (0.0000)	-0.352 (0.0355)	-0.452 (0.0265)	-0.652 (0.000)
RS	0.433 (0.000)	0.785 (0.030)	0.952 (0.0052)	0.462 (0.000)
RS*COV	-0.642 (0.000)	-0.328 (0.005)	-0.352 (0.000)	-0.412 (0.425)
SIZE	-0.418 (0.0025)	-0.338 (0.0432)	-0.852 (0.0145)	-0.652 (0.0356)
BTM	0.412 (0.100)	0.527 (0.000)	0.343 (0.000)	0.599 (0.3500)
Constant	2.021 (0.000)	9.513 (0.000)	5.628 (0.000)	2.486 (0.000)
R ²	0.0330	0.0295	0.0709	0.0656

Nguồn: Tác giả tính toán trên phần mềm

Ghi chú: Các hồi quy được ước tính bằng cách sử dụng bình phương bé nhất (OLS), giá trị p-value được báo cáo trong ngoặc đơn.

Bảng 8: Hiệu ứng giá IPO xung quanh phê duyệt IPO (RS) Panel C

Panel C	CAR (-3; +1)	CAR(-3; +3)	CAR(-3; +5)	CAR(-3; +10)
COV	-0.052 (0.0125)	-0.0674 (0.55)	-0.0822 (0.0565)	-0.0752 (0.000)
RS	0.333 (0.000)	0.585 (0.0561)	0.752 (0.0052)	0.263 (0.000)

RS*COV	-0.342 (0.005)	-0.828 (0.035)	-0.412 (0.028)	-0.522 (0.0382)
SIZE	-0.075 (0.0025)	-0.0443 (0.132)	-0.185 (0.0545)	-0.4105 (0.0346)
BTM	0.0852 (0.150)	0.0527 (0.000)	0.243 (0.000)	0.325 (0.0500)
Constant	6.021 (0.000)	4.513 (0.000)	4.628 (0.000)	7.486 (0.000)
R ²	0.0330	0.0395	0.0909	0.0956

Nguồn: Tác giả tính toán trên phần mềm

Ghi chú: Các hồi quy được ước tính bằng cách sử dụng bình phương bé nhất (OLS), giá trị p-value được báo cáo trong ngoặc đơn.

Bảng 9: Hiệu ứng giá IPO xung quanh phê duyệt IPO (RS) Panel D

Panel D	CAR (-1; +1)	CAR(-1; +3)	CAR(-1; +5)	CAR(-1; +10)
COV	-0.045 (0.005)	-0.158 (0.000)	-0.0025 (0.0552)	-0.0368 (0.0000)
RS	0.485 (0.000)	0.532 (0.0261)	0.852 (0.0042)	0.246 (0.010)
RS*COV	-0.328 (0.005)	-0.625 (0.065)	-0.428 (0.008)	-0.328 (0.032)
SIZE	-0.185 (0.025)	-0.443 (0.0132)	-0.256 (0.045)	-0.4425 (0.346)
BTM	0.0752 (0.150)	0.0278 (0.000)	0.352 (0.000)	0.124 (0.000)
Constant	3.020 (0.000)	5.013 (0.000)	6.628 (0.000)	9.586 (0.000)
R ²	0.0430	0.1495	0.1009	0.1456

Nguồn: Tác giả tính toán trên phần mềm

Ghi chú: Các hồi quy được ước tính bằng cách sử dụng bình phương bé nhất (OLS), giá trị p-value được báo cáo trong ngoặc đơn.

4.2. Hiệu ứng giá xung quanh ngày niêm yết

Xung quanh ngày niêm yết IPO, các nhà đầu tư thực sự có thể cân đối lại danh mục đầu tư và suy đoán về mức giá thấp IPO. Họ cho rằng, cổ phiếu IPO được định dưới giá, vì vậy các nhà đầu tư có hành động bán cổ phiếu hiện có và mua cổ phiếu IPO. Điều này có thể gây ra sự thiếu hụt thanh khoản tạm thời trên thị trường và tạo ra áp lực giảm giá đối với các cổ phiếu hiện hành, đặc biệt là những cổ phiếu có thể thay thế gần với cổ phiếu IPO. Khi thanh khoản được khôi phục, chúng ta sẽ thấy sự đảo ngược về giá khi các nhà đầu tư mua lại cổ phiếu mà họ đã bán trước đó. Shi và cộng sự (2017) thấy rằng, IPO có tác động tiêu cực đến giá tạm thời của những cổ phiếu hiện hành trên thị trường nói chung trong ngày niêm yết tại Trung Quốc. Họ cũng nhận thấy sự giảm giá cho thị trường có liên quan tích cực đến quy mô IPO. Chúng

tôi tiếp tục kiểm tra xem tác động của IPO trên các cổ phiếu hiện hành gần như là tiêu cực và nhất thời trong các ngày niêm yết. Chúng tôi lặp lại các hồi quy cho phương trình (1) và (2) với CAR được tính vào ngày niêm yết và báo cáo kết quả từ Bảng 10 đến Bảng 17.

Bảng 10: Hiệu ứng giá xung quanh ngày niêm yết Panel A

Panel A	CAR (-10; +1)	CAR(-10; +3)	CAR(-10; +5)	CAR(-10; +10)
COV	-0.325 (0.0000)	-0.352 (0.0185)	-0.522 (0.0022)	-0.412 (0.000)
SIZE	-0.0325 (0.0325)	-0.0756 (0.0432)	-0.0212 (0.0445)	-0.0321 (0.0356)
BTM	0.364 (0.065)	0.425 (0.032)	0.525 (0.152)	0.364 (0.052)
Constant	3.285 (0.000)	5.625 (0.000)	3.943 (0.000)	3.501 (0.000)
R ²	0.014	0.0373	0.0473	0.0244

Nguồn: Tác giả tính toán trên phần mềm

Ghi chú: Các hồi quy được ước tính bằng cách sử dụng bình phương bé nhất (OLS), giá trị p-value được báo cáo trong ngoặc đơn.

Như chúng ta thấy trong Bảng 10, hệ số ước tính cho COV là âm và có ý nghĩa đối với các hồi quy CAR (-10, 1), CAR (-10, 3), CAR (-10, 5), CAR (-10, 10). Đối với hồi quy CAR (-10, 1) được hiển thị trong Cột 1, một thứ hạng cao hơn về hiệp phương sai với cổ phiếu IPO có liên quan đến việc giảm 32,5 điểm cơ bản trong lợi nhuận bất thường, ngụ ý rằng các cổ phiếu bị ảnh hưởng nhất sẽ trải qua thiếu hụt 227,5 điểm cơ bản trong lợi nhuận bất thường so với các cổ phiếu bị ảnh hưởng ít nhất trong thời gian 12 ngày. Độ lớn như vậy là lớn hơn so với tác động của sự tác động của thông báo phê duyệt IPO đã được báo cáo. CAR giảm hơn nữa khi cửa sổ kéo dài đến năm ngày sau khi niêm yết. Một thứ hạng cao hơn về mặt hiệp phương sai với cổ phiếu IPO hiện được liên kết với mức giảm CAR điểm 52,2 trong cửa sổ (-10, 5), dẫn đến chênh lệch lợi nhuận điểm cơ bản 417,6 giữa các cổ phiếu nhiều nhất và ít nhất bị ảnh hưởng.

Chúng tôi tiếp tục thay đổi cửa sổ CAR bắt đầu từ ngày từ mười ngày đến năm, ba và một ngày trước khi niêm yết và lặp lại hồi quy của Bảng 10. Các kết quả phần lớn giống nhau, như được hiển thị trong Bảng 11, 12 và 13 tương ứng. Tương tự như kết quả được báo cáo trong các bảng xung quanh ngày thông báo, hệ số ước tính cho SIZE chủ yếu là âm và có ý nghĩa trên tất cả các cửa sổ CAR nhưng hệ số ước tính cho BTM trở nên không đáng kể.

Bảng 11: Hiệu ứng giá xung quanh ngày niêm yết Panel B

Panel B	CAR (-5; +1)	CAR(-5; +3)	CAR(-5; +5)	CAR(-5; +10)
COV	-0.328 (0.025)	-0.252 (0.0045)	-0.365 (0.005)	-0.452 (0.005)
SIZE	-0.3214 (0.003)	-0.452 (0.045)	-0.356 (0.005)	-0.526 (0.018)
BTM	0.452 (0.100)	0.362 (0.003)	0.285 (0.005)	0.346 (0.050)

Constant	5.528 (0.000)	6.325 (0.000)	6.425 (0.000)	5.587 (0.000)
R ²	0.014	0.0373	0.0473	0.0244

Nguồn: Tác giả tính toán trên phần mềm

Ghi chú: Các hồi quy được ước tính bằng cách sử dụng bình phương bé nhất (OLS), giá trị p-value được báo cáo trong ngoặc đơn.

Bảng 12: Hiệu ứng giá xung quanh ngày niêm yết Panel C

Panel C	CAR (-3; +1)	CAR(-3; +3)	CAR(-3; +5)	CAR(-3; +10)
COV	-0.0323 (0.025)	-0.0365 (0.0055)	-0.0465 (0.0005)	-0.324 (0.0225)
SIZE	-0.0655 (0.0425)	-0.0343 (0.0125)	-0.0252 (0.056)	-0.2185 (0.352)
BTM	0.652 (0.002)	0.525 (0.04)	0.256 (0.025)	0.325 (0.052)
Constant	5.043 (0.000)	5.3585 (0.000)	4.485 (0.000)	3.2536 (0.000)
R ²	0.014	0.0373	0.0473	0.0244

Nguồn: Tác giả tính toán trên phần mềm

Bảng 13: Hiệu ứng giá xung quanh ngày niêm yết Panel D

	CAR (-1; +1)	CAR(-1; +3)	CAR(-1; +5)	CAR(-1; +10)
COV	-0.2065 (0.005)	-0.2197 (0.000)	-0.285 (0.0000)	-0.168 (0.0000)
SIZE	-0.0285 (0.0005)	-0.0735 (0.0002)	-0.0820 (0.035)	-0.245 (0.046)
BTM	0.0326 (0.000)	0.0256 (0.052)	0.0674 (0.040)	0.0175 (0.003)
Constant	3.020 (0.000)	24056 (0.000)	3.586 (0.000)	6.238 (0.000)
R ²	0.014	0.0373	0.0473	0.0244

Nguồn: Tác giả tính toán trên phần mềm

Ghi chú: Các hồi quy được ước tính bằng cách sử dụng bình phương bé nhất (OLS), giá trị p-value được báo cáo trong ngoặc đơn.

Khi thêm biến RS và sự tương tác giữa COV và RS vào phương trình (1), các ước tính cho COV trong các cửa sổ CAR khác nhau trở nên tích cực và nhiều trường hợp thậm chí còn có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, các ước tính cho biến tương tác phần lớn là tiêu cực và có ý nghĩa như mong đợi. Ngoài ra, độ lớn của các ước tính cho biến tương tác lớn hơn nhiều so với RS. Điều này dường như cho thấy tác động của IPO đối với các cổ phiếu khác trong ngày niêm yết được xác định chung bởi quy mô IPO và hiệp

phương sai. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Shi và cộng sự (2017) khi cho rằng sự đầu cơ sôi nổi đối với IPO lớn ở Trung Quốc là lý do chính cho sự sụt giảm giá của toàn thị trường. Để đầu cơ mức cổ phiếu IPO bị định dưới giá, các nhà đầu tư thậm chí có thể bán các cổ phiếu không thay thế cho cổ phiếu IPO. IPO lớn hơn có thể khiến bán nhiều cổ phiếu khác. Do đó, COV, chính nó, có thể không có tác động dự kiến đối với CAR một khi chúng tôi kiểm soát bởi quy mô IPO tương đối trong thời gian niêm yết. Tuy nhiên, với quy mô của IPO so với quy mô ngành, COV vẫn có tác động tiêu cực đến CAR trong ngày niêm yết. Tuy nhiên, dường như không có dấu hiệu đảo ngược giá vì biến tương tác (COV*RS) là âm và có ý nghĩa đến 10 ngày sau khi niêm yết.

Bảng 14: Hiệu ứng giá xung quanh ngày niêm yết (RS) Panel A

Panel A	CAR (-10; +1)	CAR(-10; +3)	CAR(-10; +5)	CAR(-10; +10)
COV	-0.246 (0.0000)	-0.358 (0.0885)	-0.522 (0.0622)	-0.485 (0.000)
RS	0.425 (0.0558)	0.745 (0.0152)	0.451 (0.0282)	0.420 (0.000)
RS*COV	-0.4269 (0.000)	-0.489 (0.052)	-0.486 (0.0345)	-0.384 (0.0025)
SIZE	-0.0521 (0.0025)	-0.0756 (0.0532)	-0.0198 (0.0845)	-0.0236 (0.0456)
BTM	0.482 (0.0596)	0.567 (0.03214)	0.623 (0.052)	0.856 (0.000)
Constant	4.285 (0.000)	5.625 (0.000)	4.943 (0.000)	6.501 (0.000)
R ²	0.073	0.0295	0.0709	0.0656

Nguồn: Tác giả tính toán trên phần mềm

Ghi chú: Các hồi quy được ước tính bằng cách sử dụng bình phương bé nhất (OLS), giá trị p-value được báo cáo trong ngoặc đơn.

Chúng tôi tiếp tục thay đổi cửa sổ CAR bắt đầu từ mười ngày đến năm, ba và một ngày trước khi niêm yết và lặp lại hồi quy của Bảng 14. Các kết quả phần lớn giống nhau, như được hiển thị trong Bảng 15, 16 và 17 tương ứng.

Bảng 15: Hiệu ứng giá xung quanh ngày niêm yết (RS) Panel B

Panel B	CAR (-5; +1)	CAR(-5; +3)	CAR(-5; +5)	CAR(-5; +10)
COV	-0.324 (0.0025)	-0.258 (0.0065)	-0.540 (0.0065)	-0.658 (0.0000)
RS	0.524 (0.0000)	0.658 (0.150)	0.485 (0.052)	0.586 (0.0000)
RS*COV	-0.305 (0.000)	-0.147 (0.0005)	-0.658 (0.1402)	-0.241 (0.025)
SIZE	-0.5214 (0.035)	-0.627 (0.0045)	-0.586 (0.003)	-0.452 (0.0158)

BTM	0.256 (0.100)	0.3284 (0.000)	0.125 (0.000)	0.146 (0.3500)
Constant	6.528 (0.000)	7.325 (0.000)	6.425 (0.000)	3.587 (0.000)
R ²	0.0330	0.0295	0.0709	0.0656

Nguồn: Tác giả tính toán trên phần mềm

Bảng 16: Hiệu ứng giá xung quanh ngày niêm yết (RS) Panel C

Panel C	CAR (-3; +1)	CAR(-3; +3)	CAR(-3; +5)	CAR(-3; +10)
COV	-0.0423 (0.0025)	-0.0465 (0.0455)	-0.0365 (0.0065)	-0.254 (0.0125)
RS	0.202 (0.000)	0.324 (0.0061)	0.6025 (0.0352)	0.5823 (0.0000)
RS*COV	-0.4420 (0.0005)	-0.328 (0.065)	-0.622 (0.0028)	-0.485 (0.00582)
SIZE	-0.0755 (0.0525)	-0.0443 (0.0325)	-0.252 (0.0556)	-0.3185 (0.0352)
BTM	0.852 (0.000)	0.525 (0.004)	0.348 (0.0003)	0.465 (0.0052)
Constant	7.043 (0.000)	5.2585 (0.000)	3.485 (0.000)	6.2536 (0.000)
R ²	0.0330	0.0395	0.0909	0.0956

Nguồn: Tác giả tính toán trên phần mềm

Ghi chú: Các hồi quy được ước tính bằng cách sử dụng bình phương bé nhất (OLS), giá trị p-value được báo cáo trong ngoặc đơn.

Bảng 17: Hiệu ứng giá xung quanh ngày niêm yết (RS) Panel D

Panel D	CAR (-1; +1)	CAR(-1; +3)	CAR(-1; +5)	CAR(-1; +10)
COV	-0.1865 (0.005)	-0.2897 (0.000)	-0.185 (0.0000)	-0.068 (0.0000)
RS	0.0526 (0.0000)	0.0732 (0.065)	0.0852 (0.042)	0.0628 (0.000)
RS*COV	-0.242 (0.0000)	-0.365 (0.005)	-0.3985 (0.005)	-0.5423 (0.0042)
SIZE	-0.0282 (0.0005)	-0.0743 (0.0032)	-0.0824 (0.085)	-0.236 (0.0046)
BTM	0.0626 (0.000)	0.0325 (0.005)	0.0652 (0.0482)	0.0165 (0.0000)

Constant	1.020 (0.000)	2.056 (0.000)	2.586 (0.000)	6.238 (0.000)
R ²	0.0430	0.1495	0.1009	0.1456

Nguồn: Tác giả tính toán trên phần mềm

Ghi chú: Các hồi quy được ước tính bằng cách sử dụng bình phương bé nhất (OLS), giá trị p-value được báo cáo trong ngoặc đơn.

Những phát hiện của tác giả từ bảng 10 đến bảng 17 cung cấp bằng chứng cho thấy hiệu ứng giá IPO đối với các công ty thay thế gần gũi của công ty trong ngày niêm yết bị ảnh hưởng nặng nề bởi quy mô tương đối của IPO và giao dịch đầu cơ trên IPO. Kết quả cho thấy rằng, xung quanh ngày niêm yết, các nhà giao dịch có thể bán những cổ phiếu hiện đang nắm giữ để có vốn mua những cổ phiếu mới, hiệu ứng IPO có thể báo hiệu cho nhà đầu tư về một sự định dưới giá nên họ có thể cơ cấu danh mục không chỉ đối với những ngành có tương quan cao với ngành cổ phiếu IPO mà là tất cả vì sự thiếu hụt thanh khoản tạm thời. Nhìn chung, tất cả các kết quả cho thấy rằng, IPO có tác động giá tiêu cực đối với các sản phẩm thay thế gần như vào ngày phê duyệt cũng như ngày niêm yết nhưng câu chuyện đảo ngược giá liên quan đến niêm yết IPO không được hỗ trợ mạnh mẽ.

5. Kết luận

Nghiên cứu này cung cấp một bức tranh rõ ràng và đầy đủ về hiệu ứng giá IPO đối với các cổ phiếu hiện hành. Các tác giả trước đây đã ghi nhận rằng, IPO có tác động tiêu cực đến các cổ phiếu hiện hành, đặc biệt là các cổ phiếu có tương quan cao với cổ phiếu IPO. Với chế độ phê duyệt IPO của Việt Nam, chúng tôi cho thấy rằng, việc công bố phê duyệt IPO sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến giá của các cổ phiếu có sản phẩm thay thế gần với cổ phiếu IPO: khả năng thay thế của IPO so với các cổ phiếu hiện tại càng lớn, tác động giá tiêu cực càng lớn. Trên thực tế, mức độ điều chỉnh giá để đáp ứng với phê duyệt IPO gần như tương tự với phản ứng với việc phát hành IPO thực tế. Do đó, một phần đáng kể của việc điều chỉnh giá để đáp ứng với IPO sẽ bị bỏ lỡ nếu chỉ tập trung vào giai đoạn xung quanh việc phát hành IPO mà không xét đến ảnh hưởng của việc thông báo chấp thuận IPO đến giá của những cổ phiếu hiện hành.

Ngoài ra, cơ chế cơ bản để điều chỉnh giá xung quanh phê duyệt IPO khác với cơ chế hoạt động xung quanh niêm yết IPO. Nguyên nhân chủ yếu của tác động điều chỉnh giá xung quanh thông báo chấp thuận IPO là dựa trên sự kỳ vọng thay đổi dự kiến về điều kiện cung và cầu, không có giao dịch cổ phiếu IPO thực tế, trong khi nguyên nhân chủ yếu của tác động điều chỉnh giá xung quanh ngày niêm yết là do tái cơ cấu danh mục đầu tư và đầu cơ liên quan đến giao dịch cổ phiếu IPO thực tế. Do đó, việc điều chỉnh giá liên quan đến phê duyệt IPO phản ánh sự chuyển động sang trạng thái cân bằng mới, do kỳ vọng của IPO và có xu hướng kéo dài, trong khi thay đổi giá liên quan đến niêm yết IPO phản ánh sự cân bằng danh mục đầu tư và đầu cơ vào IPO được định dưới giá và sự thay đổi này có xu hướng nhất thời.

Nghiên cứu của chúng tôi cũng có ý nghĩa chính sách rất thực tế, vì SSC đang cố gắng giảm thời gian chờ đợi IPO dài mà không ảnh hưởng xấu đến giá cả thị trường. Nghiên cứu của chúng tôi cho thấy rằng SSC không chỉ chú ý đến hiệu ứng giá IPO xung quanh việc phát hành mà còn cả hiệu ứng giá cả trong ngày phê duyệt IPO. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu này cũng có thể là tài liệu tham khảo cho các nhà đầu tư để có thể có những quyết định đầu tư đúng, phù hợp với từng phương pháp đầu tư mỗi người.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

[1] Braun, M., & Larrain, B. (2009). Do IPOs affect the prices of other stocks? evidence from emerging markets. *Review of Financial Studies*, 22(4), 1505–1544. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn025>

[2] Bùi Thị Trà Mi (2013). "Nghiên cứu lợi tức bất thường từ hoạt động IPO của các Công ty niêm yết Việt Nam". *Luận văn thạc sĩ*, Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh.

- [3] Fama, E. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 283-306.
- [4] Kraus, A. & Stoll, H. (1972). Price Impacts of Block Trading on the New York Stock Exchange. *Journal of Finance*, 27(3), 569-588.
- [5] Li, Y., Sun, Q., Tian, S. (2018). The impact of IPO approval on the price of existing stocks: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 50, 109–127. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.03.002>
- [6] Mikkelson, W. H., Partch, M. M. (1985). Stock price effects and costs of secondary distributions. *Journal of Financial Economics*, 14(2), 165–194. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90013-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90013-3)
- [7] Scholes, M. S. (1972). The market for securities: Substitution versus price pressure and the effects of information on share prices. *Journal of Business*, 45(2), 179.
- [8] Shi, S., Sun, Q., Zhang, X. (2017). Do IPOs Affect the Market Price? Evidence from China. *Ssrn*, (71172035), 1–29. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2979859>
- [9] Trần Thị Hải Lý và Dương Kha (2012). Bằng chứng về hiện tượng định dưới giá của các IPO tại VN. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, (270), 26-37.
- [10] Wurgler, J., Zhuravskaya, E. (2002). Does Arbitrage Flatten Demand Curves for Stocks? *The Journal of Business*, 75(4), 583–608. Published by: The University of Chicago Press Stable URL: <http://www.jstor.org/stable/10.1086/341636>

NGHIÊN CỨU ẢNH HƯỞNG CỦA CÁC VỤ VIỆC TIÊU CỰC ĐẾN CÁC NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI VIỆT NAM

RESEARCH ON THE EFFECTS OF NEGATIVE CASES TO VIETNAMESE COMMERCIAL BANKS

Phạm Hồng Linh, Tạ Thanh Huyền, Đỗ Thu Hằng, Nguyễn Thị Diễm Hương

Học viện Ngân hàng

huyentt@hvnh.edu.vn

TÓM TẮT

Trong vài năm trở lại đây, số lượng các vụ bê bối trong lĩnh vực ngân hàng xuất hiện rất nhiều trên các phương tiện truyền thông đã đặt ra câu hỏi cho các nhà nghiên cứu về ảnh hưởng của chúng đối với ngân hàng. Các bằng chứng và lý luận đều chỉ ra rằng các vụ việc bê bối hay các sự kiện tổn thất hoạt động này không chỉ gây tổn cho các tổ chức xảy ra vụ việc còn về mặt tài chính mà còn ảnh hưởng nghiêm trọng đến danh tiếng của ngân hàng. Hậu quả có thể kéo theo bao gồm sự suy giảm giá trị cổ phiếu và vốn hóa thị trường; sự suy giảm dòng tiền dự kiến trong tương lai; mất khách hàng hiện tại và khách hàng tiềm năng trong tương lai; phá hủy niềm tin vào ngân hàng và lợi thế cạnh tranh; suy giảm các mối quan hệ kinh doanh hiện tại hoặc tương lai và các nhà quản lý có thể áp đặt các gánh nặng tuân thủ lớn hơn. Bài nghiên cứu cố gắng tìm ra ảnh hưởng đối với các ngân hàng sau các vụ việc tiêu cực. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng các ngân hàng Việt Nam đều bị ảnh hưởng sau các vụ bê bối lớn mặc dù ảnh hưởng lên danh tiếng của các ngân hàng sau các sự kiện này là chưa rõ ràng. Một kết quả thu được khác của nghiên cứu là đã khái quát được các vấn đề lý thuyết liên quan đến rủi ro hoạt động và sự kiện tổn thất hoạt động, rủi ro danh tiếng và tổn thất danh tiếng; lược khảo các nghiên cứu về các phương pháp đo lường ảnh hưởng danh tiếng, từ đó, thiết kế ra được một phương pháp có thể quan sát được ảnh hưởng của việc công bố thông tin lên giá trị của công ty trong điều kiện của Việt Nam; nghiên cứu cũng tìm thấy một số bằng chứng cho thấy thị trường Việt Nam hoạt động khá hiệu quả.

Từ khóa: *Ngân hàng, rủi ro hoạt động, tổn thất danh tiếng, tổn thất hoạt động.*

ABSTRACT

In the past few years, the increasing number of scandals in the banking sector appearing in the media raised questions for researchers about their influence on banks. Both theory and practice indicate that these scandals or operational loss events not only cause harm to the financial institutions but also seriously affect the reputation of the banks. Possible consequences include decline in stock value and market capitalization; decrease in expected future cash flow; losing current and potential customers; destroying trust in banks and competitive advantage; diminishing current or future business relationships and regulators may impose greater compliance burdens. The paper attempted to find impacts on banks after negative events. The findings of the study indicate that major scandals have a certain impact on Vietnamese banks, although the effect on their reputation is less clear. The other results of the study are generalizing theoretical issues related to operational risks and operational loss events, reputational risks and reputational losses; reviewing studies on methods of measuring reputational loss, which help to develop a model that can observe the influence of information disclosure on the value of a company in the context of Vietnam. The study also found some evidence that the Vietnamese market operates quite effectively.

Key words: *Bank, operational risk, operational loss, reputational risk, reputational loss.*

1. Các khái niệm cơ bản

1.1. Rủi ro hoạt động và sự kiện tổn thất hoạt động

Rủi ro hoạt động là một chủ đề luôn giành được nhiều sự quan tâm trong suốt quá trình phát triển của nền kinh tế nói chung và ngành ngân hàng nói riêng. Định nghĩa rủi ro hoạt động đã được các học giả phát triển, sửa đổi trong một khoảng thời gian dài như Cooke (2004), Frame (2002) hoặc trong nghiên cứu của SAS (2007). Định nghĩa chính thức về rủi ro hoạt động được đưa ra từ Basel 2, theo đó, “Rủi ro hoạt động là rủi ro tổn thất do các quy trình, con người và hệ thống nội bộ không đầy đủ hoặc không thành

công hoặc từ các sự kiện bên ngoài (BCBS 2003a, tr.2). Định nghĩa về rủi ro hoạt động này dựa trên cơ sở các nguyên nhân rủi ro hoạt động cơ bản được chia thành bốn loại: con người, quy trình, hệ thống và các sự kiện bên ngoài. Định nghĩa này bao gồm rủi ro pháp lý, nhưng không bao gồm rủi ro chiến lược, danh tiếng và hệ thống (BCBS 2001). Theo quan điểm kinh doanh, rủi ro hoạt động có thể được coi là rủi ro do sản xuất hàng hóa và dịch vụ cho khách hàng của một công ty dịch vụ tài chính, tức là những rủi ro phát sinh từ sự đổ vỡ trong quá trình sản xuất mà có bao gồm chuỗi giá trị của tổ chức.

Khi rủi ro hoạt động xảy ra đồng nghĩa với việc xuất hiện các sự kiện tổn thất hoạt động. Basel 2, sự kiện tổn thất hoạt động được phân thành 7 nhóm chính bao gồm (1) Gian lận nội bộ; (2) Gian lận bên ngoài; (3) Thực tiễn về việc làm và an toàn tại nơi làm việc; (4) Khách hàng, sản phẩm và thực tiễn kinh doanh; (5) Thiệt hại đối với tài sản vật chất; (6) Gián đoạn trong kinh doanh và thất bại của hệ thống; (7) Thực hiện, phân phối và quản lý quy trình. Ủy ban tin rằng mỗi sự kiện nên được báo cáo riêng rẽ và đưa ra hướng dẫn về cái gì sẽ tạo ra một sự kiện (BCBS, 2002).

1.2. Rủi ro danh tiếng

Có nhiều định nghĩa khác nhau về rủi ro danh tiếng. Định nghĩa đầu tiên về rủi ro danh tiếng là do Hội đồng Quản trị của Hệ thống Dự trữ Liên bang (Board of Governors of the Federal Reserve System) (2004): “Rủi ro danh tiếng là khả năng mà công bố tiêu cực liên quan đến thực tiễn kinh doanh của một tổ chức, kể cả khi điều đó đúng hoặc sai, sẽ làm suy giảm cơ sở khách hàng, kiện tụng tốn kém, hoặc giảm doanh thu”. Rủi ro danh tiếng thường được định nghĩa là rủi ro của rủi ro (Eckert và Gatzert, 2017). Trong nghiên cứu về Solvency II, khung pháp lý Châu Âu dành cho các công ty bảo hiểm, Comité Européen des Assurances (CEA) và Groupe Consultatif Actuariel Européen (2007) đã định nghĩa rủi ro danh tiếng là “rủi ro do các thông tin có hại liên quan đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, dù chính xác hay không, gây mất lòng tin vào vào tính toàn vẹn của tổ chức. Trong một bài viết tư vấn gần đây của khung quy định ngân hàng Basel II, BIS (2009) đã đưa ra một định nghĩa cập nhật về các trạng thái rủi ro danh tiếng như sau: “Rủi ro danh tiếng được định nghĩa là rủi ro phát sinh từ nhận thức tiêu cực từ phía khách hàng, đối tác, cổ đông, nhà đầu tư hoặc cơ quan quản lý, có thể ảnh hưởng xấu đến khả năng duy trì hoạt động kinh doanh hiện tại hoặc các hoạt động kinh doanh mới và việc tiếp cận các nguồn vốn của ngân hàng (ví dụ, thông qua các thị trường liên ngân hàng hoặc chứng khoán hóa).

Nhìn chung, rủi ro danh tiếng là bất kỳ rủi ro nào có thể làm tổn hại vị trí hoặc giá trị của một tổ chức trong mắt các bên thứ ba. Nó cũng có thể xảy ra khi mà danh tiếng của một công ty hao mòn dần dần. Tuy nhiên, rõ ràng là thị trường cổ phiếu phản ứng rất mạnh với các thiệt hại danh tiếng gây ra bởi một số sự kiện hoạt động tiêu cực. Thật vậy, giá cổ phiếu của công ty có thể được giả định là giá trị hiện tại được chiết khấu của dòng tiền được tạo ra. Bất kỳ sự kiện danh tiếng nào đều sẽ tác động đến các dòng tiền hiện tại hoặc tương lai dự kiến và do đó làm cổ phiếu của công ty mất giá. Chúng ta có thể giả định rằng, một thông báo tổn thất có thể được diễn giải rằng kiểm soát, quản lý của công ty yếu kém. Trong trường hợp này, cổ đông có thể sẽ bán cổ phiếu nếu họ nghi ngờ rằng sẽ tiếp tục có những khoản lỗ trong tương lai. Do đó chúng ta có thể giả định rằng một hiệu ứng danh tiếng có thể được đo gián tiếp thông qua tác động của một công bố lỗ trên giá trị vốn cổ phần của một công ty.

2. Lược khảo các nghiên cứu về đo lường tổn thất danh tiếng

Một trong những vấn đề xoay quanh rủi ro danh tiếng là vấn đề định lượng. Trước khi có thể giải quyết thỏa đáng rủi ro danh tiếng, người quản lý rủi ro phải có một số phương tiện để định lượng tác động tài chính của mình để có thể áp dụng các nguồn lực tương xứng để giải quyết vấn đề (Way và cộng sự, 2013). Way và các cộng sự (2013) đã chỉ ra nếu tác động tài chính của rủi ro danh tiếng được coi là nhỏ, thì không cần phải đầu tư nguồn lực đáng kể để giải quyết rủi ro, nhưng nếu ngược lại thì cần phải có nguồn lực để bù đắp các tổn thất. Chính vì thế, việc đo lường danh tiếng và tổn thất danh tiếng cũng dành được sự quan tâm của nhiều tác giả.

Vào năm 2007, Eccles, và các cộng sự đã lưu ý rằng 70% đến 80% giá trị doanh nghiệp có được từ các tài sản vô hình như tài sản thương hiệu và lợi thế thương mại, và do đó, các tổ chức rất dễ bị ảnh hưởng bởi các yếu tố tác động làm tổn hại đến danh tiếng của họ (Eccles, 2007). Các tác giả này cho thấy việc định giá doanh nghiệp và danh tiếng của công ty có liên quan đến nhau và các yếu tố làm tổn hại đến uy tín của công ty sẽ dẫn đến thiệt hại cho việc định giá của công ty. Từ đây dẫn đến ý tưởng là dữ liệu định giá doanh nghiệp theo thời gian đã tích hợp vào nó một lượng giá trị uy tín nhất định. Và như vậy có thể tách ra thành phần “uy tín” và định lượng nó đồng thời cũng gợi ý đến những yếu tố tiềm năng tác động đến rủi ro danh tiếng.

Một cách tiếp cận để định lượng danh tiếng của công ty là lấy giá thị trường (giá trị của tất cả các cổ phiếu trên thị trường) trừ đi giá trị ròng của bảng cân đối kế toán của công ty (tài sản của công ty trừ đi các khoản nợ của công ty hay chính là vốn chủ sở hữu). Katz (2010) cho rằng chính giá trị đó phản ánh rủi mức độ danh tiếng của tổ chức. Ưu điểm của mô hình này là rất dễ áp dụng, nhưng có những nhược điểm - hầu hết liên quan đến việc sử dụng bảng cân đối kế toán như một phương tiện để tính giá trị hữu hình của công ty. Vì bảng cân đối đại diện cho giá trị ròng của công ty vào một ngày cụ thể, nó chỉ đơn giản phản ánh giá trị tại thời điểm đó. Chẳng hạn, nếu bảng cân đối kế toán được công bố kể từ ngày 1 tháng 1 năm 2013, việc định giá tài sản ròng của công ty có thể chỉ chính xác trong một thời gian ngắn, và vì thế bảng cân đối kế toán công bố càng lâu thì việc sử dụng dữ liệu càng kém hợp lý. Một vấn đề khác với bảng cân đối kế toán là chúng hiếm khi phản ánh chính xác giá trị của các tài sản được liệt kê trong đó bởi vì theo GAAP, một tài sản phải được ghi nhận theo nguyên giá chứ không phải giá trị thị trường thực tế của nó (Ross và cộng sự, 2002). Do đó, theo giả thuyết thị trường hiệu quả, khi nhận ra giá trị thực của tài sản trên bảng cân đối kế toán, bản thân thị trường sẽ làm tăng giá cổ phiếu của một công ty nắm giữ các tài sản đó để phản ánh tốt hơn giá trị thực của công ty, được tính bằng giá cổ phiếu trên thị trường nhân với số lượng cổ phiếu phát hành (Ross và các cộng sự, 2002). Do đó, điều này đặt ra câu hỏi là liệu sự khác biệt giữa giá trị thị trường và giá trị ròng của bảng cân đối kế toán có thực chất là do danh tiếng (Katz, 2010). Mặc dù điều này có thể đúng với một số công ty, đặc biệt là những công ty có ít tài sản vốn trên bảng cân đối kế toán, có những vấn đề với việc áp dụng phương pháp như vậy.

Ý tưởng rằng danh tiếng và tổn thất danh tiếng có thể được định lượng bằng cách sử dụng dữ liệu thị trường chứng khoán có nguồn gốc từ Giả thuyết thị trường hiệu quả (Efficiency Market Hypothesis – EMH). Theo EMH, giá cổ phiếu của một công ty giao dịch công khai phản ánh tất cả các thông tin được biết công khai về công ty và nếu thông tin mới được công khai, thị trường sẽ điều chỉnh giá cổ phiếu nhanh chóng và hiệu quả để phản ánh thông tin có sẵn (Cleary và Jones, 2000). Do đó, theo giả thuyết thị trường hiệu quả, một khi sự kiện ngành xảy ra và được biết đến rộng rãi thì thị trường sẽ điều chỉnh giá một cách nhanh chóng và hiệu quả, và do đó ảnh hưởng đến việc xác định giá thị trường của công ty. Điều đó trả lời cho câu hỏi đo lường tác động kinh tế tiêu cực của các biến cố đến công ty (Way và các cộng sự, 2013).

Dựa vào giả thuyết thị trường hiệu quả, các mô hình đo lường rủi ro danh tiếng được ra đời. Năm 2005, Perry và de Fontnouvelle (2005) đã đề xuất một mô hình để định lượng tổn thất danh tiếng sau khi thông báo về một sự kiện mất mát hoạt động lớn trong ngành tài chính. Về bản chất, mô hình của họ kiểm tra các tổn thất về giá trị thị trường của một công ty sau khi một khoản lỗ tài chính có thể định lượng đã được công ty công bố. Theo giả thuyết thị trường hiệu quả, họ lập luận, các thị trường nên di chuyển để điều chỉnh định giá thị trường của công ty theo số tiền thua lỗ được công bố. Tuy nhiên, họ đã nhận thấy rằng, trong những trường hợp như vậy, tổn thất thị trường thường lớn hơn số tiền thua lỗ được công bố. Sự khác biệt giữa hai con số, họ lập luận, là sự mất mát về mặt danh tiếng. Một số nghiên cứu khác đã sử dụng logic tương tự và áp dụng một mô hình tương tự trong nỗ lực định lượng sự mất danh tiếng sau khi thông báo về sự kiện mất mát như Gillet và cộng sự, 2010; Stur, 2013 và Fiordelisi và cộng sự, 2013. Trong các trường hợp trên, đã có thông báo về tổn thất có thể định lượng. Những tổn thất được biết đến sau đó được so sánh với tổn thất giá trị thị trường sau đó, với sự khác biệt trong hai khoản tiền đại diện cho tổn thất có thể định lượng về danh tiếng. Mô hình này dường như đã khắc phục nhược điểm được

thấy trong mô hình dựa trên bảng cân đối ở chỗ không dựa vào dữ liệu giá trị sổ sách từ bảng cân đối. Với mô hình này, giá trị thị trường của một công ty tại thời điểm A, trước khi có thông báo thua lỗ, được so sánh với giá trị thị trường của công ty tại thời điểm B, tại một thời điểm sau thông báo thua lỗ và giá trị cơ bản của tài sản của công ty không ảnh hưởng đến việc tính toán tổn thất danh tiếng. Một nhược điểm của mô hình này khi áp dụng nó vào các tình huống tai nạn công nghiệp là thường xảy ra sự cố công nghiệp và thị trường sẽ bắt đầu phản ứng tiêu cực với tin tức ngay lập tức trước khi có bất kỳ con số đáng tin cậy nào về tổn thất cứng thực tế. Trong một số trường hợp, có thể là vài tháng hoặc thậm chí nhiều năm trước khi tổng chi phí của một vụ tai nạn công nghiệp được biết đến.

Một mô hình đo lường nữa được phát triển bởi Way và các cộng sự (2013), được coi là một biến thể của mô hình 2 do sử dụng logic tương tự như mô hình 2 để định lượng tổn thất danh tiếng sau một sự cố tổn thất. Trong mô hình này, con số đại diện cho các khoản lỗ cứng sẽ chỉ có sẵn vào lúc nào đó sau sự kiện thua lỗ, không giống như mô hình 2 khi tổn thất thị trường xảy ra sau khi thông báo về một mức lỗ được đo lường. Từ đó cho thấy mô hình không thể được sử dụng cho đến khi công ty có thể đưa ra ước tính về những tổn thất nặng nề mà nó đã phải chịu hoặc dự kiến sẽ phát sinh do một sự cố công nghiệp cụ thể. Điều đó cũng có nghĩa là mô hình này sẽ phải áp dụng cho các thời điểm cụ thể, điều này nghĩa là tổn thất danh tiếng dự kiến sẽ là một con số động và sẽ thay đổi theo thời gian.

Mô hình được định nghĩa như sau:

A = Giá trị thị trường trước sự kiện thua lỗ.

Bi = Giá trị thị trường i ngày sau khi sự kiện tổn thất xảy ra.

Li = Tổn thất danh tiếng i ngày sau sự kiện tổn thất.

Hi = Lỗ cứng theo định lượng của công ty i ngày sau sự kiện tổn thất.

Từ đó: $Li = A - Bi - Hi$ (1)

Trong đó, Hi sẽ không thay đổi thường xuyên. Tổn thất cứng là tổn thất bao gồm tổn thất sản phẩm, tổn thất thiết bị, tiền phạt của các cơ quan chính phủ, hoặc khoản tiền nhận được do hành động pháp lý chống lại công ty.

Mặc dù dữ liệu thị trường chứng khoán trong quá khứ thường có thể thu thập, một trong những vấn đề lớn nhất với mô hình 3 là nó dựa vào việc có các số liệu trước đó để thể hiện các khoản lỗ cứng tại các thời điểm cụ thể và dựa trên việc nhìn lại các sự cố công nghiệp trong quá khứ, từ đó khó xác định chính xác những gì các khoản lỗ cứng dự kiến sẽ có tại những thời điểm cụ thể đó. Nhiều năm sau thực tế, có thể biết rõ những tổn thất nặng nề là gì, nhưng với mục đích của mô hình này, những số liệu xuất hiện rất lâu sau khi sự cố xảy ra không được sử dụng cho mô hình như công chúng và thị trường sẽ không biết những số liệu tại thời điểm trong câu hỏi. Để mô hình hoạt động hiệu quả nhất, dữ liệu phải phản ánh thông tin có sẵn tại thời điểm được đề cập vì đó là những gì thị trường sẽ sử dụng để định giá công ty tại thời điểm đó. Ngoài ra, nếu đó là mục tiêu cuối cùng để phát triển mô hình này thành mô hình dự đoán thay vì chỉ đơn giản là nhìn lại các sự kiện trong quá khứ, thì dữ liệu hiện tại vào thời điểm đó là bắt buộc (Way và các cộng sự, 2013).

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Xây dựng giả thuyết nghiên cứu

Từ lược khảo các nghiên cứu, nhóm nghiên cứu nhận thấy, để theo dõi tác động của các sự kiện tổn thất hoạt động lên danh tiếng của công ty phù hợp với điều kiện Việt Nam có thể sử dụng phương pháp nghiên cứu sự kiện, là một phương pháp thường được sử dụng trong nghiên cứu tài chính doanh nghiệp (Woon, 2004). Dựa trên hầu hết các nghiên cứu sử dụng nghiên cứu sự kiện, đề tài giả định rằng thị trường chứng khoán có hiệu quả theo nghĩa là tất cả thông tin có sẵn công khai đã được phản ánh vào giá cổ phiếu của công ty. Nếu thông báo về sự kiện tổn thất hoạt động truyền tải thông tin tiêu cực và bất ngờ, giá cổ phiếu của tổ chức sẽ bị ảnh hưởng bất lợi. Trong một thị trường vốn hiệu quả, các thông báo về các sự kiện thua lỗ hoạt động được cho là mang tính thông tin nếu chúng dẫn đến sự thay đổi trong đánh giá

của các nhà đầu tư về dòng tiền trong tương lai của công ty. Nếu không, các thông báo được cho là không mang tính thông tin. Lập luận này dẫn đến giả thuyết sau đây:

H11: Sự kiện tổn thất hoạt động làm thay đổi giá cổ phiếu của công ty bị ảnh hưởng. Nghĩa là, thông báo sự kiện tổn thất hoạt động là mang tính thông tin, cụ thể hơn, truyền đạt thông tin tiêu cực về giá trị của công ty.

Theo lập luận của những người phản đối yêu cầu tăng vốn tự có để bù đắp rủi ro hoạt động, nếu các nhà đầu tư tránh các sự kiện tổn thất hoạt động bằng cách giữ danh mục đầu tư đa dạng, việc công bố tổn thất hoạt động sẽ không làm cho giá trị của một tổ chức tài chính thiệt hại vượt quá giá trị khoản tổn thất. Tuy nhiên, nếu thông báo truyền tải thông tin bất lợi ảnh hưởng đến kỳ vọng của các nhà đầu tư về dòng tiền trong tương lai thì giá trị thị trường có thể mất nhiều hơn khoản lỗ hoạt động. Nhóm nghiên cứu đưa ra suy luận rằng, phản ứng thị trường tiêu cực hơn sau các thông tin tổn thất hoạt động là hậu quả của các hiệu ứng danh tiếng, từ đó, dẫn đến giả thuyết sau:

Giả thuyết H21: Các sự kiện tổn thất hoạt động truyền tải thông tin bất lợi về dòng tiền dự kiến trong tương lai của công ty và do đó khiến giá trị doanh nghiệp giảm nhiều hơn chính số tổn thất đó.

Nhóm nghiên cứu tiếp tục nghiên cứu sâu hơn bằng cách liên kết các hiệu ứng danh tiếng này với các đặc tính của thông báo (như loại tổn thất). Đối với các tổ chức tài chính, sự tin tưởng của khách hàng là một tài sản quan trọng có thể bị lung lay đáng kể bởi một số loại sự kiện tổn thất hoạt động (Merton, 1995). Điều này dẫn đến giả thuyết thứ ba sau đây:

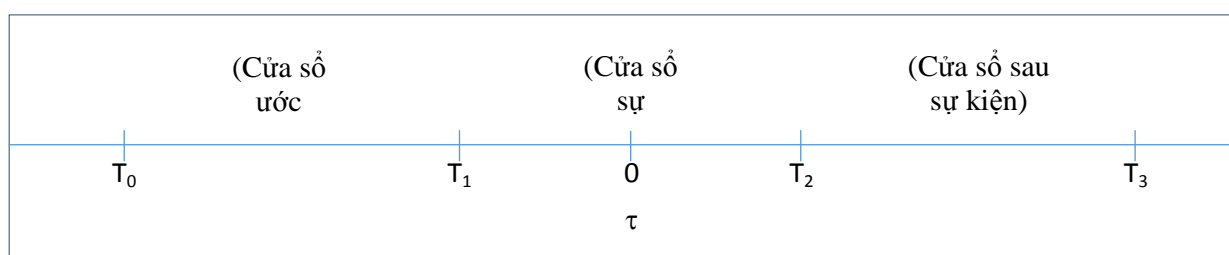
Giả thuyết H31: Các loại tổn thất hoạt động khác nhau tác động khác nhau đến giá cổ phiếu của ngân hàng.

3.2. Phương pháp phân tích dữ liệu định lượng

Nghiên cứu sử dụng Phương pháp nghiên cứu sự kiện là một phương pháp thường được sử dụng trong nghiên cứu tài chính doanh nghiệp (Woon, 2004) để phân tích dữ liệu. Phương pháp nghiên cứu sự kiện hướng đến việc quan sát tác động của các sự kiện lên giá cổ phiếu của ngân hàng bằng cách đo lường suất sinh lợi (SSL) bất thường (abnormal return) của cổ phiếu và so sánh sự khác biệt giữa SSL thực tế và SSL kỳ vọng của cổ phiếu trong cửa sổ sự kiện (event window) (Kumar và các cộng sự, 2012).

3.2.1. Các cửa sổ liên quan đến sự kiện

Để có được kết quả đáng tin cậy và chính xác, các giả định của thị trường hiệu quả phải được tuân theo để thu được kết quả chính xác (Woon (2004), Fama (1970)). Tại các thị trường tài chính mới phát triển, thông tin có thể bị rò rỉ trước khi được công bố chính thức và tác động lên giá cổ phiếu trước ngày công bố chính thức. Do vậy, tại các thị trường này, cửa sổ sự kiện nên được mở rộng ra để có thể bao quát được sự rò rỉ thông tin (nếu có). Cửa sổ sự kiện (event window) là ngày sự kiện cộng/trừ vài ngày, vài tuần, hoặc vài tháng (dài hay ngắn phụ thuộc vào mức độ hiệu quả của thị trường). Trước và sau cửa sổ sự kiện lần lượt có cửa sổ ước lượng (estimate window) là khoảng trước cửa sổ sự kiện, được sử dụng để ước lượng SSL kỳ vọng, và cửa sổ sau sự kiện (post-event window) được xác định nhằm tiếp tục quan sát tác động dài hạn của sự kiện. Hình 2.1 mô phỏng thứ tự các cửa sổ:



Hình 1: Các cửa sổ liên quan đến sự kiện nghiên cứu

Nhiều nghiên cứu đã đưa ra các cách khác nhau để xác định cửa sổ sự kiện. Ngày sự kiện có thể là ngày báo chí (ngày bài báo đầu tiên về sự kiện được phát hành như nghiên cứu) hoặc ngày thanh toán (ngày chính thức xác định khoản tổn thất).

Về xác định cửa sổ sự kiện, các nghiên cứu đều chọn khoảng thời gian từ một số ngày trước đến một số ngày sau ngày công bố sự kiện để cho phép khả năng rò rỉ thông tin trước các sự kiện tổn thất cũng như để thị trường phản ứng đầy đủ sau một sự kiện. Để phù hợp với địa điểm nghiên cứu là một thị trường kém phát triển hơn, nơi thông tin thường xuyên bị rò rỉ trước khi chính thức công bố trên báo chí là Việt Nam, nhóm nghiên cứu sẽ chọn một khoảng thời gian dài hơn (đặc biệt là trước khi sự kiện được công bố) để quan sát được rõ ràng diễn biến giá cổ phiếu, cụ thể sẽ là khoảng 40 ngày (làm việc) trước và 40 ngày (làm việc) sau ngày công bố sự kiện. Cửa sổ ước lượng sẽ sử dụng trong nghiên cứu này là khoảng thời gian 250 ngày làm việc tính từ ngày 41 trước ngày công bố sự kiện trở về trước. Ngoài ra, nghiên cứu cũng sẽ quan sát tác động của sự kiện trong nhiều cửa sổ sự kiện khác nhau tương tự như cách mà Perry và Fontnouvelle (2005) đã thực hiện với bốn cửa sổ sự kiện được chọn là (-40, +1) (-20, +1) (-10, +5) (0, 20) và (0, 40). Với cách chia cửa sổ này, nghiên cứu có thể nhìn thấy ảnh hưởng của các sự kiện lên SSL bất thường của cổ phiếu chủ yếu vào khung thời gian nào (trước, xung quanh hay sau ngày sự kiện).

3.2.2. Xây dựng giả thuyết H11

SSL bất thường là đối tượng nghiên cứu quan sát, là chênh lệch giữa SSL thực tế và SSL kỳ vọng, có thể ước lượng được theo công thức:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}/X_t) \quad (1)$$

Trong đó: AR_{it} , R_{it} , $E(R_{it}/X_t)$ lần lượt là SSL bất thường, SSL thực tế và SSL kỳ vọng của cổ phiếu i trong ngày t . X_t là thông tin sự kiện tổn thất hoạt động liên quan tới giá cổ phiếu i đang nghiên cứu. SSL thực tế là SSL khi sự kiện tổn thất hoạt động xảy ra trong khi SSL kỳ vọng của cổ phiếu i trong ngày t ($E(R_{it}/X_t)$) là SSL dự kiến nếu sự kiện không xảy ra được đo lường bằng mô hình thị trường (market model). Do đó, SSL bất thường là một thước đo trực tiếp về sự thay đổi bất ngờ về tài sản của các bên có liên quan đến sự kiện tổn thất hoạt động (Khortari & Warner, 2006).

Để quan sát tác động của sự kiện trong suốt chiều dài của cửa sổ sự kiện, SSL bất thường bình quân lũy kế (CAR – Cumulative Abnormal Return) được sử dụng. Cụ thể, SSL bất thường lũy kế $CAR(\tau_1, \tau_2)$ trong khoảng thời gian τ_1 đến τ_2 ($T_1 < \tau_1 \leq \tau_2 \leq T_2$) được tính theo công thức sau:

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{it} \quad (2)$$

Mục tiêu của nghiên cứu sự kiện bây giờ chuyển thành để xác định xem liệu SSL tại thời điểm tổn thất hoạt động diễn ra có bất thường (khác có hệ thống) so với dự đoán hay không.

3.2.3. Xây dựng giả thuyết H21

Để có thể nắm bắt được ảnh hưởng của các sự kiện tổn thất hoạt động lên danh tiếng của các ngân hàng, khoản lỗ của bản thân sự kiện đó phải được tính tới (Sturm, 2013). Theo nghiên cứu của Gillet và các cộng sự, (2010) và Sturm (2013), SSL bất thường trung bình được điều chỉnh bằng cách đưa vào số lỗ hoạt động như Công thức (3). Theo đó, khoản lỗ hoạt động do ngân hàng i công bố chia cho giá thị trường của ngân hàng i tại thời điểm t và sau đó được thêm vào SSL bất thường trong ngày t :

$$AR(Rep)_i = AR_{i0} + \frac{OpLoss_i}{Market Cap_{it}} \quad (3)$$

Trong công thức trên, $AR(Rep)$ là SSL bất thường của ngân hàng i trong ngày t được điều chỉnh theo lượng tổn thất danh nghĩa. AR_{it} là SSL bất thường của ngân hàng i trong ngày t . $OpLoss_i$ là tổn thất hoạt động được ngân hàng i công bố trong ngày t và $Market Cap_i$ là giá trị vốn hóa của ngân hàng i trong ngày t . Theo cách tính này, SSL bất thường được điều chỉnh, nắm bắt và phản ánh tổn thất danh tiếng của mỗi ngân hàng và phản ứng của thị trường đối với rủi ro danh tiếng (Sturm, 2013). Tương tự như khi xây dựng giả thuyết H₁₁ ở trên, có thể tính được SSL bất thường lũy kế được điều chỉnh theo lượng tổn thất danh nghĩa theo công thức sau:

$$CAR(Rep)_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR(Rep)_{it} \quad (4)$$

Mục tiêu nghiên cứu được điều chỉnh cụ thể hơn, đó là, xác định xem liệu SSL bất thường lũy kế được điều chỉnh theo lượng tổn thất danh nghĩa có bất thường ($\neq 0$) so với dự đoán không.

3.2.4. Xây dựng giả thuyết H31

Để có thể quan sát được sự khác nhau giữa tác động của các loại sự kiện tổn thất hoạt động lên tổn thất danh tiếng, nghiên cứu sẽ tạo biến D sẽ nhận các giá trị khác nhau theo loại sự kiện và thực hiện kiểm định để so sánh giá trị bình quân của SSL bất thường lũy kế và SSL bất thường lũy kế được điều chỉnh theo lượng tổn thất hoạt động theo loại sự kiện (kiểm định One Sample T Test). Giả thuyết H₃₁ được điều chỉnh lại cụ thể như sau:

H₃₀: Không có sự khác biệt giữa các giá trị CAR và CAR(Rep) theo loại sự kiện.

H₃₁: Có sự khác biệt giữa các giá trị CAR và CAR(Rep) theo loại sự kiện.

3.3. Thu thập dữ liệu

Dữ liệu được các thành viên trong nhóm nghiên cứu thu thập từ báo chí, bao gồm các sự kiện tổn thất hoạt động được công bố công khai trong khoảng thời gian gần 9 năm từ đầu năm 2010 đến hết tháng 6/2019. Dữ liệu thu thập bao gồm giá trị tổn thất, tên ngân hàng gặp phải sự kiện, thời gian xảy ra sự kiện, loại sự kiện, cũng như các tóm tắt, mô tả, giải thích khác về sự kiện.

Mục tiêu của nghiên cứu là thu thập được một mẫu các sự kiện có thể gây ra tổn thất cho các ngân hàng thương mại Việt Nam. Để xây dựng mẫu, các tiêu chí được áp dụng để lọc dữ liệu: là sự kiện thuộc về tổn thất hoạt động xảy ra tại các ngân hàng trên lãnh thổ Việt Nam; tổn thất xảy ra không sớm hơn tháng 1 năm 2010. Sự kiện tổn thất hoạt động được xác định và phân loại theo định nghĩa của Ủy ban Basel về các loại sự kiện rủi ro hoạt động. Sau khi xác định thỏa mãn được hai điều trên thì nhóm sẽ thu được mẫu nghiên cứu đầu tiên để trợ giúp cho việc đánh giá sơ lược các sự kiện tổn thất hoạt động diễn ra trong khoảng thời gian quan sát như các sự kiện phát sinh chủ yếu trong thời gian nào, loại sự kiện nào là phổ biến, ngân hàng nào gặp nhiều sự cố nhất, quy mô bình quân của các loại sự kiện...

Từ mẫu nghiên cứu đầu tiên, nghiên cứu lại tiến hành sàng lọc để lựa chọn mẫu nghiên cứu sâu hơn. Trong đó, các sự kiện chỉ gây ra tổn thất nhỏ (dưới 100 tỷ) sẽ bị loại vì sự kiện quá nhỏ có thể đã nằm trong kỳ vọng của các cổ đông đối với giá cổ phiếu, tổn thất quá nhỏ không đủ làm họ thay đổi kỳ vọng ban đầu. Các sự kiện phát sinh tại các ngân hàng không niêm yết công khai cũng sẽ bị loại, vì không có dữ liệu thị trường (giá cổ phiếu, giá trị vốn hóa...) để nghiên cứu. Các tổ chức tài chính có nhiều sự kiện trong cửa sổ sự kiện (nhóm các sự kiện trong cùng một sự kiện cửa sổ có thể tạo ra ước tính sai lệch về các thông số cần thiết cho mô hình lý thuyết) đều bị loại trừ.

Sau khi tiến hành rà soát, loại bỏ, mẫu cuối cùng được chọn bao gồm 5 sự kiện tạo ra giá trị tổn thất tương đối lớn xảy ra tại 5 ngân hàng thương mại khác nhau được ký hiệu theo Bảng 1:

Bảng 1: Các sự kiện được chọn nghiên cứu

Stt	Tên sự kiện	Ngân hàng (Mã CP)	Ký hiệu
1	Huyền Như lừa đảo, chiếm đoạt tiền	ACB	E1
2	Giám đốc Ngân hàng vi phạm một loạt quy định trong cho vay	VCB	E2
3	Đại gia thủy sản Phương Nam lừa đảo ngân hàng	STB	E3
4	Công ty CP Việt An (Luu Bách Thảo) lừa đảo 8 ngân hàng	VCB	E4
5	Giám đốc ngân hàng chiếm đoạt tiền của khách hàng gửi tiền	EIB	E5

Tiếp theo, nhóm nghiên cứu thu thập giá cổ phiếu của các sự kiện được chọn, lấy chủ yếu từ <https://finance.vietstock.vn> và nguồn từ các công ty chứng khoán. Đối với mỗi sự kiện, các tác giả đều cố gắng tìm kiếm ngày đầu tiên sự kiện được công bố trên báo (Ngày báo chí): các sự kiện đều được kiểm tra lại ngày công bố theo cách thủ công trên Google và điều chỉnh nếu cần thiết.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Kết quả ước lượng hệ số Beta

Do không thể thu thập được lãi suất phi rủi ro trong điều kiện Việt Nam, nghiên cứu sử dụng mô hình thị trường một nhân tố với SSL của từng cổ phiếu phụ thuộc vào SSL chung của thị trường (với R_{it} là SSL của từng ngân hàng trong các sự kiện nghiên cứu, R_{mt} là SSL của chỉ số chứng khoán (HNX cho ACB và VN-Index cho các cổ phiếu còn lại). Nghiên cứu đã thực hiện các kiểm định Unit Root Test để xác định các chuỗi dữ liệu là chuỗi dừng hay không dừng. Kết quả kiểm định cho thấy chuỗi dữ liệu là chuỗi dừng, đủ điều kiện ban đầu để sử dụng trong ước lượng hệ số Beta bằng phương pháp bình phương nhỏ nhất OLS. Nghiên cứu cũng thực hiện các kiểm định Durbin-Watson về khuyết tật sai số ngẫu nhiên tự tương quan và kiểm định Breusch-Pagan-Godfrey về lỗi do phương sai sai số ngẫu nhiên thay đổi là các khuyết tật điển hình của mô hình hồi quy đơn dữ liệu chuỗi thời gian. Kết quả kiểm định đều cho thấy chưa có dấu hiệu tự tương quan hay phương sai sai số ngẫu nhiên không đồng nhất, các giả thiết của mô hình hồi quy được thỏa mãn, nghĩa là kết quả kiểm định t, F là đáng tin cậy, các ước lượng đều là không chệch và hiệu quả. Bảng 4.1 trình bày kết quả ước lượng các hệ số beta (cùng kiểm định t và F) của các cổ phiếu nghiên cứu tại cửa sổ trước sự kiện theo OLS:

Bảng 2: Kết quả ước lượng hệ số Beta

Ngân hàng (Mã CP)	Beta (t-statistics)	N	Kiểm định F	
			F-statistics	F-statistics
ACB (E1)	0.087743** (2.384351)	30	5.685128	5.685128
VCB (E2)	0.232354* (1.816706)	249	3.300422	3.300422
STB (E3)	0.219226* (1.768865)	249	3.128882	3.128882
VCB (E4)	-0.392014* (-1.875566)	249	3.517746	3.517746
EIB (E5)	0.327421** (2.402642)	249	5.772690	5.772690

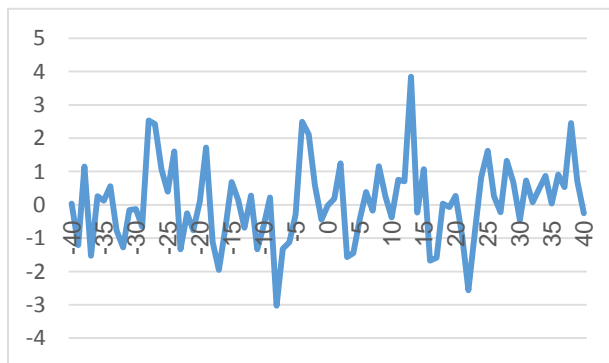
Nguồn: Tự tính toán bằng phần mềm Eviews với *, **, *** chỉ mức ý nghĩa lần lượt là dưới 10%, 5%, 1%

Kết quả ước lượng cho thấy, hệ số beta trong các mô hình đều có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa dưới 10%, trong đó có hai mô hình hệ số beta đạt mức ý nghĩa thống kê dưới 5%. Mức ý nghĩa dưới 10% mặc dù không thực sự lý tưởng để sử dụng trong dự báo nhưng có thể tạm chấp nhận trong điều kiện Việt Nam với thị trường chứng khoán còn khá sơ khai. Theo kết quả ước lượng từ mô hình thị trường, trước thời điểm từng sự kiện được công bố trên phương tiện thông tin đại chúng, chỉ có duy nhất cổ phiếu của ngân hàng ngoại thương Việt Nam trong sự kiện 4 đang biến động ngược chiều với chỉ số chứng khoán VN-Index, các cổ phiếu còn lại đều đang biến động cùng chiều với chỉ số chứng khoán. Mô hình thị trường và hệ số beta xác định ở trên được sử dụng để tính toán các chuỗi dữ liệu trong cửa sổ sự kiện như suất sinh lợi bất thường, suất sinh lợi bất thường lũy kế, suất sinh lợi bất thường lũy kế, suất sinh lợi bất thường lũy kế bình quân.

4.2. Kết quả kiểm định các giả thuyết nghiên cứu

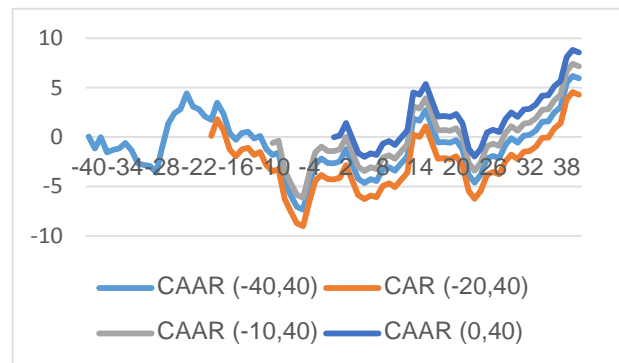
4.2.1. Kết quả kiểm định giả thuyết H11 về tính thông tin của việc công bố sự kiện

Hình 4.1 và 4.2 ở dưới mô tả diễn biến của Suất sinh lợi bất thường bình quân và SSL bất thường lũy kế bình quân của tất cả các cổ phiếu trong các cửa sổ sự kiện khác nhau. Có thể thấy rằng sự kiện xảy ra đã gây ra một số ảnh hưởng tiêu cực đến giá cổ phiếu của các ngân hàng. Tác động này có xu hướng lớn hơn ở thời kỳ trước và ngay sau ngày công bố sự kiện với bằng chứng là suất sinh lợi bình quân âm chủ yếu xuất hiện ở trước và gần thời điểm không (ngày sự kiện). Điều này cũng được chứng minh qua biểu đồ SSL bất thường lũy kế bình quân. SSL bất thường lũy kế bình quân của cổ phiếu trong các cửa sổ sự kiện sử dụng nhiều ngày trước ngày sự kiện có xu hướng thấp hơn các đường SSL lũy kế bình quân sử dụng ít ngày trước ngày sự kiện, đặc biệt là các đường SSL lũy kế bình quân sử dụng ngày bắt đầu là ngày sự kiện hầu như đều nằm trên vạch 0. Các đường SSL lũy kế bình quân cũng có xu hướng tăng rõ rệt liên tục bắt đầu từ khoảng 20 ngày sau ngày sự kiện.



Hình 2: Suất sinh lợi bất thường bình quân trong cửa sổ sự kiện

(Nguồn: Tự tính toán)



Hình 3: Suất sinh lợi bất thường lũy kế bình quân trong các cửa sổ sự kiện

(Nguồn: Tự tính toán)

Để làm rõ tác động của việc công bố thông tin sự kiện ảnh hưởng đến SSL bất thường của các ngân hàng cũng như đánh giá ý nghĩa thống kê của các tác động, nghiên cứu sử dụng kiểm định One Sample T Test để so sánh SSL bất thường lũy kế bình quân của các cổ phiếu trong cửa sổ sự kiện với 0. Bảng 4.2 trình bày kết quả kiểm tra sự khác biệt của SSL lũy kế của các cổ phiếu nghiên cứu trong các cửa sổ sự kiện so với giá trị 0 để tìm bằng chứng về tác động của sự kiện đối với tổ chức. Kết quả kiểm định đã xác nhận lại các phân tích trong biểu đồ. Giá trị SSL lũy kế bình quân trong các cửa sổ sự kiện (-40, +1), (-20, +1), (-100, +5) là nhỏ hơn 0 trong khi giá trị trong các cửa sổ sau ngày sự kiện (0, +20) và (0, +40) đều dương có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy thị trường có phản ứng đối với các sự kiện xảy ra tuy nhiên phản ứng này chủ yếu diễn ra ở giai đoạn trước ngày sự kiện và một số ngày sau ngày sự kiện.

Bảng 3: Kết quả kiểm định sự khác biệt của Suất sinh lợi lũy kế với 0

Sự kiện	Suất sinh lợi lũy kế (CAR)				
	(-40, +1) N = 42	(-20, +1) N = 22	(-10, +5) N = 16	(0, +20) N = 21	(0, +40) N = 41
CAAR	-0.94970**	-3.40530***	-2.46638***	0.92127*	1.90159***
E1	N/A	-5.6331***	-6.5872***	-3.9129***	-6.6914***
E2	-10.2643***	-15.5767*	-0.7070	13.9353***	19.0996***
E3	2.5655***	2.6452***	-4.4975***	-2.9810***	-7.9083***
E4	-7.5984***	-3.9311***	-1.4741	5.8769***	14.0135***
E5	13.5274***	5.4692***	0.9339	-8.3118***	-9.0054***

Nguồn: Tự tính toán bằng phần mềm SPSS với *, **, *** chỉ mức ý nghĩa lần lượt là dưới 10%, 5%, 1%

Xét trong từng vụ việc cụ thể có, phản ứng của thị trường đối với việc công bố các sự kiện có sự khác biệt. Trong sự kiện của ngân hàng TMCP Á Châu thị trường phản ứng rất mạnh, SSL bất thường của cổ phiếu âm liên tiếp trong cả 4 giai đoạn cửa sổ sự kiện. Điều này là do Huyền Như đã bị bắt từ khá sớm (năm trước đó nhưng chưa được công bố) và thời điểm nghiên cứu cũng trùng khớp với thời điểm bầu Kiên và các lãnh đạo ACB bị bắt gây rúng động truyền thông và người gửi tiền tại ACB thời điểm đó. Kết quả là giá cổ phiếu của ACB liên tục giảm mặc dù giai đoạn trước đó ACB đang có SSL bình quân là dương. Hai vụ việc của ngân hàng ngoại thương, thị trường phản ứng từ khá sớm trước khi sự kiện được công bố và sau đó thì ngừng thậm chí giai đoạn sau phản ứng tích cực còn tăng lên. Còn với hai vụ việc xảy ra tại ngân hàng TMCP Sài Gòn thương tín và ngân hàng TMCP, thị trường phản ứng tiêu cực mạnh hơn ở giai đoạn sau với SSL lũy kế bất thường đều âm khá mạnh ở giai đoạn sau. Phản ứng của thị trường trong vụ việc của ngân hàng TMCP Sài Gòn thương tín cũng có những dấu hiệu ngay trước ngày công bố với SSL bất thường lũy kế âm trong giai đoạn 10 ngày trước và 5 ngày sau khi công bố sự kiện. Như vậy, 4/5 sự kiện nghiên cứu đều có bằng chứng về phản ứng của thị trường sớm từ trước thời điểm chính thức công bố cho thấy dấu hiệu về sự rò rỉ thông tin.

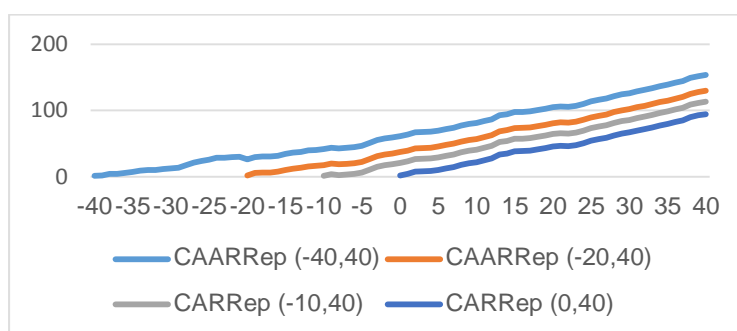
4.2.2. Kết quả kiểm định giả thuyết H21 về sự bất lợi của dòng tiền tương lai sau sự kiện

Bảng 4.3 trình bày kết quả kiểm tra sự khác biệt của SSL bất thường lũy kế (sau khi đã loại bỏ giá trị tổn thất của bản thân sự kiện) của các cổ phiếu nghiên cứu cũng như SSL bất thường lũy kế bình quân trong các cửa sổ sự kiện so với giá trị 0 để tìm xem liệu sự kiện có kích hoạt các kỳ vọng bất lợi lớn hơn đối với hoạt động của các tổ chức bị tổn thất hay không. Kết quả kiểm tra cho thấy, sau khi đã bỏ đi tổn thất của chính sự kiện, suất sinh lợi lũy kế của cổ phiếu đều lớn hơn 0 với mức ý nghĩa thống kê rất tốt (<1%). Giá trị CAARRep dương trái với kỳ vọng đặt ra ban đầu khi nghiên cứu tác động của sự kiện là bằng chứng cho thấy thiệt hại không gây ra ảnh hưởng nghiêm trọng đến uy tín của Ngân hàng. Điều này cho thấy, khoản lỗ hoạt động được công bố nhỏ hơn nhiều so với mức tăng giá trị thị trường. Hình 4.3 làm rõ hình dạng của SSL lũy kế đã bỏ đi tác động của tổn thất. Biểu đồ chỉ rõ giá trị SSL bất thường lũy kế tăng liên tục ngay từ lúc bắt đầu của cửa sổ sự kiện.

Bảng 4: Kết quả kiểm định sự khác biệt của Suất sinh lợi lũy kế với 0 (đã loại bỏ ảnh hưởng riêng của tổn thất)

Sự kiện	Suất sinh lợi lũy kế đã loại bỏ ảnh hưởng của tổn thất (CARRep)				
	(-40, +1)	(-20, +1)	(-10, +5)	(0, +20)	(0, +40)
CAARRep	29.6064***	18.9312***	14.8253***	23.5593***	45.5697***
E1	N/A	42.0513***	32.1448***	48.9280***	95.7478***
E2	39.8602***	12.2527***	20.0003***	39.5535***	68.3809***
E3	17.4959***	10.4606***	1.2003**	4.5975***	7.2037***
E4	16.3898***	9.3526***	8.7012***	18.5560***	37.3844***
E5	45.2163***	20.5389***	12.0799***	6.1615***	19.1319***

Nguồn: Tự tính toán bằng phần mềm SPSS với *, **, *** chỉ mức ý nghĩa lần lượt là dưới 10%, 5%, 1%



Hình 4: Suất sinh lợi bất thường lũy kế bình quân (sau khi loại bỏ tác động riêng của tổn thất)

Kết quả này có thể giải thích một phần là do các tổn thất quan sát được để nghiên cứu chưa đủ lớn để gây ra phản ứng lan rộng của nhà đầu tư về hoạt động dài hạn của ngân hàng. Một phần khác là do điều kiện nghiên cứu tại Việt Nam. Cụ thể, giá trị các tổn thất mà nhóm nghiên cứu có khả năng thu thập được không hẳn là tổn thất thực tế, mà chủ yếu là các mất mát của các ngân hàng từ các vụ thiệt hại. Phần nhiều trong số đó đều được tòa án phán quyết người gây ra mất mát phải bồi thường cho ngân hàng, nghĩa là ngân hàng có khả năng cao sẽ thu hồi được một phần số tiền trong đó và mất mát thực sẽ nhỏ hơn con số công bố. Kết quả là giá trị Suất sinh lợi tích lũy bỏ đi giá trị tổn thất mà nghiên cứu quan sát được để kiểm định có khả năng rất lớn là vượt quá kỳ vọng của nhà đầu tư. Ngoài ra, các ngân hàng của Việt Nam cũng đã có những phản ứng rất tốt khi xảy ra các sự kiện. Trong các vụ sai phạm được nghiên cứu, vụ việc có ảnh hưởng truyền thông lớn nhất là vụ Huyện Như lừa đảo, chiếm đoạt của các công ty, người dân và ngân hàng với số tiền lên đến 4.000 tỷ trong đó ACB bị thiệt hại khoảng 719 tỷ kéo theo đó là những sai phạm trong kinh doanh của bầu Kiên bị lộ. Vụ việc này ảnh hưởng nghiêm trọng đến ngân hàng TMCP Á Châu và đã có thời điểm rất nhiều người dân kéo đến rút tiền. Tuy nhiên, ACB đã có những phản ứng hiệu quả trong việc đối phó và hạn chế được tối đa ảnh hưởng của khủng hoảng.

4.2.3. Kết quả kiểm định giả thuyết H31 về loại sự kiện tổn thất có thể tác động khác nhau đến cổ phiếu của ngân hàng xảy ra sự kiện

Các sự kiện được chọn nghiên cứu đều thuộc một trong hai loại (theo phân loại của Ủy ban Basel) là Gian lận nội bộ (loại 1) hoặc gian lận bên ngoài (loại 2) đều là những loại sự kiện tác động lớn đến các tổ chức theo Cumins và cộng sự (2005). Để kiểm tra xem liệu từng loại sự kiện có tác động khác nhau đến tổ chức không, dữ liệu được chia thành 2 nhóm (CAAR1 cho sự kiện thuộc về gian lận nội bộ và CAAR2 cho sự kiện thuộc về gian lận bên ngoài) để tính SSL bất thường lũy kế bình quân cho sự kiện thuộc loại 1 (gian lận nội bộ) và SSL bất thường lũy kế bình quân cho sự kiện thuộc loại 2 (gian lận bên ngoài). Kết quả kiểm định One Sample T Test về tác động của việc công bố sự kiện đến SSL bất thường lũy kế của các cổ phiếu trong các cửa sổ sự kiện được trình bày trong Bảng 4.4. Theo đó, phản ứng của thị trường đối với các sự kiện (được chia theo loại sự kiện) có hình mẫu khá tương đồng với kết quả kiểm định trên cơ sở tổng hợp. Nghĩa là thị trường phản ứng tiêu cực với sự kiện từ khá sớm trước ngày thông tin được công bố và kéo dài thêm một số ngày tiếp theo thể hiện qua 5/6 chuỗi giá trị SSL bất thường thường tích lũy bình quân ở các cửa sổ có giai đoạn trước sự kiện là nhỏ hơn không có ý nghĩa thống kê ở mức < 1%. Sau giai đoạn đó, phản ứng tiêu cực của thị trường hầu như không còn thậm chí các chuỗi SSL bất thường tích lũy bình quân còn tăng lên thể hiện thị trường đang có phản ứng tích cực qua giá cổ phiếu.

Bảng 5: Kết quả kiểm định sự khác biệt của Suất sinh lợi bất thường lũy kế với 0 của sự kiện theo loại

Sự kiện	Suất sinh lợi lũy kế (CAR)				
	(-40, +1)	(-20, +1)	(-10, +5)	(0, +20)	(0, +40)
CAAR1	.37414	-5.24686***	-2.12012***	.57016	1.13427**
CAAR2	-2.51641***	-6.64296***	-2.98579***	1.44794***	3.05256***

Nguồn: Tự tính toán bằng phần mềm SPSS với *, **, *** chỉ mức ý nghĩa lần lượt là dưới 10%, 5%, 1%

Kết của kiểm định cho thấy giá cổ phiếu chủ yếu phản ứng tiêu cực chủ yếu ở giai đoạn trước và ngay sau ngày công bố sự kiện nên nghiên cứu chỉ thực hiện kiểm định sự khác biệt của tác động trong 2 giai đoạn (-20, +1) và (-10, +5) là 2 giai đoạn thị trường phản ứng tiêu cực với cả việc công bố thông tin sự kiện. Bảng 3.10 trình bày kết quả kiểm định sự khác biệt về tác động của các loại sự kiện khác nhau lên SSL bất thường lũy kế. Kết quả kiểm định đều có ý nghĩa thống kê cho thấy có sự khác biệt trong tác động của 2 loại sự kiện (trong các sự kiện được nghiên cứu) lên các ngân hàng. Theo đó, có khả năng thị trường phản ứng mạnh hơn với các sự kiện gian lận nội bộ ở thời điểm khoảng 20 ngày trước khi công bố sự kiện nhưng giai đoạn sau đó cho đến sau khi công bố sự kiện thì phản ứng với gian lận bên ngoài lại mạnh hơn.

Bảng 6: Kết quả Kiểm định sự khác biệt về tác động đối với các loại sự kiện khác nhau

	(-20, +1) N = 22	(-10, +5) N = 16
CAAR1	-5.24686	-2.12012
CAAR2	-.64296	-2.98579
Chênh lệch bình quân	-4.6039	0.8657
T	-5.799	2.001
Sig. (2-tailed)	.000	.064

Nguồn: Tự tính toán bằng phần mềm SPSS

5. Kết luận

Việc liên tục xuất hiện vụ việc tiêu cực, bê bối, các đại án trong lĩnh vực ngân hàng làm cho học giả và người liên quan băn khoăn liệu các sự vụ này có ảnh hưởng đến uy tín lâu dài của ngân hàng đòi hỏi cần nghiên cứu để giải quyết. Bài viết đã nghiên cứu một cách có hệ thống các mô hình đo lường từ đó thiết kế được một phương pháp có thể quan sát được ảnh hưởng của các vụ việc tiêu cực đến các ngân hàng. Cụ thể, một số kết quả của đề tài bao gồm:

Thứ nhất, khái quát được các vấn đề lý thuyết liên quan đến rủi ro hoạt động và sự kiện tổn thất hoạt động, rủi ro danh tiếng và tổn thất danh tiếng.

Thứ hai, lược khảo các nghiên cứu trước liên quan đến mối quan hệ giữa tổn thất hoạt động và tổn thất danh tiếng cũng như các phương pháp đo lường ảnh hưởng danh tiếng. Từ đó, nghiên cứu đã thiết kế ra được một phương pháp có thể quan sát được ảnh hưởng của việc công bố thông tin lên giá trị của công ty trong điều kiện của Việt Nam.

Thứ ba, nghiên cứu đã tìm hiểu được sơ lược các sự vụ gây tổn thất tại ngân hàng về cơ cấu sự vụ cũng như nguyên nhân xuất hiện các vụ việc bê bối với tần suất dày đặc, tìm hiểu một số vụ việc lớn, điển hình đã gây tổn hại lớn cho các ngân hàng.

Thứ tư, nghiên cứu đã tìm thấy một số bằng chứng như cho thấy thị trường Việt Nam hoạt động khá hiệu quả thể hiện qua việc giá chứng khoán có phản ứng trước các thông tin được công bố với bằng chứng là những thông tin tiêu cực đã gây ảnh hưởng làm giảm suất sinh lợi bất thường của chứng khoán. Mặc dù chưa tìm thấy bằng chứng của tổn thất cộng hưởng với các tổn thất danh tiếng bị phát hiện (nghĩa là tổn thất danh tiếng), tuy nhiên, điều này được giải thích là do thông tin thiệt hại thực tế không được công bố công khai cũng như các ngân hàng và các cơ quan nhà nước đặc biệt là NHNN đã có cách thức xử lý thỏa đáng. Nghiên cứu cũng chỉ ra được những bằng chứng về hạn chế trong quản lý thông tin, hay thực trạng thông tin thường xuyên bị rò rỉ trước khi công bố chính thức.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

[1] Basel Committee (2001) Working Paper of the Regulatory Treatment of Operational Risk. Bank for International Settlements.

[2] Basel Committee (2003) Sound Practices for the Management and Supervision of Operational Risk. Bank for International Settlements: Basel Committee Publications No. 96.

[3] Board of Governors of the Federal Reserve System (2004). Commercial Bank Examination Manual. *Division of Banking Supervision and Regulation*, 2014.

[4] Cooke, D. L. (2004). *The dynamics and control of operational risk*. Calgary.

[5] Comité Européen des Assurances (CEA), GroupeConsultatifActuarielEuropéen. 2007. Solvency II Glossary. Brussels.

- [6] Cummins, J. D., Lewis, C. M., & Wei, R. (2006). The market value impact of operational loss events for US banks and insurers. *Journal of Banking & Finance*, 30(10), 2605-2634.
- [7] Eccles, R. G., Newquist, S. C., & Schatz, R. (2007). Reputation and its risks. *Harvard Business Review*, 85(2), 104.
- [8] Eckert, C., & Gatzert, N. (2017). Modeling operational risk incorporating reputation risk: An integrated analysis for financial firms. *Insurance: Mathematics and Economics*, 72, 122-137.
- [9] Fama, E.F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2):383-417.
- [10] Fiordelisi, F., Soana, M. G., & Schwizer, P. (2014). Reputational losses and operational risk in banking. *The European Journal of Finance*, 20(2), 105-124.
- [11] Frame (2002). Survey research in operations management: a process-based perspective. *International journal of operations & production management*, 22(2), 152-194.
- [12] Gillet, R., Hübner, G., & Plunus, S. (2010). Operational risk and reputation in the financial industry. *Journal of Banking & Finance*, 34(1), 224-235.
- [13] Katz, D. (2010). What's a Reputation Worth?. *CFO (2010, May)*.
- [14] Khortari, S.P. & Warner, J.B. (2006), The econometrics of event studies. <http://www.bu.edu/econ/files/2011/01/KothariWarner2.pdf> [Accessed 3.6.2015].
- [15] Kumar, S. Mahadevan, A. & Gunasekar, S. (2012), Market reaction to dividend announcement: an empirical study using event study technique. *Prestige International Journal of Management & IT-Sanchayan*, 1(1):141-153.
- [16] Merton, R. C. (1995). A functional perspective of financial intermediation. *Financial management*, 23-41.
- [17] Perry, J., & De Fontnouvelle, P. (2005). Measuring reputational risk: The market reaction to operational loss announcements. Available at SSRN 861364.
- [18] SAS (2007) Operational risk Framework in Bank presentation.
- [19] Ross, S. A., Westerfield, R., Jordan, B. D., & Firer, C. (2002). *Fundamentals of corporate finance*. Boston, MA: Irwin/McGraw-Hill.
- [20] Sturm, P. (2013). How much should creditors worry about operational risk? The credit default swap spread reaction to operational risk events. *The Journal of Operational Risk*, 8(4), 3.
- [21] Way, B., Khan, F., & Veitch, B. (2013). Is reputational risk quantifiable. In *The International Conference on Marine Safety and Environment (IMSE 2013)*, Kuala Lumpur, Malaysia.
- [22] Woon, W. S. (2004). Introduction to the event study methodology. *Singapore Management University*, 4(7).
- [23] Thông tư 13/2018/TT-NHNN ngày 18/5/2018 do Thống đốc Ngân hàng Nhà nước ban hành quy định về hệ thống kiểm soát nội bộ của ngân hàng thương mại, chi nhánh ngân hàng nước ngoài.

PHÂN ĐOẠN THỊ TRƯỜNG TÍN DỤNG CÁ NHÂN Ở ĐỊA BÀN THÀNH PHỐ HUẾ

MARKET SEGMENTATION: THE CASE OF PERSONAL LOAN MARKET IN HUE CITY

Phan Thị Thanh Thủy, Đào Thị Hương Lan

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Huế

ptthuy@hce.edu.vn

TÓM TẮT

Thị trường tín dụng cá nhân luôn có vai trò quan trọng đối với hoạt động kinh doanh của các ngân hàng thương mại. Để giúp các ngân hàng thương mại nhận diện các đoạn thị trường, làm cơ sở cho việc triển khai các hoạt động marketing hiệu quả hơn, nghiên cứu này đã được thực hiện nhằm phân đoạn thị trường tín dụng cá nhân trên địa bàn Thành phố Huế. Nghiên cứu đã sử dụng phương pháp phân tích cụm trên dữ liệu khảo sát 150 khách hàng sinh sống trên địa bàn. Kết quả cho thấy có 4 đoạn thị trường tín dụng cá nhân với giá trị tìm kiếm, đặc điểm nhân khẩu và hành vi khác biệt nhau, bao gồm: (1) Đoạn thị trường “Khách hàng tìm kiếm giá trị cơ bản”, (2) Đoạn thị trường “Khách hàng quan tâm đến chi phí”, (3) Đoạn thị trường “Khách hàng cân bằng lợi ích và chi phí”, (4) Đoạn thị trường “Khách hàng tìm kiếm sự tin cậy”. Đoạn thị trường “tìm kiếm sự cân bằng giữa lợi ích và chi phí” chiếm 37,5% là đoạn có quy mô lớn nhất, các đoạn còn lại có quy mô tương đối đồng đều, giao động trong khoảng 20%. Các ngân hàng trên địa bàn có tham khảo kết quả nghiên cứu này để nhận diện các đoạn thị trường và triển khai hoạt động marketing riêng cho từng phân đoạn.

Từ khóa: *Phân đoạn thị trường, tín dụng cá nhân, phân tích cụm.*

ABSTRACT

Personal loan market has always played a crucial role in commercial banks' business results. In order to assist commercial banks in identifying main market segments and implementing more effective marketing activities, this study was conducted to segment personal loan market in Hue city. The study applied clustering method with survey data of 150 respondents living in Hue. The findings show that there are 4 segments of personal loan customers which demonstrate distinctive value seeking, demographic features and behaviors. These segments are: “customers seeking for basic value”, “customers concerning cost”, “customers balancing benefits and cost”, and “customers concerning service reliability”. The segment “customers balancing benefits and cost” is the biggest segment accounting for 37,5% whereas other segments have equal sizes around 20%. Therefore, banks in the area can use the research result as a reference to identify customers of each segment, then differentiate marketing tactics for each segment.

Keywords: *Market segmentation, personal loan, clustering method.*

1. Giới thiệu

Tín dụng tiêu dùng ở Việt Nam được xem là thị trường hấp dẫn nhưng cạnh tranh ngày càng gay gắt. Theo Vietnamfinance (2018), quy mô thị trường tín dụng cá nhân ước tính đạt 1 triệu tỷ đồng vào năm 2019, tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm khoảng 29%. Tỷ trọng tín dụng tiêu dùng trong tổng tín dụng chiếm 18% vẫn còn thấp so với các nước trong khu vực (ở Đông Nam Á tỷ lệ này là 34,6%). Tuy nhiên, cạnh tranh trong lĩnh vực này ngày càng gay gắt hơn với sự tham gia của nhiều đơn vị mới. Nếu như năm 2015, chỉ có một số ít công ty tài chính tiêu dùng hoạt động trên thị trường thì sang năm 2018 cả nước đã có tới 16 công ty, chưa kể đến các nền tảng cho vay khác. Đối với các ngân hàng thương mại ở Thừa Thiên Huế, tiền gửi từ dân cư thường chiếm một tỷ trọng đáng kể trong tổng nguồn vốn huy động, điển hình như ở Vietcombank chi nhánh Thừa Thiên Huế tỷ trọng tiền gửi dân cư năm 2017 chiếm 75%. Trong bối cảnh nêu trên, để đối phó cạnh tranh và khai thác được cơ hội tăng trưởng của thị trường tín dụng tiêu dùng, các ngân hàng thương mại ở Huế cần triển khai hoạt động marketing cho dịch vụ tín dụng cá nhân hiệu quả hơn. Theo lý thuyết để có thể triển khai hoạt động marketing hiệu quả, cần thiết phải bắt đầu từ việc phân chia thị trường tổng thể thành các đoạn thị trường nhỏ hơn, trong mỗi đoạn, nhu cầu và phản ứng của khách hàng trước các hoạt động marketing phải tương đối đồng nhất. Phân đoạn thị trường

hiệu quả sẽ giúp doanh nghiệp có thông tin về quy mô và đặc điểm hành vi của từng phân đoạn, từ đó dễ dàng đánh giá tiềm năng để chọn được nhóm khách hàng mục tiêu phù hợp. Thông tin từ phân đoạn thị trường cũng là nền tảng ban đầu cho việc nhận diện, tiếp cận và triển khai các chiến lược marketing như xác định lợi thế cạnh tranh cho đến các hoạt động cụ thể như điều chỉnh dịch vụ cung ứng, chính sách giá và truyền thông marketing. Nghiên cứu về phân đoạn thị trường trong lĩnh vực ngân hàng cũng đã được một số nghiên cứu trong nước đề xuất như Vương Đức Hoàng Quân và Võ Hiệp Hiếu (2005), Phan Diên Vỹ (2016). Tuy nhiên, những nghiên cứu này chỉ mới dừng lại ở tổng hợp lý thuyết và kinh nghiệm. Với mục đích hỗ trợ cho các ngân hàng thương mại trên địa bàn nhận diện được các đoạn thị trường làm cơ sở cho việc triển khai hoạt động marketing, nghiên cứu này được thực hiện với mục tiêu cụ thể như sau: (1) Hệ thống hóa cơ sở lý luận về tín dụng cá nhân và phân đoạn thị trường tín dụng cá nhân; (2) Phân đoạn thị trường tín dụng cá nhân trên địa bàn thành phố Huế, xác định quy mô, đặc điểm nhận diện và hành vi của từng đoạn thị trường; (3) Rút ra một số hàm ý cho hoạt động marketing của các ngân hàng thương mại trên địa bàn.

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết về phân đoạn thị trường tín dụng cá nhân tại các ngân hàng thương mại

2.1.1. Tín dụng ngân hàng và tín dụng cá nhân

Theo Nguyễn Minh Kiều (2006), “tín dụng ngân hàng” là quan hệ chuyển nhượng quyền sử dụng vốn từ ngân hàng cho khách hàng trong một thời hạn nhất định với một khoản chi phí nhất định. Luật “Các tổ chức tín dụng” số 47/2010/QH12 có đưa ra khái niệm “cấp tín dụng” và được định nghĩa là “việc thỏa thuận để tổ chức, cá nhân sử dụng một khoản tiền hoặc cam kết sử dụng một khoản tiền hoặc cam kết cho phép sử dụng một khoản tiền theo nguyên tắc có hoàn trả bằng nghiệp vụ cho vay, chiết khấu, cho thuê tài chính, bao thanh toán, bảo lãnh ngân hàng và các nghiệp vụ cấp tín dụng khác”. Tóm lại, tín dụng ngân hàng có các đặc điểm sau: có sự chuyển nhượng quyền sử dụng vốn từ người sở hữu sang người sử dụng; sự chuyển nhượng này có thời hạn; sự chuyển nhượng này có kèm theo chi phí và rủi ro.

Dịch vụ tín dụng ngân hàng ở các ngân hàng thương mại thường được chia thành hai nhóm chính là cho vay doanh nghiệp và tín dụng cá nhân (Nguyễn Minh Kiều, 2006). Tác giả Đinh Xuân Hạng và Nguyễn Văn Lộc (2015), cũng tách tín dụng đối với khách hàng doanh nghiệp ra khỏi nhóm cho vay khác là vay tiêu dùng, vay bất động sản, vay kinh doanh chứng khoán. Trong nghiên cứu này tín dụng cá nhân được hiểu là hình thức tín dụng mà trong đó ngân hàng thương mại đóng vai trò là người chuyển nhượng quyền sử dụng vốn của mình cho khách hàng cá nhân hoặc hộ gia đình sử dụng trong một thời hạn nhất định, phải hoàn trả cả gốc và lãi với mục đích phục vụ đời sống hoặc phục vụ sản xuất kinh doanh dưới hình thức hộ kinh doanh cá thể.

2.1.2. Phân đoạn thị trường trong lĩnh vực dịch vụ ngân hàng và mô hình nghiên cứu đề xuất

Phân đoạn thị trường là hoạt động cơ bản, phổ biến trong lĩnh vực marketing. Phân đoạn thị trường được hiểu là quá trình chia nhỏ thị trường tổng thể vốn không đồng nhất thành những nhóm khách hàng phân biệt với nhu cầu, đặc điểm và hành vi khác nhau đối với sản phẩm hoặc chương trình marketing khác nhau của doanh nghiệp (Kotler và Keller, 2012). Cũng giống như những ngành kinh doanh khác, các ngân hàng hiện nay đang ứng dụng nguyên lý marketing vào hoạt động kinh doanh của mình, trong đó việc phân đoạn thị trường được xem là bước nền tảng, làm cơ sở cho việc lựa chọn thị trường mục tiêu cũng như triển khai các hoạt động marketing phù hợp trên từng phân đoạn. Theo quan điểm marketing ngân hàng, phân đoạn thị trường được định nghĩa như sau: “Phân đoạn thị trường dịch vụ ngân hàng là chia tổng thể thị trường của một dịch vụ ngân hàng nào đó thành nhiều nhóm nhỏ, gọi là các phân đoạn, sao cho các khách hàng của một phân đoạn có những hành vi tiêu dùng tương tự nhau và khác với khách hàng của những phân đoạn khác” (Trương Quang Thông, 2012). Phân đoạn thị trường ngân hàng không phải là việc nghiên cứu các sản phẩm dịch vụ ngân hàng cung ứng trên thị trường, mà là việc nghiên cứu nhu cầu các nhóm khách hàng của ngân hàng một cách cụ thể chi tiết. Việc phân đoạn thị trường giúp các ngân hàng xác định rõ nhu cầu khác nhau của khách hàng trên các đoạn thị trường, đồng thời cũng chỉ rõ

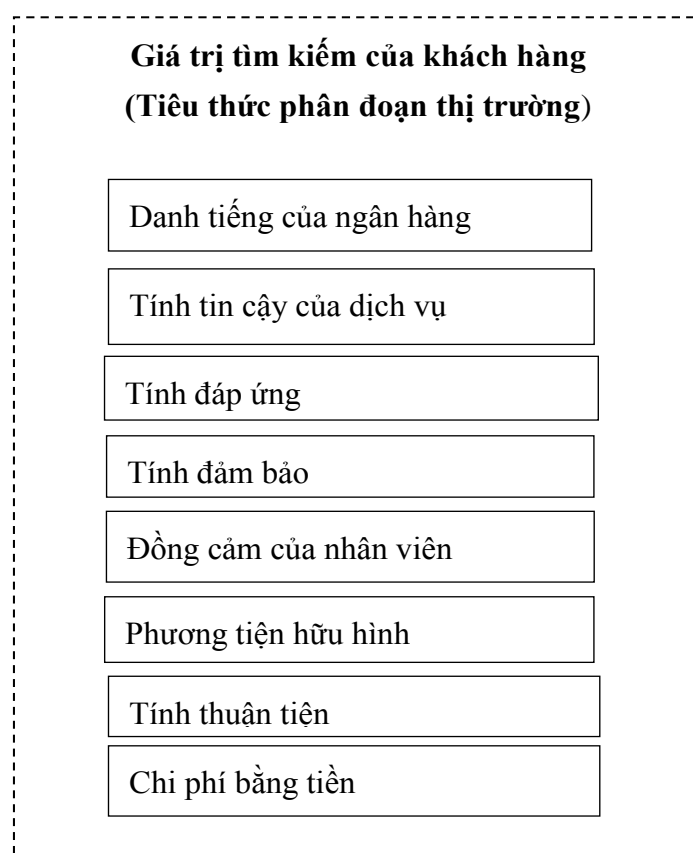
nhu cầu của khách hàng mà ngân hàng chưa thỏa mãn và nó có thể hiểu như một cơ hội cho ngân hàng. Trên cơ sở phân đoạn thị trường, các nhà quản lý ngân hàng có điều kiện xây dựng được chương trình Marketing theo cách thức tối ưu hơn các đối thủ và kiểm soát một cách có hiệu quả hơn kết quả hoạt động trên từng đoạn thị trường.

Theo Wedel và KamaKura (2000), dựa trên tính chất quan sát trực tiếp hoặc không quan sát trực tiếp, có tính khái quát hoặc có liên quan cụ thể đến sản phẩm mà hệ thống các tiêu thức phân đoạn thị trường có thể được chia làm 4 nhóm chính: (1) Nhóm tiêu thức quan sát trực tiếp và có tính khái quát gồm: văn hoá, địa lý, nhân khẩu, kinh tế-xã hội; (2) Nhóm tiêu thức quan sát trực tiếp và có liên quan đến sản phẩm, gồm: tình trạng sử dụng, mức độ sử dụng, mức độ trung thành, tình hướng sử dụng; (3) Nhóm tiêu thức không quan sát trực tiếp và mang tính khái quát: tâm lý, giá trị sống, tính cách và lối sống; (4) Nhóm tiêu thức không quan sát trực tiếp và có liên quan đến sản phẩm, gồm: Lợi ích, nhận thức, độ co giãn cầu theo giá, đặc điểm sản phẩm, sự yêu thích hơn, và ý định. Việc sử dụng nhóm tiêu chí nào để phân đoạn thị trường trong tình huống cụ thể thường được đánh giá thông qua hiệu quả của việc phân đoạn và có 6 tiêu chí bao gồm: khả năng nhận diện, tính đủ lớn, khả năng tiếp cận, tính ổn định, khả năng triển khai được các hoạt động và phản ứng đồng nhất của phân đoạn thường. Nhìn chung, nền tảng phân đoạn hiệu quả nhất là nền tảng phân đoạn dựa trên các tiêu thức liên quan cụ thể đến sản phẩm và không quan sát trực tiếp. Trong các tiêu chí phân đoạn nêu trên, phân đoạn thị trường theo lợi ích khách hàng tìm kiếm được giới thiệu trong giới học thuật bởi Haley vào năm 1968 và được áp dụng cho cả thị trường tiêu dùng và thị trường tổ chức. Lợi ích mà khách hàng tìm kiếm từ sản phẩm, dịch vụ là những lý do cơ bản để phân hóa hành vi chọn lựa, do đó lợi ích là biến liên quan nhất đối với việc phân đoạn thị trường. Wind (1978) (trích dẫn bởi Wedel & KamaKura, 2000) cũng cho rằng lợi ích là nền tảng phân đoạn được ưa chuộng để có được sự hiểu biết chung về thị trường và để ra quyết định định vị, phát triển khái niệm sản phẩm mới, quảng cáo, phân phối vì khả năng triển khai hành động khi dùng lợi ích làm tiêu thức phân đoạn.

Việc phân đoạn thị trường theo tiêu thức lợi ích tìm kiếm của khách hàng được Wedel & KamaKura đánh giá cao trên nhiều tiêu chí, đặc biệt là tiêu chí triển khai hành động và phản ứng đồng nhất của phân đoạn hình thành. Đây là những yếu tố quan trọng trong ứng dụng marketing ngân hàng. Phân đoạn theo lợi ích tìm kiếm trong lĩnh vực dịch vụ ngân hàng cũng được nhóm nghiên cứu Machauer và Morgner (2001) ủng hộ. Theo nhóm Machauer và Morgner, mặc dù phân đoạn thị trường theo tiêu thức nhân khẩu học (biến khái quát và quan sát trực tiếp) được sử dụng rộng rãi bởi các nhà marketing ngân hàng, nhưng sự thật là mối quan hệ của yếu tố nhân khẩu học đến nhu cầu của khách hàng thường rất yếu. Machauer và Morgner đã đề xuất việc phân đoạn thị trường ngân hàng bằng tiêu thức lợi ích tìm kiếm với hai nhóm tiêu thức là thông tin và công nghệ, kết quả là nhóm tác giả đã tìm ra 4 phân đoạn thị trường. Trong nghiên cứu của mình, Machauer và Morgner cũng đã dựa trên các yếu tố của chất lượng dịch vụ để phát triển các thang đo về lợi ích của dịch vụ ngân hàng mà khách hàng tìm kiếm. Cụ thể là các khía cạnh sau: Thông tin dịch vụ và tư vấn cho khách hàng, thông tin và tư vấn khách hàng qua kênh điện tử, tính tin cậy của giao dịch, tính tin cậy của các giao dịch điện tử, các yêu cầu đối với dịch vụ, tính đầy đủ và linh hoạt của dịch vụ ngân hàng, đối đãi cá nhân, an toàn của giao dịch, cơ sở hạ tầng kỹ thuật, rủi ro, tính thuận tiện... Tuy nhiên, trong nghiên cứu Parente (2015), về giá trị dành cho khách hàng trong lĩnh vực dịch vụ ngân hàng, nhấn mạnh rằng bên cạnh lợi ích tìm kiếm, khách hàng còn cân nhắc về chi phí phải bỏ ra khi lựa chọn dịch vụ. Do đó, trong nghiên cứu này, để đảm bảo các yêu cầu cần thiết trong phân đoạn thị trường tín dụng cá nhân, đặc biệt là tính dễ triển khai các chương trình hành động và phản ứng đồng nhất của khách hàng trong mỗi phân đoạn tín dụng, tiêu thức phân đoạn thị trường tín dụng cá nhân được chọn là tiêu thức giá trị tìm kiếm của khách hàng. Tiêu thức phân đoạn này sẽ bao gồm cả khía cạnh lợi ích tìm kiếm (theo nghiên cứu của Machauer và Morgner và chi phí mà khách hàng phải bỏ ra để được nhận dịch vụ (theo nghiên cứu của Parente).

Để phát triển thang đo giá trị tìm kiếm của khách hàng đối với dịch vụ tín dụng cá nhân, đề tài đã tham khảo và kế thừa thang đo nghiên cứu đã được thực hiện về giá trị cảm nhận và chất lượng dịch vụ

ngân hàng bán lẻ của các nhóm nghiên cứu bao gồm: Nhóm nghiên cứu Parente (2015), nhóm nghiên cứu Tsoukatos và Mastrojanni (2010), nhóm nghiên cứu Lau (2013), nhóm nghiên cứu Machauer và Morgner (2001). Do không có thang đo giá trị cảm nhận xây dựng riêng cho lĩnh vực tín dụng cá nhân nên thang đo trên có sự điều chỉnh theo ý kiến đóng góp của nhân viên phòng tín dụng của Ngân hàng Vietcombank Huế. Mô hình các tiêu thức phân đoạn thị trường tín dụng cá nhân dựa trên giá trị khách hàng tìm kiếm được đề xuất như ở Hình 1. Trong mô hình này “Giá trị tìm kiếm của khách hàng” bao gồm 8 nhóm nhân tố: “Danh tiếng của ngân hàng”, “Tính tin cậy của dịch vụ”, “Tính đáp ứng”, “Tính đảm bảo”, “Đồng cảm của nhân viên cung cấp dịch vụ tín dụng”, “Phương tiện hữu hình của dịch vụ”, “Tính tiện lợi của dịch vụ tín dụng”, “Chi phí bằng tiền liên quan đến dịch vụ tín dụng”. Trong đó yếu tố chi phí bằng tiền được kế thừa từ nghiên cứu Parente (2015), những yếu tố còn lại kế thừa từ nghiên cứu của Machauer và Morgner (2001) và có điều chỉnh bổ sung theo nghiên cứu của Tsoukatos và Mastrojanni (2010), nhóm nghiên cứu Lau (2013). 08 nhân tố thuộc giá trị khách hàng tìm kiếm sẽ được sử dụng như những tiêu chí để phân đoạn thị trường tín dụng cá nhân trong nghiên cứu này theo cách mà Machauer và Morgner đã thực hiện trong nghiên cứu của mình.



Hình 1: Mô hình lý thuyết đề xuất về tiêu thức phân đoạn thị trường dịch vụ tín dụng cá nhân dựa trên giá trị khách hàng tìm kiếm

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Phương pháp chọn mẫu và thu thập dữ liệu

Nghiên cứu này đã tiến hành điều tra những người dân sinh sống, hoạt động và làm việc trên địa bàn Thành phố Huế, trong độ tuổi từ 18 tuổi trở lên theo phương pháp chọn mẫu thuận tiện. Với số phiếu phỏng vấn được phát ra là 180 phiếu, số phiếu hợp lệ thu được là 150.

Thang đo giá trị tìm kiếm của khách hàng đối với dịch vụ tín dụng cá nhân trong nghiên cứu này bao gồm 33 biến quan sát với 8 nhóm nhân tố: danh tiếng của ngân hàng cung cấp dịch vụ tín dụng, tính tin cậy của dịch vụ tín dụng, tính đáp ứng của dịch vụ tín dụng, tính bảo đảm của dịch vụ tín dụng, đồng cảm của nhân viên cung cấp dịch vụ tín dụng, phương tiện hữu hình của dịch vụ, tính tiện lợi của dịch vụ

tín dụng, chi phí bằng tiền liên quan đến dịch vụ tín dụng. Kỹ thuật đo lường được sử dụng là thang đo khoảng cách với câu hỏi được thiết kế theo dạng dãy số liên tục từ 1 đến 5, với 1: không quan trọng, 5: rất quan trọng.

2.2.2. Phương pháp phân tích dữ liệu

Các phương pháp thống kê mô tả: Cụ thể là thống kê tần số, giá trị trung bình, giá trị tỷ lệ, và hệ thống biểu đồ, đồ thị được sử dụng để phân tích và trình bày dữ liệu thu thập được.

Phương pháp phân tích nhân tố khám phá: Phân tích nhân tố (*Factor analysis*) là tên chung của một nhóm các thủ tục được sử dụng chủ yếu để thu nhỏ và tóm tắt dữ liệu. Kỹ thuật phân tích nhân tố chia thành hai nhóm: Phân tích nhân tố khám phá (EFA) và phân tích nhân tố khẳng định (CFA) (Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc, 2008). Trong đó, kỹ thuật phân tích nhân tố khám phá (*Exploratory Factor analysis*) được dùng đến trong trường hợp mối quan hệ giữa các biến quan sát và biến tiềm ẩn là không rõ ràng hay không chắc chắn. Phân tích EFA theo đó được tiến hành theo kiểu khám phá để xác định xem phạm vi, mức độ quan hệ giữa các biến quan sát và các nhân tố cơ sở như thế nào, làm nền tảng cho một tập hợp các phép đo để rút gọn hay giảm bớt số biến quan sát tải lên các nhân tố cơ sở. Phương pháp phân tích nhân tố được sử dụng trong nghiên cứu này nhằm mục đích rút gọn từ 33 biến quan sát đo lường giá trị cảm nhận của khách hàng về dịch vụ tín dụng cá nhân thành các nhóm nhân tố, từ đó dễ dàng hơn trong việc sử dụng kỹ thuật phân tích cụm ở giai đoạn tiếp theo nhằm phân đoạn thị trường dựa trên các nhóm nhân tố rút gọn này.

Phân tích cụm (*Cluster analysis*) là một phương pháp được sử dụng phổ biến trong nhiều lĩnh vực nghiên cứu để phân loại các thực thể (vật thể, động vật, cá nhân...) thành các nhóm tương đồng dựa trên quan sát một lượng lớn các đặc điểm (Michel Wedel và Wagner KamaKura). Theo Mooi and Sarstedt (2014), phân tích cụm cho phép phân đoạn thị trường được hình thành dựa trên dữ liệu ít dựa trên sự chủ quan. Phân đoạn khách hàng là ứng dụng chuẩn của phân tích cụm. Trong nghiên cứu marketing, phân tích cụm được sử dụng không chỉ để khám phá dữ liệu, phương pháp này được dùng phổ biến để nhận diện và xác định các đoạn thị trường từ đó thiết kế chiến lược marketing tập trung vào đó. Phân tích cụm đã và đang là phương pháp được ưa chuộng và áp đảo trong phân đoạn thị trường (Michel Wedel and Wagner KamaKura, 2000). Tiến trình phân tích cụm trong nghiên cứu marketing trải qua nhiều giai đoạn bao gồm: (1) Chọn tiêu thức phù hợp để phân đoạn, (2) Chọn tiến trình phân tích cụm, (3) Đánh giá và diễn giải kết quả phân tích cụm. Trong nghiên cứu này, phương pháp phân tích cụm hai giai đoạn đã được sử dụng. Giai đoạn 1, nhóm tác giả dùng phương pháp phân tích cụm thứ bậc với tiêu thức “giá trị tìm kiếm” để xác định số lượng cụm thích hợp, sau đó phương pháp phân tích cụm K-means đã được áp dụng để hình thành và mô tả các đoạn thị trường.

3. Kết quả và thảo luận

3.1. Đặc điểm mẫu khảo sát, tình hình vay hiện tại và nhu cầu vay trong tương lai

3.1.1. Đặc điểm mẫu khảo sát

Mẫu khảo sát thu về có tỷ lệ nam giới cao hơn nữ giới tuy nhiên không chênh lệch quá lớn. Công việc chiếm tỷ lệ đáng kể là ngành nghề chuyên môn, nhân viên văn phòng và công nhân với tổng tỉ lệ đạt 64% mẫu khảo sát. Khách hàng nằm trong độ tuổi từ 25 đến 34 tuổi chiếm tới 48,0% mẫu khảo sát. Thu nhập hộ gia đình trong khoảng từ 15 triệu đến 29,999 triệu đồng, chiếm 48,0%; thu nhập hộ gia đình từ 7,5 đến 14,999 triệu đồng, chiếm 32,7%. Có 36,0% khách hàng được khảo sát có trình độ đại học.

3.1.2. Kết quả khảo sát về tình hình vay hiện tại của khách hàng cá nhân

Kết quả thể hiện ở Bảng 1 cho thấy, tỷ lệ khách hàng hiện đang có khoản vay chiếm 49,3% mẫu khảo sát. Khách hàng đang vay tiền chủ yếu nhằm mục đích trang trải chi tiêu lệ phí sinh hoạt mỗi ngày chiếm 21,6%; dùng mua phương tiện đi lại chiếm 29,7%; dùng để mua nhà, xây nhà chiếm 24,3%. Bên cạnh đó, số tiền mà khách hàng đang vay chủ yếu từ vay ngân hàng chiếm tỉ lệ lớn nhất 67,6%. Số liệu từ mẫu khảo sát cho thấy ngân hàng được khách hàng vay nhiều nhất là ngân hàng Vietcombank chiếm tới 66,0%, ngân hàng BIDV chiếm 18,0%, ngân hàng Viettinbank chiếm 14,0%.

Bảng 1: Tình trạng vay vốn hiện nay

	Tần số	Tỷ lệ (%)
Hiện đang vay tiền	74	49,3
Mục đích vay tiền		
Trang trải, chi tiêu lệ phí sinh hoạt mỗi ngày	16	21,6
Dùng mua phương tiện đi lại	22	29,7
Du học xuất khẩu nước ngoài	5	6,8
Dùng để xây nhà, mua nhà	18	24,3
Dùng để trả chi phí học tập	5	6,8
Dùng để tổ chức cưới hỏi	2	2,7
Khám, chữa bệnh	6	8,1
Nơi vay tiền		
Từ ngân hàng	50	67,6
Từ bạn bè, hàng xóm	16	21,6
Từ người thân trong gia đình	8	10,8
Vay nóng từ tổ chức tín dụng	0	0,0
Ngân hàng đang vay		
VCB	33	66,0
BIDV	9	18,0
Viettinbank	7	14,0
Agribank	1	2,0
Đông Á	0	0,0
Techcombank	0	0,0

Nguồn: Khảo sát 2018

3.1.3. Kết quả khảo sát nhu cầu vay trong tương lai

Kết quả khảo sát cũng cho thấy, khách hàng có ý định vay tiền từ ngân hàng chiếm 64% và mục đích khách hàng tìm đến ngân hàng để vay vốn chủ yếu là sửa chữa nhà cửa, mua xe và bổ sung vốn cho hộ kinh doanh cá thể. Còn các nhu cầu khác như là đầu tư chứng khoán, du học nước ngoài và tiêu dùng sinh hoạt thì mức độ khách hàng có nhu cầu chưa cao. Xem Bảng 2.

Bảng 2: Nhu cầu vay tiền ngân hàng trong tương lai

Tiêu thức	Số lượng (người)	Tỷ trọng (%)
Có nhu cầu vay tiền trong tương lai	96	64,0
Mục đích vay		
Dự định xây nhà cửa, mua nhà dự án	39	40,6
Dự định đầu tư chứng khoán	5	5,2

Dự định du học nước ngoài	3	3,1
Dự định mua ô tô, xe máy	24	25,0
Dự định tiêu dùng, sinh hoạt	5	5,2
Dự định bổ sung vốn để sản xuất kinh doanh	20	20,8

Nguồn: Khảo sát 2018

3.2. Kết quả phân đoạn thị trường dịch vụ tín dụng cá nhân

3.2.1. Rút gọn các biến quan sát “giá trị khách hàng tìm kiếm” bằng phương pháp phân tích nhân tố khám phá EFA

a. Mức độ phù hợp của dữ liệu cho phân tích nhân tố khám phá

Hệ số KMO đạt $0.816 > 0.5$ và kiểm định Bartlett có $\text{sig} = 0.000 < 5\%$, chúng ta có thể bác bỏ giả thuyết H_0 và chấp nhận giả thuyết các biến có mối quan hệ tương quan với nhau. Tóm lại, dữ liệu thỏa mãn điều kiện của phân tích nhân tố khám phá.

b. Kết quả phân tích nhân tố khám phá để hình thành thang đo “giá trị khách hàng tìm kiếm” ở dịch vụ tín dụng cá nhân

Tiến hành kiểm định sự phù hợp của dữ liệu thông qua hai đại lượng là chỉ số KMO và Bartlett. Điều kiện để số liệu phù hợp với phương pháp phân tích nhân tố khám phá EFA là giá trị KMO từ 0,5 trở lên và kiểm định Bartlett cho kết quả p-value bé hơn mức độ ý nghĩa 0,05. Từ dữ liệu thu thập được, nhóm nghiên cứu tiến hành phân tích nhân tố khám phá.

Thực hiện EFA cho 33 biến quan sát, kết quả phân tích lần một cho thấy 17 biến quan sát do có hệ số tải nhân tố $< 0,5$. Tiếp tục thực hiện EFA và lần lượt loại 17 biến không phù hợp thì kết quả thu được hệ số tải KMO = 0,735. Thang đo giá trị khách hàng tìm kiếm mới được hình thành với 4 nhân tố, với tổng phương sai trích là 64,3% ($> 50\%$). Nhóm nhân tố mới được đặt tên như sau:

Nhóm nhân tố về tính thuận tiện và nhân viên giao dịch tín dụng, gồm 9 biến quan sát.

Nhân tố về tính tin cậy của dịch vụ tín dụng, bao gồm 3 biến quan sát.

Nhân tố về sản phẩm tín dụng, bao gồm 2 biến quan sát.

Nhân tố về chi phí, bao gồm 2 biến quan sát.

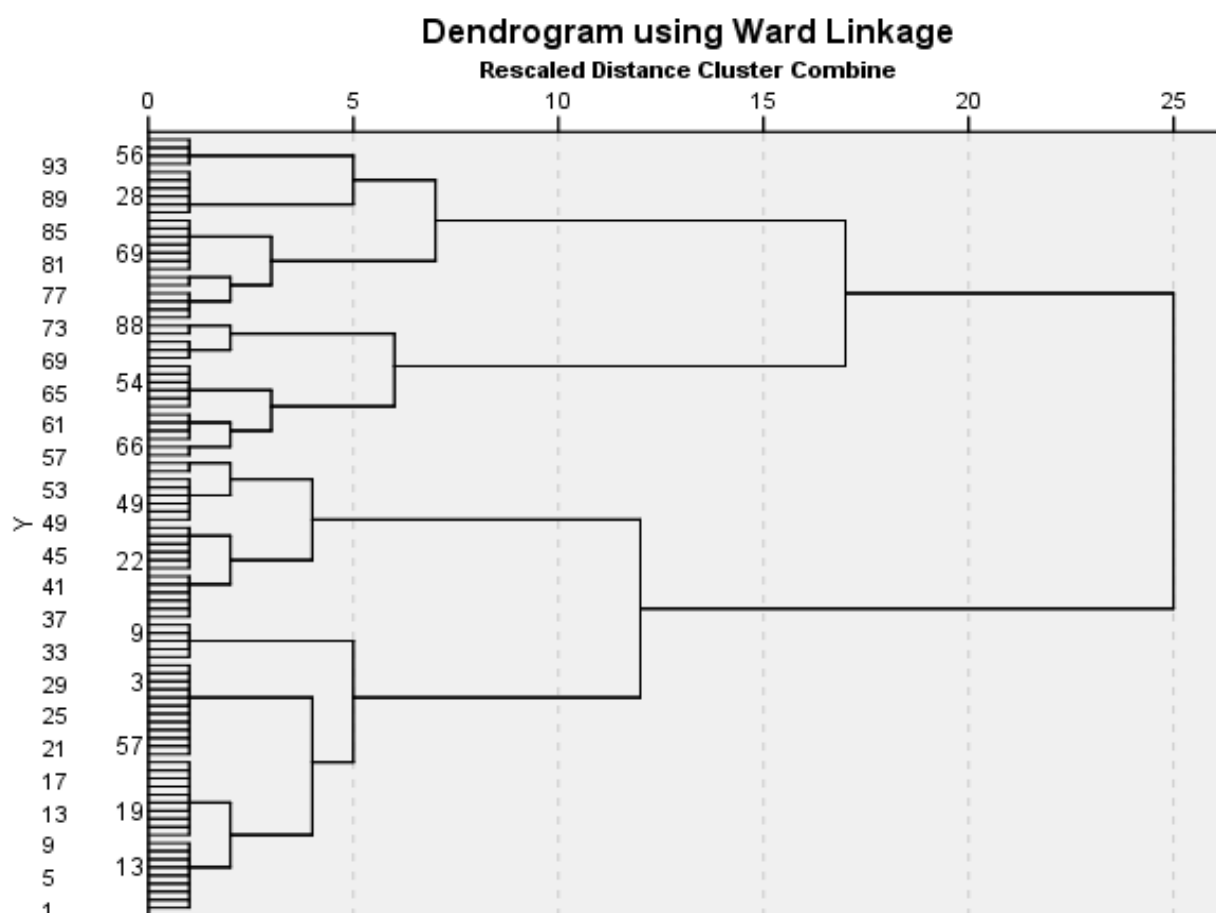
3.2.2. Phân đoạn thị trường tín dụng cá nhân theo các tiêu thức giá trị khách hàng tìm kiếm

a. Kiểm tra sự phù hợp của dữ liệu đối với phân tích cụm (cluster analysis)

Hệ số tương quan Pearson và giá trị sig cho thấy giữa các biến có mối quan hệ tương quan với nhau, tuy nhiên không có hệ số tương quan nào vượt mức cho phép 0.9. Như vậy, dữ liệu hoàn toàn phù hợp để tiến hành phân tích cụm.

b. Kết quả phân tích cụm

Phân tích cụm sẽ giúp ta phân khúc được nhóm khách hàng mà ngân hàng đang muốn nhắm tới trong thị trường tín dụng cá nhân. Các biến được đưa vào phân tích cụm là 4 nhân tố về giá trị khách hàng tìm kiếm vừa được xác định thông qua phân tích nhân tố EFA. Sau quá trình tính giá trị trung bình biến đại diện cho các nhân tố, ta được các biến lần lượt là X1, X2, X3, X4. Trong lý thuyết có nhiều tiêu thức để phân cụm, tuy nhiên đề tài sử dụng tiêu chuẩn về: tỉ số giữa phương sai nội bộ nhóm và phương sai giữa các nhóm, quy mô tương đối của các cụm để quyết định số cụm... Để nhận diện số cụm, trong giai đoạn 1, phân tích cụm thứ bậc với phương pháp Ward đã được thực hiện trên dữ liệu 96 quan sát. Theo Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc (2008), có nhiều cách để quyết định số cụm, nhưng nhìn chung chưa có phương pháp nào tối ưu, một trong những căn cứ thường dùng là biểu đồ Dendrogram. Nhìn vào biểu đồ Dendrogram ở Hình 2, nhóm nghiên cứu nhận thấy được khoảng cách giữa các cụm tăng lên đột ngột ở giữa ba giai đoạn 93, 94, 95. Mặt khác, các cụm được kết hợp với nhau ở ba giai đoạn cuối có khoảng cách khá lớn nên phương án lựa chọn 4 cụm là hợp lý.



Hình 2: Biểu đồ Dendrogram

Nguồn: Khảo sát năm 2018

Với số lượng là 4 cụm, phân tích cụm giai đoạn 2, trên 4 nhóm nhân tố giá trị khách hàng tìm kiếm với phương pháp K-means cho kết quả ở Bảng 3.

Bảng 3: Kết quả phân tích cụm bằng phương pháp K-means với số cụm bằng 4

Cụm (đoạn thị trường)	Số lượng (người)	Tỉ lệ (%)
Cụm 1	22	22,9
Cụm 2	20	20,83
Cụm 3	36	37,5
Cụm 4	18	18,77

Nguồn: Xử lý số liệu SPSS năm 2018

Kết quả ở Bảng 3 cho thấy, quy mô của mỗi đoạn thị trường, trong đó đoạn thị trường thứ 3 có sự chênh lệch rõ ràng so với đoạn thứ 1, thứ 2 và thứ 4, với số phần tử là 36 người tương ứng tỉ lệ 37,5%, đây là đoạn thị trường có quy mô lớn nhất. Đoạn thị trường thứ 4 có quy mô nhỏ nhất với 18 người, chiếm 18,8%. Hai đoạn thị trường còn lại có quy mô gần tương đồng, khoảng 20%. Để đánh giá kết quả phân tích cụm, kiểm định ANOVA đã được thực hiện để kiểm định sự khác biệt giữa các cụm, kết quả kiểm định cho thấy giá trị Sig. của các nhân tố được dùng để phân cụm đều nhỏ ($< 0,05$), cho thấy ta có thể sử dụng kết quả phân tích cụm này.

Để nhận diện được đặc điểm về giá trị tìm kiếm của từng đoạn thị trường, kết quả đánh giá trung bình về tầm quan trọng của các nhân tố giá trị tìm kiếm được thể hiện trong Bảng 4.

Bảng 4: Mức độ quan trọng trung bình của các nhân tố giá trị tìm kiếm theo từng cụm (đoạn thị trường)

Giá trị tìm kiếm ở dịch vụ tín dụng cá nhân	Thống kê trung bình về tầm quan trọng			
	Cụm 1	Cụm 2	Cụm 3	Cụm 4
Thuận tiện và nhân viên giao dịch tín dụng	3,87	3,46	4,27	3,77
Tính tin cậy của dịch vụ tín dụng	4,76	3,75	4,00	4,31
Sản phẩm tín dụng	4,95	3,48	4,17	4,06
Chi phí	4,32	4,10	4,44	3,06

Nguồn: Khảo sát năm 2018

Nhìn vào bảng kết quả ta có thể thấy rằng thị trường những khách hàng của dịch vụ tín dụng cá nhân có thể chia thành các 4 cụm (đoạn thị trường) với đặc điểm về giá trị tìm kiếm khác nhau:

- Cụm số 1 (đoạn thị trường 1) có giá trị trung bình lớn đối với 3 nhân tố: tính tin cậy của dịch vụ tín dụng, sản phẩm tín dụng và chi phí. Do đó, cụm này có thể được đặt tên là “Nhóm khách hàng tìm kiếm giá trị cơ bản của dịch vụ tín dụng”, cụm này gồm có 22 phần tử, chiếm 22,9% tổng mẫu khảo sát.

- Cụm số 2 (đoạn thị trường 2) có giá trị trung bình lớn nổi bật đối với nhân tố chi phí tín dụng. Cho nên, ta có thể đặt tên cho cụm này là “Nhóm khách hàng quan tâm đến chi phí tín dụng”, cụm này gồm có 20 phần tử, chiếm 20,8% tổng mẫu khảo sát.

- Cụm số 3 (đoạn thị trường 3) có giá trị trung bình lớn đối với cả 4 nhân tố: chi phí, tính thuận tiện và nhân viên giao dịch tín dụng, sản phẩm tín dụng và tính tin cậy. Vậy ta đặt tên cho cụm này là “nhóm khách hàng cân bằng lợi ích và chi phí”, cụm này gồm có 36 phần tử, chiếm 37,5%.

- Cụm số 4 (đoạn thị trường 4) có giá trị trung bình lớn đối nhân tố tính tin cậy của dịch vụ tín dụng và sản phẩm tín dụng, nhưng điểm trung bình của độ tin cậy vẫn cao hơn. Vì thế, ta có thể đặt tên cho cụm là “Nhóm khách hàng tìm kiếm sự tin cậy của dịch vụ”, cụm này gồm có 18 phần tử, chiếm 18,77%.

Như vậy, sau khi phân tích nhân tố và phân tích cụm thì chúng ta đã có 4 cụm hay 4 đoạn thị trường với giá trị tìm kiếm khác nhau đối với dịch vụ tín dụng cá nhân.

c. Đặc điểm nhận dạng của 4 đoạn thị trường theo nhân khẩu học và hành vi

Từ việc phân đoạn thị trường theo giá trị tìm kiếm, cần thiết phải mô tả kỹ hơn về đặc điểm nhân khẩu học và hành vi của khách hàng trong từng đoạn thị trường để giúp nhận dạng và tiếp cận được họ. Do đó, các đặc điểm nhân khẩu học và hành vi của từng đoạn thị trường đã được thống kê mô tả và thể hiện trong Bảng 5.

Bảng 5: Các đoạn thị trường và đặc điểm mô tả về nhân khẩu học và hành vi

Đặc điểm mô tả	Các đoạn thị trường			
	Đoạn 1 Khách hàng tìm kiếm giá trị cơ bản	Đoạn 2 Khách hàng quan tâm đến chi phí	Đoạn 3 Khách hàng cân bằng lợi ích và chi phí	Đoạn 4 Khách hàng tìm kiếm sự tin cậy
Giới tính	Nam (59,1%)	Nam (65%)	Nam (61,1%)	Nam (83,3%)
Độ tuổi	25-34 tuổi (50%)	25-34 tuổi (70%)	25-34 tuổi (44,4%)	25-34 tuổi (77%)
	35-54 tuổi (31,8%)	18-25 tuổi (20%)	35-54 tuổi (36%)	

Nghề nghiệp	Nhân viên văn phòng (27,3%) Công nhân (22,7%), Sinh viên (13,6%) Quản lý (9,1%) Chủ DN (4,5%)	Nhân viên văn phòng (35%), công nhân (25%) Sinh viên (10%) Quản lý (5%) Nghề chuyên môn (5%)	Công nhân (33,3%) Nghề chuyên môn (27,8%) Quản lý (8,3%)	Nhân viên văn phòng (33,3%) Nghề chuyên môn (22,2%) Công nhân (22%) Quản lý (11,1%) Chủ DN (5,6%)
Thu nhập hộ gia đình (triệu đồng)	15-29,999 (45,5%) 7,5-14,999 (40,9%)	15-29,999 (40%) 7,5-14,999 (20%) 30-44,999 (15%) 45 -74,999 (11%)	15-29,999 (52%) 7,5-14,999 (36%)	15-29,999 (50%) 7,5-14,999 (27%) 30-44,999 (11%) 45 -74,999 (5,6%)
Trình độ	Đại học (31,8%) THPT (27,3%) Trên đại học (18%)	Đại học (55%)	THPT (33%) Dưới THPT (22%) Đại học (19,4%)	Đại học (55%) Trên đại học (27,8%)
Sản phẩm TDCN	Vay mua bất động sản (34,6%) Vay bổ sung vốn cho hộ kinh doanh cá thể (27,3%) Vay mua ô tô, xe máy (18,2%) Vay tiêu dùng (18,2%)	Vay mua ô tô xe máy (30%) Bổ sung vốn cho hộ kinh doanh cá thể (25%) Vay bất động sản (20%) Đầu tư chứng khoán (10%) Du học, thanh toán học phí (10%)	Vay mua bất động sản (38,9%) Vay bổ sung vốn (27,8%) Vay mua ô tô, xe máy (16,7%) Vay tiêu dùng (16,7%)	Vay bổ sung vốn (38,9%) Vay mua bất động sản (27,8%) Vay đầu tư chứng khoán (16,7%) Vay mua xe ô tô, xe máy (11,1%) Vay du học, thanh toán học phí (5,6%)
Kênh thông tin tiếp cận TDCN	Nhân viên ngân hàng (40,9%) Bạn bè người thân trong ngân hàng giới thiệu (36,4%)	Nhân viên ngân hàng (35%) Bạn bè và người thân trong ngân hàng giới thiệu (35%); quảng cáo trên tivi, radio (20%)	Nhân viên ngân hàng (44,4%) Bạn bè, người thân trong ngân hàng giới thiệu (36,1%)	Nhân viên ngân hàng (50%) Bạn bè, người thân trong ngân hàng giới thiệu (33,3%) Quảng cáo trên tivi, radio (16,7%)
Hình thức giao dịch TDCN	Mobile Banking (31,8%) Ebanking (27,3%) Chi nhánh (22,7%)	Chi nhánh (25%), ATM (25%), Mobile Banking (25%) và Ebanking (25%)	Mobile Banking (33,3%) và Ebanking (27,8%) Chi nhánh (22,2%)	Mobile Banking (44,4%) Ebanking (27,8%) Chi nhánh (16,7%)

Nguồn: Kết quả khảo sát năm 2018

Nhìn vào kết quả thống kê mô tả về một số đặc điểm nhân khẩu học và hành vi khách hàng trên từng đoạn thị trường, nhóm nghiên cứu nhận thấy mặc dù một số đặc điểm nhân khẩu và hành vi có thể chia sẻ giữa một số đoạn thị trường nhưng mỗi đoạn đều có một số đặc điểm nổi bật riêng. Ví dụ “Nhóm khách hàng quan tâm đến chi phí” có độ tuổi dưới 35, nghề nghiệp và mức thu nhập khá đa dạng, trình độ đại học chiếm tỷ trọng cao, nhu cầu sản phẩm tín dụng đa dạng hơn các nhóm khác nhưng nhu cầu về vay mua ô tô, xe máy vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất. Trong khi đó, “Nhóm khách hàng tìm kiếm sự tin cậy của dịch vụ” có tỷ lệ nam giới cao nổi bật, nghề nghiệp đa dạng nhất và có sự xuất hiện của nhóm khách hàng làm quản lý và chủ doanh nghiệp. Mức thu nhập của đoạn thị trường này cũng rất đa dạng, và là đoạn thị

trường duy nhất có sự xuất hiện của nhóm có thu nhập hộ cao trên 45 triệu. Trình độ học vấn của khách hàng trong nhóm này cao hơn so với mặt bằng chung. Họ quan tâm đến nhiều loại sản phẩm tín dụng nhưng sản phẩm quan tâm nhất vẫn là vay để bổ sung vốn kinh doanh. Bên cạnh đó, khách hàng của nhóm này tiếp cận thông tin trên nhiều nguồn nhưng nguồn thông tin đến từ nhân viên ngân hàng chiếm tỷ trọng cao hơn so với các nhóm còn lại và tỷ lệ khách hàng chấp nhận sử dụng Mobilebanking cũng cao hơn. Những phân tích đặc điểm nhân khẩu học và hành vi như trên giúp người làm marketing nhận diện rõ ràng hơn chân dung khách hàng tiềm năng của dịch vụ tín dụng cá nhân, từ đó có phương án tiếp cận hiệu quả. Mặc dù nghiên cứu này đã chỉ ra được các phân đoạn thị trường tín dụng cá nhân khác nhau nhưng do việc tiếp cận các nghiên cứu tương tự trong lĩnh vực ngân hàng ở Việt Nam gặp nhiều khó khăn nên việc so sánh đối chiếu kết quả với các nghiên cứu trước đây vẫn chưa được thực hiện.

4. Kết luận và hàm ý nghiên cứu đề xuất

4.1. Kết luận

Khai thác thị trường tín dụng cá nhân luôn đóng vai trò quan trọng trong hoạt động cung cấp dịch vụ của các ngân hàng thương mại nói chung và các ngân hàng thương mại trên địa bàn tỉnh Thừa Thiên Huế. Theo kết quả khảo sát, nhu cầu vay tiền của khách hàng cá nhân trên địa bàn thành phố Huế khá tiềm năng, có đến 49,3% mẫu khảo sát đang vay tiền, trong đó vay từ ngân hàng chiếm 67,6%, chủ yếu là từ các ngân hàng Vietcombank, BIDV và Viettinbank. Số khách hàng có nhu cầu vay trong tương lai chiếm 64% và mục đích vay vốn chủ yếu là sửa chữa nhà cửa, mua xe và bổ sung vốn cho hộ kinh doanh cá thể.

Thị trường tín dụng cá nhân cũng giống như những thị trường hàng hóa dịch vụ khác luôn có sự khác biệt giữa các nhóm khách hàng. Các nghiên cứu về phân đoạn thị trường dịch vụ ngân hàng nói chung và dịch vụ tín dụng cá nhân vẫn chưa được quan tâm thực hiện và công bố rộng rãi. Qua tổng hợp và tham khảo các nghiên cứu trong và ngoài nước, nhóm tác giả nhận thấy, tiêu thức phân đoạn thị trường nói chung và dịch vụ ngân hàng nói riêng được chia thành 4 nhóm cơ bản, tuy nhiên nhóm tiêu chí về lợi ích tìm kiếm được đánh giá là phù hợp với thị trường tiêu dùng và có hiệu quả vì khả năng triển khai được các hoạt động marketing và phản ứng đồng nhất của phân đoạn hình thành. Ngoài ra, do sự cân nhắc về chi phí cũng là một yếu tố mà khách hàng rất quan tâm trong việc ra quyết định chọn dịch vụ tín dụng, nên nghiên cứu này đã mở rộng tiêu thức phân đoạn thị trường theo lợi ích tìm kiếm thành tiêu thức phân đoạn thị trường theo giá trị tìm kiếm, nhằm xem xét cả khía cạnh lợi ích nhận được và chi phí bỏ ra của khách hàng.

Phân tích nhân tố khám để hình thành thang đo giá trị khách hàng tìm kiếm đối với dịch vụ tín dụng cá nhân đã tạo ra thang đo mới, có nhiều thay đổi so với thang đo giả thuyết ban đầu. Trong thang đo mới chỉ có 4 nhóm nhân tố được hình thành so với 8 nhóm nhân tố trước kia. Nhiều biến quan sát đã bị loại bỏ ra khỏi mô hình đề xuất ban đầu.

Thực hiện phương pháp phân tích cụm hai giai đoạn với phương pháp K-means, nghiên cứu này đã phân đoạn thị trường những khách hàng cá nhân đang sinh sống trên địa bàn Thành phố Huế có nhu cầu vay tiền từ ngân hàng thành 4 đoạn thị trường với giá trị tìm kiếm khác nhau, gồm: (1) Đoạn thị trường “Khách hàng tìm kiếm giá trị cơ bản”, (2) Đoạn thị trường “Khách hàng quan tâm đến chi phí”, (3) Đoạn thị trường “Khách hàng cân bằng lợi ích và chi phí”, (4) Đoạn thị trường “Khách hàng tìm kiếm sự tin cậy”. Trong đó đoạn thị trường có quy mô lớn nhất là đoạn thị trường “Khách hàng cân bằng lợi ích và chi phí”, với tỷ trọng 37,5% tổng mẫu khảo sát. Mỗi đoạn thị trường đều có đặc điểm nhân khẩu học và hành vi sử dụng dịch vụ tín dụng khá đặc trưng, có thể giúp cho người làm marketing ngân hàng dễ nhận diện, tiếp cận, nghiên cứu sâu hơn từ đó triển khai các bước tiếp theo trong hoạt động marketing. Bên cạnh kết quả nghiên cứu đạt được, thì nghiên cứu này vẫn còn điểm hạn chế là kích thước mẫu khảo sát nhỏ và tính đại diện cho tổng thể nghiên cứu thấp. Để đạt được kết quả chính xác hơn, nghiên cứu tiếp theo có thể xem xét kích thước mẫu phù hợp hơn.

4.2. Một số hàm ý nghiên cứu đối với hoạt động marketing ngân hàng hướng đến thị trường tín dụng cá nhân

Từ kết quả nghiên cứu, một số hàm ý đề xuất cho các ngân hàng hướng đến thị trường tín dụng cá nhân được rút ra như sau:

- Thứ nhất, một cách khái quát, khai thác thị trường tín dụng cá nhân trên địa bàn Thành phố Huế nên chú trọng các sản phẩm (1) vay mua, sửa chữa nhà cửa, (2) vay mua xe và (3) vốn mở rộng kinh doanh hộ cá thể.

- Thứ hai, do có sự khác biệt giữa các nhóm khách hàng theo giá trị tìm kiếm, các nhà marketing ngân hàng nên cân nhắc việc chọn thị trường mục tiêu và triển khai hoạt động phù hợp theo nhu cầu và đặc điểm của mỗi phân đoạn. Kết quả cho thấy có ít nhất 4 đoạn thị trường tín dụng cá nhân và đoạn có quy mô lớn nhất là đoạn thị trường “tìm kiếm sự cân bằng giữa lợi ích và chi phí” (chiếm 37,5%), các đoạn còn lại có quy mô tương đối đồng đều, giao động trong khoảng 20%. Ngân hàng có thể ưu tiên khai thác nhóm thị trường có quy mô lớn nhất nhưng vẫn nên chú ý các đoạn thị trường còn lại do sự chênh lệch về quy mô giữa các phân đoạn là không quá lớn.

- Thứ ba, nghiên cứu phân đoạn thị trường chỉ mới chỉ ra được sự khác biệt về nhu cầu và hành vi cơ bản giữa các nhóm khách hàng cũng như giúp nhận diện và tiếp cận họ dễ dàng hơn, chứ chưa thể cung cấp đầy đủ thông tin để hoạch định chính sách marketing cho từng phân đoạn. Do đó, các người chịu trách nhiệm về hoạch định và triển khai hoạt động marketing cần tiếp tục khám phá về các khía cạnh mới mẻ, sâu sắc hơn trong nhu cầu khách hàng tín dụng cá nhân trên từng đoạn thị trường, từ đó triển khai phối thức marketing phù hợp.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Đinh Xuân Hạng, (2012), *Giáo trình Quản trị Tín dụng ngân hàng thương mại*, NXB Tài chính.
- [2] Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc, (2008), *Phân tích dữ liệu nghiên cứu với SPSS*, NXB Hồng Đức, Thành phố Hồ Chí Minh.
- [3] Kotler, P. & Keller, J. L., (2012), *Marketing management*, 14th edition. Prentice Hall.
- [4] Lau M.M., Cheung R., Lam A. Y. C, Chu Y. T., (2013), “Measuring Service Quality in the Banking Industry: A Hong Kong Based Study”, *Contemporary Management Research*, Pages 263-282, Vol. 9, No.3.
- [5] Machauer A. and Morgner S., (2001) "Segmentation of bank customers by expected benefits and attitudes", *International Journal of Bank Marketing*, Vol. 19 Issue: 1, pp.6-18, <https://doi.org/10.1108/02652320110366472>.
- [6] Nguyễn Minh Kiều, (2006), *Tín dụng và thẩm định tín dụng ngân hàng*, NXB Tài chính, trang 377-378.
- [7] Parente E.S., Costa F.J., Leocádio A.L., (2015) "Conceptualization and measurement of customer perceived value in banks: A Brazilian contribution", *International Journal of Bank Marketing*, Vol. 33 Issue: 4, pp.494-509, <https://doi.org/10.1108/IJBM-04-2014-0051>.
- [8] Phan Diên Vỹ, (2016), *Phân khúc thị trường tại một số ngân hàng nước ngoài và bài học cho các ngân hàng Việt Nam*, *Scientific Journal of Thu Dau Mot University*, No1, 20-26.
- [9] Quốc Hội, Luật về các tổ chức tín dụng 47/2010/QH12, truy cập tại <http://vbpl.vn/nganhang/nhanuoc/Pages/vbpq-luocdo.aspx?ItemID=25693#>
- [10] Trương Quang Thông, (2012), *Giáo trình marketing ngân hàng*, NXB Kinh tế, Thành phố Hồ Chí Minh.
- [11] Tsoukatos E. & Mastrogianni E., (2010) "Key determinants of service quality in retail banking", *EuroMed Journal of Business*, Vol. 5 Issue: 1, pp.85-100, <https://doi.org/10.1108/14502191011043170>

[12] Vietnamfinance, (2018), “Phác họa 2 nửa bức tranh tài chính tiêu dùng năm 2018”, truy cập tại <https://vietnamfinance.vn/phac-hoa-2-nua-buc-tranh-tai-chinh-tieu-dung-nam-2018>

[13] Vương Đức Hoàng Quân và Võ Hiệp Hiếu, (2005), Phân đoạn thị trường cho các dịch vụ ngân hàng, Công nghệ ngân hàng, số 5, 38-44.

[14] Wedel M. và Kamakura W., (2000), Market Segmentation Conceptual and Methodological Foundations, Springer US.

RỦI RO HOẠT ĐỘNG TẠI CÁC NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI VIỆT NAM – THỰC TRẠNG VÀ GIẢI PHÁP

OPERATIONAL RISK IN VIETNAMESE COMMERCIAL BANKS – SITUATION AND RECOMMENDATION

Tạ Thanh Huyền, Đỗ Thu Hằng, Phạm Hồng Linh, Nguyễn Thị Diễm Hương

Học viện Ngân hàng

hangdo@hvn.edu.vn

TÓM TẮT

Ủy ban Basel về giám sát ngân hàng đã chỉ ra rằng, cùng với rủi ro tín dụng và rủi ro thị trường, rủi ro hoạt động là một trong những rủi ro chính mà các hệ thống ngân hàng phải đối mặt. Môi trường kinh doanh ngày càng phức tạp, áp lực công việc tăng do tốc độ và khối lượng giao dịch tăng, sự lệ thuộc vào kỹ thuật và công nghệ nhiều hơn đã làm cho mức độ rủi ro hoạt động ngày càng tăng và đa dạng. Rủi ro hoạt động (RRHD) không đơn thuần là rủi ro tác nghiệp, mà phạm vi của rủi ro hoạt động bao trùm hầu hết các hoạt động của ngân hàng, có mối quan hệ chặt chẽ với các loại rủi ro khác và là loại rủi ro không thể tránh mà chỉ có thể tìm cách giảm bớt. Bài viết đã phân tích thực trạng rủi ro hoạt động tại một số ngân hàng thương mại Việt Nam và đưa ra một số đề xuất nhằm tăng cường quản lý rủi ro hoạt động tại các NHTM Việt Nam.

Từ khóa: Rủi ro hoạt động, tổn thất hoạt động, sự kiện.

ABSTRACT

The Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) has pointed out that, along with credit risk and market risk, operational risk is one of the material risks in banking systems. The increasingly complex business environment, higher work pressure and greater reliance on technology lead to the increase in the level of operational risk. Operational risk is not merely risk in daily practices, but covers most banking activities. This risk is closely related to other types of risk and can not be eliminated but can minimize. The paper analyzes the current situation of operational risks at Vietnamese commercial banks and gives some recommendations to enhance the management of operational risk at Vietnamese commercial banks.

Key words: Operational risk, operational loss, events

1. Giới thiệu

1.1. Sự cần thiết nghiên cứu rủi ro hoạt động

Để đạt được mục tiêu phát triển lâu dài, các ngân hàng đều cần phải quản lý tốt các rủi ro phát sinh trong hoạt động của mình. Trong những năm gần đây, bên cạnh rủi ro truyền thống như rủi ro tín dụng, chủ đề về rủi ro hoạt động ngày càng được các nhà quản trị và nhà nghiên cứu quan tâm hơn vì rủi ro này liên quan đến toàn bộ các khâu, nghiệp vụ của ngân hàng với rất nhiều sự kiện rủi ro hoạt động liên tục xảy ra trên thế giới và Việt Nam với quy mô lớn. Mặc dù đã được các ngân hàng nhận diện và chú trọng quản lý, rủi ro hoạt động vẫn được nhìn nhận là có xu thế ngày càng gia tăng. Lý do giải thích cho điều này là do sự phát triển của công nghệ dẫn tới các ngân hàng phụ thuộc vào công nghệ nhiều hơn; các giao dịch và nghiệp vụ trở nên ngày càng phức tạp hơn trong đó có sự gia tăng của các dịch vụ ngân hàng điện tử kéo theo tội phạm công nghệ cũng ngày càng tinh vi; tốc độ và khối lượng giao dịch lớn dẫn tới quá trình xử lý, thao tác nghiệp vụ có thể mắc lỗi, sai sót; môi trường cạnh tranh ngày càng gay gắt cũng đòi hỏi chất lượng phải cao hơn, do đó áp lực về công việc, về hiệu quả công việc cao lên. Điều này làm cho chủ đề nghiên cứu về rủi ro hoạt động cũng như làm thế nào để quản lý rủi ro hoạt động hiệu quả ngày càng thu hút sự chú ý của các nhà nghiên cứu cũng như những người làm thực tế.

1.2. Tổng quan nghiên cứu

Rủi ro hoạt động và quản trị rủi ro hoạt động là một vấn đề quan trọng được nhiều ngân hàng trên thế giới quan tâm. Ở Việt Nam, xuất phát từ nhiều khó khăn trong tiếp cận thông tin và dữ liệu nên cho

đến nay không có quá nhiều công trình quy mô lớn liên quan đến chủ đề rủi ro hoạt động và quản lý rủi ro hoạt động (QLRRHĐ). Các nghiên cứu về rủi ro hoạt động chủ yếu là dừng ở cấp độ luận văn thạc sĩ, khóa luận đại học với phạm vi nghiên cứu nhỏ hẹp tại một ngân hàng hoặc chi nhánh ngân hàng hoặc một số bài viết trên các tạp chí ngành.

Công trình lớn nhất có thể kể đến là Luận án Tiến sĩ của tác giả Lê Thị Vân Khanh, bảo vệ năm 2016 tại trường Đại học Kinh tế quốc dân “Hệ thống quản lý rủi ro hoạt động tại các ngân hàng thương mại Việt Nam”. Luận án đã trình bày được thực trạng của Hệ thống quản lý rủi ro hoạt động tại một số NHTM thuộc phạm vi nghiên cứu trên các khía cạnh Quan điểm lãnh đạo về QLRRHĐ của Ban lãnh đạo cấp cao, cơ cấu tổ chức QLRRHĐ, quá trình thực hiện QLRRHĐ thông qua các công cụ QLRRHĐ, công nghệ thông tin, đào tạo QLRRHĐ, truyền thông QLRRHĐ. Nghiên cứu đã phân tích, đánh giá từ tổng thể đến những chi tiết tác động đến hiệu quả QLRRHĐ tại các NHTM Việt Nam. Kết quả khảo sát thực nghiệm diện rộng trong phần sau của nghiên cứu xác nhận cả 6 yếu tố được liệt kê đều tác động đến hiệu quả QLRRHĐ. Một phần trong nội dung nghiên cứu của bài viết có mô tả một số sự kiện rủi ro hoạt động tại các NHTM Việt Nam dựa trên Báo cáo QLRRHĐ của các NHTM cũng đã xác nhận các sự kiện điển hình, gây tổn thất lớn cho các ngân hàng Việt Nam chủ yếu là các sự kiện gian lận nội bộ.

Một số nghiên cứu khác về rủi ro hoạt động được đăng tải trên các tạp chí, website như Bài viết “Quản trị rủi ro tác nghiệp của ngân hàng theo Basel II – Tinh huống ngân hàng thương mại cổ phần An Bình” của Trịnh Quốc Trung và Phạm Thu Thủy đăng trên Tạp chí Phát triển khoa học và công nghệ (2016) đã hệ thống hóa các vấn đề lý luận liên quan đến rủi ro tác nghiệp và quản lý rủi ro tác nghiệp theo Basel II, phân tích thực trạng rủi ro hoạt động và quản lý rủi ro hoạt động tại ngân hàng An Bình thông qua các phương pháp khảo sát và phỏng vấn chuyên gia. Từ các phân tích, các tác giả đưa ra một số hàm ý quản trị rủi ro hoạt động đối với ngân hàng An Bình như đào tạo, nâng cao nhận thức quản lý rủi ro đối với nguồn nhân lực; xây dựng văn hóa quản lý rủi ro hoạt động thông qua truyền thông; chú trọng chính sách đãi ngộ nhân sự; xây dựng hệ thống công nghệ thông tin chuyên biệt cho QLRRHĐ; cải tiến hệ thống quy trình, văn bản; tăng cường kiểm soát gian lận và sai phạm nội bộ; áp dụng kỹ thuật bảo hiểm rủi ro đối với rủi ro hoạt động.

Đặng Anh Tuấn, Trần Nhật Trang và Trần Quang Thái (2018) đã thống kê 11 nguyên tắc quản lý rủi ro hoạt động hiệu quả theo Basel, phân tích thực trạng triển khai QLRRHĐ tại ngân hàng Hàng Hải trên các khía cạnh về mô hình, các công cụ QLRRHĐ cũng như mức vốn yêu cầu cho rủi ro hoạt động của ngân hàng Hàng Hải theo thông tư 41/2016/TT-NHNN. Dựa trên đánh giá thành tựu và hạn chế trong hoạt động QLRRHĐ, nhóm tác giả đã đưa ra 2 giải pháp cho ngân hàng Hàng Hải và 5 khuyến nghị cho NHNN Việt Nam và các cơ quan hữu quan nhằm nâng cao năng lực QLRRHĐ theo Basel II.

2. Rủi ro hoạt động và các sự kiện tổn thất hoạt động

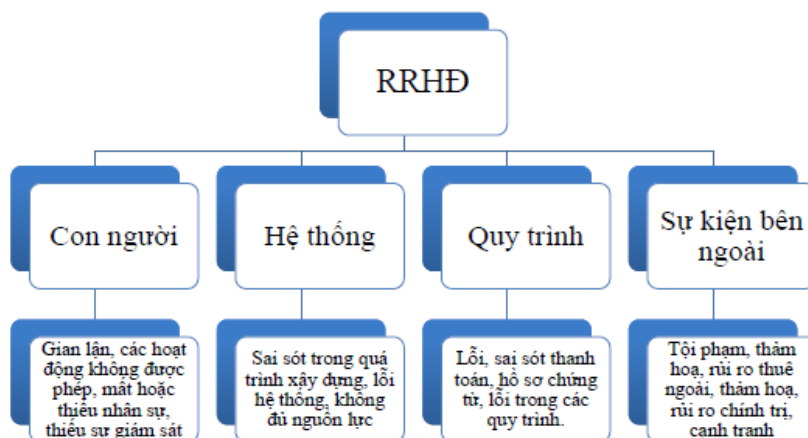
2.1. Khái niệm rủi ro hoạt động

Rủi ro hoạt động là một chủ đề luôn giành được nhiều sự quan tâm trong suốt quá trình phát triển của nền kinh tế nói chung và ngành ngân hàng nói riêng. Định nghĩa rủi ro hoạt động đã được các học giả phát triển, sửa đổi trong một khoảng thời gian dài như Cooke (2004), Frame (2002) hoặc trong nghiên cứu của SAS (2007). Định nghĩa chính thức về rủi ro hoạt động được đưa ra từ Basel 2, theo đó, “Rủi ro hoạt động là rủi ro tổn thất do các quy trình, con người và hệ thống nội bộ không đầy đủ hoặc không thành công hoặc từ các sự kiện bên ngoài (BCBS 2003, tr.2). Định nghĩa về rủi ro hoạt động này dựa trên cơ sở các nguyên nhân rủi ro hoạt động cơ bản được chia thành bốn loại: con người, quy trình, hệ thống và các sự kiện bên ngoài. Định nghĩa này bao gồm rủi ro pháp lý, nhưng không bao gồm rủi ro chiến lược, danh tiếng và hệ thống (BCBS, 2001). Theo quan điểm kinh doanh, rủi ro hoạt động có thể được coi là rủi ro do sản xuất hàng hoá và dịch vụ cho khách hàng của một công ty dịch vụ tài chính, tức là những rủi ro phát sinh từ sự đổ vỡ trong quá trình sản xuất mà có bao gồm chuỗi giá trị của tổ chức.

Rủi ro hoạt động của các NHTM có xu hướng ngày càng gia tăng, trước hết, là do sự mở rộng quy mô, phạm vi và sự đa dạng hóa hoạt động kinh doanh. Mỗi NHTM có thể trở thành các tập đoàn tài chính và là những công ty đa quốc gia. Thêm nữa, môi trường kinh doanh cũng ngày càng phức tạp hơn, áp lực công việc tăng do tốc độ và khối lượng giao dịch tăng, sự lệ thuộc vào kỹ thuật và công nghệ nhiều hơn. Rủi ro hoạt động không đơn thuần là rủi ro tác nghiệp, mà phạm vi của rủi ro hoạt động bao trùm hầu hết các hoạt động của ngân hàng. Rủi ro hoạt động cũng có mối quan hệ nhiều nhất với các loại rủi ro khác. Hầu hết các rủi ro như rủi ro tín dụng, rủi ro thị trường hay rủi ro thanh khoản đều có thể bắt nguồn từ rủi ro hoạt động. Rất nhiều sự kiện tổn thất lớn xảy ra trên thế giới trong khoảng mười lăm năm trở lại đây (ví dụ, Tập đoàn Ngân hàng Lloyds và Barclays năm 2006 do các hành động gian lận đã chịu khoản lỗ lần lượt 5,9 tỷ euro và 4 tỷ euro; Bernard L. Madoff Investment Securities và Société Générale (2008) mất 17 tỷ đô la và 6,3 tỷ euro; Ngân hàng Citibank năm 2012 thiệt hại 22 triệu đô la; Rabobank và Fondiaria-SAI trong năm 2013 tạo chịu khoản lỗ tương ứng là 1 tỷ đô la và € 252 triệu) cho thấy ngay cả các tổ chức tài chính vận hành các hệ thống quản lý rủi ro phức tạp cũng dễ bị tổn thương trước các sự kiện rủi ro hoạt động.

2.2. Nguyên nhân gây ra rủi ro hoạt động và sự kiện tổn thất hoạt động

Rủi ro hoạt động được phân loại bởi rất nhiều tiêu chí, theo các nguyên nhân xảy ra, rủi ro hoạt động được phân thành 4 loại như Hình 2.1, bao gồm: nguyên nhân do yếu tố con người, yếu tố hệ thống, yếu tố quy trình và yếu tố bên ngoài.



Hình 1: Nguyên nhân rủi ro hoạt động

Nguồn: BCBS, 2004

Khi rủi ro hoạt động xảy ra đồng nghĩa với việc xuất hiện các sự kiện tổn thất hoạt động. Theo Basel 2, sự kiện tổn thất hoạt động được phân thành 7 nhóm chính bao gồm: (1) Gian lận nội bộ; (2) Gian lận bên ngoài; (3) Thực tiễn về việc làm và an toàn tại nơi làm việc; (4) Khách hàng, sản phẩm và thực tiễn kinh doanh; (5) Thiệt hại đối với tài sản vật chất; (6) Gián đoạn trong kinh doanh và thất bại của hệ thống; (7) Thực hiện, phân phối và quản lý quy trình. Ủy ban tin rằng mỗi sự kiện nên được báo cáo riêng rẽ và đưa ra hướng dẫn về cái gì sẽ tạo ra một sự kiện (BCBS, 2002). Mỗi một loại sự kiện được chi tiết theo 3 cấp độ cụ thể như bảng 2.1 dưới đây.

Bảng 1: Danh mục sự kiện tổn thất

TT	Sự kiện	Khái niệm	Danh mục hành vi
1	Gian lận nội bộ	Tổn thất do các hành vi lừa đảo, chiếm đoạt tài sản hoặc việc không tuân thủ các quy định, chính sách của ngân	- Hành động trái phép + Có ý không báo cáo các giao dịch + Giao dịch không phù hợp với vị trí (giao dịch vượt thẩm quyền) + Có ý không thực hiện nhiệm vụ

		hàng, luật pháp,... trong đó có ít nhất 1 bên liên quan nằm trong nội bộ ngân hàng	<ul style="list-style-type: none"> - Trộm cắp và gian lận + Nhân viên chiếm dụng tài sản + Nhân viên phá hoại tài sản + Nhân viên trộm cắp, tham ô, cướp tài sản + Nhân viên mạo danh tiếp quản tài khoản không được phép + Giao dịch nội gián + Tiết lộ thông tin
2	Gian lận bên ngoài	Tổn thất do các hành vi lừa gạt, chiếm đoạt tài sản hoặc vi phạm pháp luật, được thực hiện bởi 1 bên thứ ba	<ul style="list-style-type: none"> - Trộm cắp và gian lận + Trộm cắp + Cướp tài sản + Giả mạo + Giấy nợ - Hệ thống an ninh + Thiệt hại do tin tặc + Trộm cắp thông tin
3	Chính sách làm việc và an toàn môi trường làm việc	Các tổn thất phát sinh từ hành vi không phù hợp với nơi làm việc, với quy định an toàn lao động, hoặc những thỏa thuận về việc chi trả bồi thường thương tích cá nhân ...	<ul style="list-style-type: none"> - Quan hệ với nhân viên + Các vấn đề về đảm bảo lợi ích, bồi thường, chấm dứt hợp đồng lao động - An toàn môi trường làm việc + Trách nhiệm chung + Sự kiện liên quan đến sức khỏe và an toàn của nhân viên trong quá trình làm việc + Bồi thường lao động
4	Khách hàng, sản phẩm và thực tiễn quá trình kinh doanh	Các tổn thất phát sinh do lỗi vô ý trong việc đáp ứng các nghĩa vụ đối với các khách hàng cụ thể (bao gồm: các yêu cầu về ủy thác và sự phù hợp), hoặc từ thiết kế, đặc thù của sản phẩm	<ul style="list-style-type: none"> - Sự phù hợp của sản phẩm + Vi phạm về sự tuân thủ các điều khoản, hướng dẫn trong quan hệ ủy thác + Vấn đề liên quan đến định danh khách hàng + Vi phạm về việc tiết lộ thông tin của khách hàng cá nhân + Vi phạm quyền riêng tư của khách hàng + Phong cách bán hàng hung hăng + Lạm dụng thông tin bí mật - Thực tiễn môi trường kinh doanh + Chống độc quyền + Thao túng thị trường + Giao dịch nội gián (trên tài khoản công ty) + Hoạt động không có giấy phép + Rửa tiền - Lỗi hỏng trong thiết kế sản phẩm + Lỗi sản phẩm (không được phép cung ứng) + Lỗi mô hình