
TÁC ĐỘNG CỦA TÍNH BẤT ĐỊNH ĐẾN VIỆC NẮM GIỮ CHỨNG KHOÁN CỦA CÁC NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI VIỆT NAM

Nguyễn Hoàng Chung
Trường Đại học Thủ Dầu Một
Email: chungnh@tdmu.edu.vn

Mã bài: JED-1398
Ngày nhận bài: 14/09/2023
Ngày nhận bài sửa: 17/11/2023
Ngày duyệt đăng: 20/11/2023
DOI: 10.33301/JED.VI.1398

Tóm tắt

Nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm về hoạt động của các trung gian tài chính khi đối mặt với sự khó khăn bằng cách kiểm tra tác động của tính bất định đối với việc nắm giữ chứng khoán của ngân hàng. Sử dụng dữ liệu cấp ngân hàng tại Việt Nam trong giai đoạn 2007 - 2019 để tính toán bất định vi mô dựa trên sự phân tán của các cú sốc ngân hàng, nghiên cứu cho thấy tính bất định của ngân hàng có xu hướng làm gia tăng việc nắm giữ chứng khoán tại các ngân hàng. Phân tách chứng khoán tổng hợp, nghiên cứu cho thấy các khoản đầu tư an toàn hơn (bao gồm trái phiếu chính phủ và trái phiếu các định chế tài chính) chi phối tác động tổng thể của tính bất định của ngân hàng đối với việc nắm giữ chứng khoán, việc này bù đắp cho sự sụt giảm danh mục đầu tư rủi ro hơn (bao gồm trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu) trong thời kỳ bất định cao hơn.

Từ khóa: Tính bất định của ngân hàng; trái phiếu; cổ phiếu; nắm giữ chứng khoán.

Phân loại JEL: G21, G32.

The impact of uncertainty on banks' security holdings in Vietnam

Abstract

The study enriches the empirical evidence on financial intermediaries' operations in the face of uncertainty by examining the impact of banking uncertainty on banks' security holdings. Using bank-level data in Vietnam during 2007 - 2019 to compute a micro uncertainty proxy based on the dispersion of bank shocks, this paper shows that banking uncertainty tends to enhance total security holdings at banks. Decomposing aggregate securities into disaggregate components, we find that safer investments (including government bonds and financial institution bonds) dominate the overall impact of banking uncertainty on security holdings, which completely offset a drop in the volume of riskier investments (including corporate bonds and stocks) in times of higher uncertainty.

Keywords: Banking uncertainty; bonds; shares; security holdings.

JEL Classification: G21, G32.

1. Giới thiệu

Làm thế nào tính bất định trong các quyết định kinh tế và chính sách có thể thúc đẩy các chỉ số kinh tế và tài chính? Nhiều nghiên cứu cho thấy tính bất định gây ra hậu quả tiêu cực đối với đầu tư của các công ty (Drobetz & cộng sự, 2018; Gulen & Ion, 2016; Kang & cộng sự, 2014), việc làm của các cá nhân (Caggiano & cộng sự, 2017) và tổng sản lượng của nền kinh tế (Baker & cộng sự, 2016; Bloom & cộng sự, 2018). Tập trung vào lĩnh vực ngân hàng, một thành phần cốt lõi quan trọng của hệ thống kinh tế, các nghiên cứu trước

đây cũng cho thấy các phản ứng khác nhau của ngân hàng đối với tính bất định. Ví dụ, khi phải đối mặt với tính bất định cao hơn, các ngân hàng có xu hướng gặp nhiều rủi ro hơn (Karadima & Louri, 2021; Wu & cộng sự, 2020), hoặc tăng giá cho vay (Ashraf & Shen, 2019), hoặc giảm giá trị thị trường (He & Niu, 2018), hoặc giảm thiểu đòn bẩy tài chính (Fu & Luo, 2021) và ít có khả năng chấp nhận các khoản vay mới (Alessandri & Bottero, 2020). Các nghiên cứu khác chỉ ra rằng tính bất định có thể làm giảm tăng trưởng tín dụng ngân hàng (Bilgin & cộng sự, 2021; Bordo & cộng sự, 2016; Buch & cộng sự, 2015; Danisman & cộng sự, 2020; Hu & Gong, 2019; Valencia, 2017). Tuy nhiên, khía cạnh tính bất định làm thay đổi việc nắm giữ chứng khoán của các ngân hàng như thế nào là mục đích của nghiên cứu này. Nghiên cứu tiếp cận khía cạnh này dựa trên việc các ngân hàng đang mua một khối lượng chứng khoán ngày càng tăng, do đó chứng khoán hoá giấy tờ có giá này thành một phần khá lớn trong danh mục tài sản ngân hàng (Paludkiewicz, 2019). Tuy nhiên, các nghiên cứu nhìn chung thiếu đi các cảnh báo sớm về việc nắm giữ nhiều chứng khoán hơn của các ngân hàng có thể xóa sạch tín dụng được cấp cho nền kinh tế (Diamond & Rajan, 2001). Nghiên cứu gần đây cũng chứng minh rằng hiệu quả của kênh truyền tài chính sách tiền tệ có thể bị tổn hại khi các ngân hàng cơ cấu danh mục tài sản của họ theo hướng có tích trữ danh mục chứng khoán lớn hơn (Peydró & cộng sự, 2021).

Để phân tích thực nghiệm về tác động của tính bất định đối với việc nắm giữ chứng khoán của các ngân hàng, nghiên cứu lấy mẫu gồm 31 ngân hàng thương mại (NHTM) từ Việt Nam trong giai đoạn 2007-2019. Nghiên cứu thực hiện hồi quy bằng cách sử dụng các kỹ thuật hiệu ứng cố định với các lỗi tiêu chuẩn Driscoll-Kraay đã được hiệu chỉnh và tiếp tục giải quyết vấn đề nội sinh tiềm ẩn thông qua các phương pháp ước tính mô-men tổng quát (Generalized Method of Moments - GMM). Để tính bất định, nghiên cứu sử dụng dữ liệu cấp ngân hàng để tính toán sự phân tán mặt cắt ngang của các cú sốc đối với các biến cấp ngân hàng chính, như được đề xuất bởi Buch & cộng sự (2015). Tính bất định vi mô này đặc biệt dành riêng để phản ánh tính bất định trong lĩnh vực ngân hàng. Ưu điểm chính của tính bất định vi mô của nghiên cứu là nó áp dụng cho tất cả các ngân hàng trong cùng một hệ thống (thay vì chỉ các ngân hàng niêm yết) và nó không nghi ngờ về tính chính xác của thông tin văn bản trên báo chí cần được thu thập để tạo ra tính bất định dựa trên văn bản (như proxy bất định về chính sách kinh tế). Đáng chú ý, đối với việc nắm giữ chứng khoán toàn diện của các ngân hàng, nghiên cứu không chỉ quan tâm đến việc tính bất định tác động đến danh mục chứng khoán như thế nào, mà nghiên cứu còn chú ý đến tính bất định liên quan đến các thành phần phân tách khác nhau của chứng khoán ngân hàng. Nghiên cứu thực hiện điều này bằng cách chia tổng số chứng khoán của các ngân hàng thành nhiều mục, bao gồm trái phiếu chính phủ, trái phiếu tổ chức tài chính, trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu.

Nghiên cứu xem xét Việt Nam vì nó cung cấp một môi trường có giá trị cho nghiên cứu này. Việt Nam có thể được đối xử như một đại diện công bằng cho các nền kinh tế mới nổi, nơi các ngân hàng tuyên bố một vị trí lớn trong hệ thống tài chính và đóng góp đáng kể vào việc điều tiết nền kinh tế (Dang, 2020). Trong giai đoạn này, các NHTM đã nhanh chóng tăng cường nắm giữ chứng khoán, qua đó trở thành thành viên chủ chốt của thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, các khoản nắm giữ chứng khoán này (chủ yếu là trái phiếu Chính phủ) đã bị hạn chế bởi các quy định của ngân hàng trong những năm gần đây (Dang & Huynh, 2020). Về nguyên tắc, thực hiện tìm kiếm lại tính bất định trong một nền kinh tế mới nổi cũng được hưởng một số lợi thế.

Cụ thể, các nền kinh tế mới nổi phải đối mặt với tính bất định cao hơn so với các nền kinh tế phát triển (Bloom, 2014), và có thể hậu quả của tính bất định đối với các ngân hàng ở các thị trường mới nổi có thể rõ rệt hơn các ngân hàng ở các nền kinh tế phát triển theo Nguyen & cộng sự (2020). Trên thực tế, trong vài năm qua, hoạt động ngân hàng ở Việt Nam đã được kích hoạt và biến động đáng kể do nguyên nhân của nhiều lực lượng khác nhau, chẳng hạn như cuộc khủng hoảng toàn cầu năm 2008, sự bùng nổ nợ xấu năm 2012 và cải cách chính trị tác động đến hoạt động của hệ thống ngân hàng cùng với áp lực nặng nề để nâng cấp các tiêu chuẩn nhân lực quốc tế (Batten & Vo, 2019).

Nghiên cứu này góp phần vào hệ thống khung khổ lý thuyết về tác động của tính bất định ngân hàng đến danh mục nắm giữ chứng khoán của các ngân hàng thương mại tại Việt Nam. Nghiên cứu cố gắng phân tách chứng khoán tổng hợp thành các tài sản tài chính cụ thể bao gồm: trái phiếu chính phủ, trái phiếu tổ chức tài chính, trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu. Bên cạnh đó, nghiên cứu này không tiếp cận theo hướng các

phản ứng liên quan đến danh mục đầu tư tài sản của các ngân hàng trước tính bất định của chính sách kinh tế, mà dựa vào sự phân tán cắt ngang của các cú sốc cấp ngân hàng đại diện bởi tính bất định của ngân hàng thương mại tác động đến hoạt động của ngân hàng thông qua các hoạt động đầu tư tài chính. Nghiên cứu kiểm định liệu rằng khi tính bất định gia tăng các ngân hàng thương mại sẽ phản ứng với điều này như thế nào thông qua việc tăng giảm khối lượng nắm giữ tài sản tài chính, việc này có thể lây lan ảnh hưởng đến kênh tín dụng của nền kinh tế (Diamond & Rajan, 2001) hoặc tác động đến tính hiệu quả của kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ (Peydró & cộng sự, 2021).

Nghiên cứu cấu trúc phần còn lại của bài báo như sau. Phần thứ hai của bài báo cung cấp một đánh giá tài liệu ngắn gọn. Phần thứ ba thể hiện đặc tả mô hình thực nghiệm, nguồn dữ liệu và cấu trúc biến của nghiên cứu. Phần thứ tư của bài báo cung cấp kết quả ước tính và giải thích có liên quan. Phần cuối cùng kết thúc công việc của nghiên cứu với ý nghĩa chính sách bắt nguồn từ những phát hiện của nghiên cứu.

2. Cơ sở lý thuyết

Về lý thuyết, một số cơ chế giúp dự báo ảnh hưởng của tính bất định đối với việc nắm giữ chứng khoán của ngân hàng. Sự sụt giảm đáng kể trong các hoạt động tín dụng trong thời kỳ bất ổn cao, do sự trì hoãn đầu tư và chi tiêu từ các công ty và hộ gia đình, có thể dẫn đến sự khác biệt hơn cho các ngân hàng để cung cấp tín dụng cho nền kinh tế (Bloom, 2009). Ngoài ra, người cho vay có thể do dự hơn khi cho vay nếu họ nhận thức được rằng tính bất định có thể làm tăng đáng kể khả năng vỡ nợ của người vay (Mishkin, 1999). Do đó, các ngân hàng có thể áp dụng chiến lược “chờ và xem” (wait and see) (McDonald & Siegel, 1986) và chọn đầu tư vào chứng khoán với các tính năng phù hợp như một kế hoạch thay thế (Broner & cộng sự, 2014). Ngoài ra, khi nói đến quyết định của chính ngân hàng, người ta có thể lập luận rằng các ngân hàng có thể lưu trữ một lượng tài sản lưu động tối ưu với động cơ phòng ngừa để tự bảo vệ mình trước những cú sốc thanh khoản bất lợi tiềm ẩn do tính bất định gây ra (Allen & Gale, 2004). Theo đó, các tài sản lưu động này có thể ở dạng tiền mặt hoặc chứng khoán (Berger & cộng sự, 2020). Nhìn chung, tính bất định dự kiến sẽ khuyến khích các ngân hàng tăng cường nắm giữ chứng khoán.

Dưới áp lực của nhu cầu tín dụng thấp hơn trong bối cảnh bất ổn lớn hơn, các ngân hàng phải cắt giảm lãi suất cho vay (Hartzmack, 2016). Trong bối cảnh người gửi tiền yêu cầu phí bảo hiểm rủi ro cao hơn do mối đe dọa của các cú sốc bất lợi, các ngân hàng phải chấp nhận chi phí tài trợ cao hơn (Valencia, 2017). Cùng với nhau, các cơ chế này làm giảm lợi nhuận của ngân hàng, do đó buộc các ngân hàng phải tìm cách bù đắp cho lợi nhuận bị giảm vì mục tiêu kinh doanh của họ thường cố định. Do đó, các ngân hàng có nhiều khả năng tiếp cận các dự án có “rủi ro cao, lợi nhuận cao” (high risk, high return) (Dell’Ariccia & cộng sự, 2014). Nếu động cơ “tìm kiếm lợi nhuận” này hoạt động, các ngân hàng có thể giảm lượng nắm giữ chứng khoán, thường liên quan đến lợi nhuận thấp hơn so với các khoản vay. Vì danh mục đầu tư do các ngân hàng nắm giữ bao gồm nhiều loại quan hệ bí mật với các đặc điểm lợi nhuận rủi ro khác nhau, nên cần phải phân tách các danh mục đầu tư này để đưa ra đánh giá toàn diện hơn. Tóm lại, tính bất định ảnh hưởng như thế nào đến việc nắm giữ chứng khoán của các ngân hàng là mơ hồ về mặt lý thuyết.

Berger & cộng sự (2020) sử dụng một biện pháp mới về tích trữ thanh khoản ngân hàng (dựa trên phân loại tất cả các khoản mục ngân hàng tài sản và nợ phải trả) để chỉ ra rằng các ngân hàng Mỹ xây dựng bộ đệm thanh khoản của họ trong thời kỳ bất ổn chính sách kinh tế cao hơn. Trong một nghiên cứu gần đây, Ashraf (2020) tập trung vào 21 quốc gia chính và đưa ra kết luận tương tự nhưng thông qua một biện pháp thanh khoản khác được xác định bởi tỷ lệ tiền mặt và dự trữ trên tổng tài sản. Nói chung, hai nghiên cứu này vẫn có sự khác biệt so với cách mà nghiên cứu này tiếp cận, cụ thể nghiên cứu quan tâm đến việc nắm giữ chứng khoán của các ngân hàng, cũng được chia thành các loại trái phiếu và cổ phiếu khác nhau. Ngoài ra, trong khi cả hai bài báo trước đây phân tích mức độ tổng hợp của tính bất định về chính sách kinh tế bằng cách sử dụng chỉ số dựa trên văn bản, công việc của nghiên cứu khám phá tính bất định vì mô đặc biệt liên quan đến ngành ngân hàng bằng cách sử dụng dữ liệu cấp ngân hàng.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình và biến

Để kiểm tra thực nghiệm mối quan hệ giữa tính bất định và nắm giữ chứng khoán của các ngân hàng, nghiên cứu bắt đầu với mô hình cơ sở sau:

Phương trình

$$Secuhold_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times Secuhold_{i,t-1} + \beta_2 \times Uncertainty_{i,t-1} + \beta_3 \times Microctrl_{i,t-1} + \beta_4 \times Macroctrl_{i,t-1} + v_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

trong đó i chỉ số ngân hàng và chỉ số t năm. Biến phụ thuộc *Secuhold* được tính bằng tỷ lệ tổng chứng khoán trên tổng tài sản. Nhằm mục đích cung cấp một khía cạnh toàn diện, nghiên cứu tiếp tục phân tách chứng khoán, bao gồm trái phiếu chính phủ, trái phiếu tổ chức tài chính, trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu.

Uncertainty _{$i,t-1$} là thước đo tính bất định cho các ngân hàng. v_i là hiệu ứng cố định ngân hàng và $\varepsilon_{i,t}$ là phần dư. Vector *Microctrl* _{$i,t-1$} là một tập hợp các biện pháp kiểm soát cấp ngân hàng bao gồm: (1) quy mô ngân hàng (logarit tổng tài sản), (2) quy mô vốn chủ sở hữu (vốn chủ sở hữu/tổng tài sản), (3) Dự phòng rủi ro tín dụng, (4) Tỷ suất sinh lời. Trong khi đó, Trong nhóm biến kiểm soát vec-tơ vĩ mô *Macroctrl* _{$i,t-1$} , nghiên cứu kết hợp tốc độ tăng trưởng GDP để kiểm soát chu kỳ kinh tế và lãi suất cho vay tái cấp vốn (lãi suất điều hành) đại diện cho cơ chế chính sách tiền tệ theo Dang & Huynh (2020). Theo nghiên cứu xem xét các biến độc lập trễ một năm ($t-1$) vì cho vay ngân hàng không thể phản ứng ngay lập tức với các cú sốc bên trong và bên ngoài. Hơn nữa, việc này có thể giảm thiểu một phần mối quan hệ nhân quả ngược. Nghiên cứu tiến hành hồi quy hiệu ứng cố định bằng cách sử dụng độ lệch chuẩn Driscoll-Kraay (Hoechle, 2007). Tuy nhiên, mô hình của nghiên cứu có thể gặp phải các vấn đề về nội sinh. Do đó, nghiên cứu kết hợp vào mô hình của mình biến phụ thuộc biến trễ và áp dụng công cụ ước tính GMM (Roodman, 2009). Công cụ ước tính này không chỉ giải quyết tính nội sinh tiềm ẩn mà còn cho phép tính liên tục của việc cho vay ngân hàng. Nghiên cứu thực hiện các kiểm định để giải thích cho việc sử dụng GMM. Các kiểm định AR (1)/AR (2) cho mỗi tương quan bậc một và hai và kiểm định Hansen để xác định việc vượt quá mức số biến công cụ trong mô hình định lượng.

Bảng 1: Thống kê mô tả biến

	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Định nghĩa
Tổng số chứng khoán	16,43	6,87	5,20	30,55	Tổng chứng khoán/Tổng tài sản (%)
Trái phiếu Chính phủ	8,49	4,90	1,10	19,40	Trái phiếu Chính phủ/Tổng tài sản (%)
Trái phiếu tổ chức	3,63	3,22	0,00	11,06	Trái phiếu tổ chức/Tổng tài sản (%)
Trái phiếu doanh nghiệp	3,48	3,38	0,00	11,57	Trái phiếu doanh nghiệp/Tổng tài sản (%)
Cổ phiếu	0,37	0,51	0,00	1,88	Cổ phiếu/Tổng tài sản (%)
Tỷ lệ quy mô NHTM	32,01	1,22	30,02	34,27	Logarit tự nhiên của tổng tài sản (tính bằng triệu đồng)
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu	9,87	4,36	4,94	20,47	Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản (%)
Dự phòng rủi ro tín dụng	0,95	0,67	0,12	2,51	Dự phòng tổn thất cho vay/Tổng các khoản vay (%)
Tỷ suất sinh lời	1,55	0,81	0,25	3,15	Lợi nhuận trên tài sản (%)
Tính bất định theo tài sản	21,94	6,75	13,43	34,09	Phân tán các cú sốc đối với tài sản
Tính bất định theo nguồn vốn	24,23	7,89	16,00	40,93	Phân tán các cú sốc đối với tài trợ
Tính bất định theo lợi nhuận	1,27	0,39	0,67	2,06	Phân tán các cú sốc đến lợi nhuận
Tăng trưởng kinh tế (GDP)	6,25	0,64	5,25	7,13	Tốc độ tăng trưởng GDP (%)
Lãi suất tái cấp vốn	8,02	2,54	6,00	15,00	Lãi suất tái cấp vốn (%)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Khi chọn các biến kiểm soát cấp ngân hàng, trước tiên nghiên cứu cho phép quy mô ngân hàng. Theo giả thuyết “quá lớn để thất bại”, các ngân hàng lớn có thể hoạt động với một danh mục tài sản rủi ro và nắm giữ một bộ đệm nhỏ của chứng khoán thanh khoản (Delechat & cộng sự, 2012). Nghiên cứu chọn vốn ngân hàng, lấy cảm hứng từ việc các ngân hàng có thể tăng nhu cầu giao dịch chứng khoán do yêu cầu vốn quy định (Bonner, 2016). Ngoài ra, rủi ro ngân hàng và lợi nhuận được xem xét. Mặc dù rủi ro tín dụng ngân hàng tăng vọt có thể khuyến khích các ngân hàng chuyển sang nắm giữ chứng khoán - theo động cơ phòng ngừa, lợi nhuận ngân hàng giảm có thể khiến các ngân hàng tích trữ ít tài sản thanh khoản hơn và đầu tư nhiều hơn vào các tài sản “rủi ro cao, lợi suất cao” - theo động cơ chiến lược (Acharya & cộng sự, 2012; Dell’Ariccia & cộng sự, 2014). Cùng với các biến số cấp ngân hàng này, nghiên cứu cũng coi tăng trưởng

kinh tế và tỷ lệ tái cấp vốn là các yếu tố kiểm soát kinh tế vĩ mô. Lý do nghiên cứu chọn các biến này là trong thời kỳ tăng trưởng kinh tế hoặc chính sách tiền tệ nới lỏng, các thành phần kinh tế có thể làm tăng nhu cầu tín dụng và các ngân hàng có thể có nhiều vốn vay hơn để cấp cho thị trường, điều này có khả năng kích thích cho vay và hạn chế nắm giữ chứng khoán (Adesina, 2019; Bertay & cộng sự, 2015). Nhìn chung, tất cả các biến kiểm soát trong nghiên cứu này được xác định trong Bảng 1.

$Uncertainty_{i,t-1}$ là thước đo tính bất định của NHTM, bao gồm phân tán theo tài sản ($UncAsset$), phân tán theo nguồn vốn ($UncFund$) và phân tán theo lợi nhuận ($UncProfit$) của các cú sốc được tính toán dựa theo quy trình hai bước của Buch & cộng sự (2015). Theo đó, nghiên cứu xác định các cú sốc cụ thể theo năm (t) của các ngân hàng (i) với từng biến cấp ngân hàng bằng phương trình như sau:

$$\log(X_{i,t}) - \log(X_{i,t-1}) = \Delta \log(X_{i,t}) = \alpha_i + \beta_t + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó $\Delta \log(X_{i,t})$ biểu thị phần trăm thay đổi của tài sản hoặc nguồn vốn ngắn hạn tại ngân hàng i trong năm t . Nghiên cứu cũng thực hiện ước tính bằng cách sử dụng phương trình trên cho mức sinh lời của ngân hàng (tỷ suất lợi nhuận trên tài sản) trong khi nó là một biến liên tục. α_i đại diện cho các hiệu ứng cố định của ngân hàng và β_t đại diện cho các hiệu ứng cố định theo thời gian. Các phần dư $\epsilon_{i,t}$ từ phương trình chỉ ra cú sốc từng ngân hàng mà nghiên cứu cần thu thập để tạo ra sự phân tán theo mặt cắt ngang của các cú sốc. Tiếp đến, nghiên cứu dựa vào độ lệch chuẩn của phần dư để có được tính bất định của ngành ngân hàng trong năm t :

$$Uncertainty_{i,t-1} = SD(\epsilon_{i,t}) \quad (3)$$

Sự phân tán mặt cắt ngang của các cú sốc cấp ngân hàng càng lớn thì tính bất định của hệ thống ngân hàng càng cao. Nghiên cứu xây dựng một thước đo về độ bất định dựa trên dữ liệu cấp ngân hàng và làm cơ sở đánh giá tình hình bất định trong lĩnh vực ngân hàng cũng như tiến hành phân tích tác động của nó đối với hoạt động của ngân hàng. Kết quả cho thấy thước đo bất định trong lĩnh vực ngân hàng có giá trị càng lớn, tính bất định của ngân hàng càng cao.

3.2. Dữ liệu

Nghiên cứu của nghiên cứu sử dụng một bảng dữ liệu không cân bằng với 383 quan sát trong giai đoạn 2007-2019 từ các NHTM Việt Nam. Dữ liệu cấp ngân hàng được thu thập từ báo cáo tài chính hàng năm của 31 NHTM, chiếm hơn 90% tổng tài sản của hệ thống ngân hàng. Số liệu kinh tế vĩ mô được lấy từ cơ sở dữ liệu phát triển tài chính toàn cầu của Ngân hàng Thế giới và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Nghiên cứu thống kê tất cả các biến số cấp ngân hàng ở mức 2,5% và 97,5% để vô hiệu hóa tác động của các khoản ngoại lệ cực đoan.

Bây giờ chúng ta xem Bảng 1 để biết số liệu thống kê mô tả của tất cả các biến. Các ngân hàng Việt Nam đạt trung bình 16,43% tổng tài sản vào chứng khoán trong giai đoạn nghiên cứu. Hầu hết các chứng khoán là trái phiếu, trong đó 8,49% được phát hành bởi chính phủ và 3,63% được phát hành bởi các tổ chức tài chính. Với các biện pháp vi mô của nghiên cứu dựa trên, sự phân tán của ba cú sốc cấp ngân hàng, phân phối thống kê của chúng với độ lệch chuẩn lớn và phạm vi rộng của các giá trị tối thiểu và tối đa cho thấy sự biến động đáng kể trong tính bất định của ngân hàng. Bên cạnh đó, các biến kiểm soát khác cho thấy một mô hình chung là các đặc điểm cụ thể của ngân hàng là không liên quan giữa các ngân hàng với nhau trong bộ dữ liệu, do đó đảm bảo lợi thế của việc sử dụng dữ liệu cấp ngân hàng để phân tích bản chất nắm giữ chứng khoán của ngân hàng dưới tính bất định. Ngoài ra, nghiên cứu cũng thực hiện kiểm tra bằng cách sử dụng hệ số (VIF) để đảm bảo không tồn tại đa tuyến tính nghiêm trọng.

4. Kết quả và thảo luận

Theo các cột 1-3 của Bảng 2, nghiên cứu thực hiện hồi quy dựa trên công cụ ước tính SGMM hai bước. Trong tất cả các thông số kỹ thuật, các hệ số của tính bất định có ý nghĩa thống kê và tác động cùng chiều. Mô hình này chỉ ra rằng tổng lượng chứng khoán của các ngân hàng đang nắm giữ có xu hướng tăng lên để tương thích với tính bất định cao hơn trong ngân hàng.

Bên cạnh đó, để cung cấp cái nhìn sâu sắc hơn về tác động này, nghiên cứu hiện đang phân tách tổng số chứng khoán và tiến hành hồi quy với các thành phần phân tách bao gồm một trong bốn thành phần của nó: trái phiếu chính phủ, trái phiếu tổ chức, trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu. Do đó, theo các cột 4-6 của bảng 2, việc nắm giữ trái phiếu chính phủ của các NHTM gia tăng khi tính bất định của ngân hàng tăng lên.

Bảng 2: Kết quả ước lượng mô hình tổng chứng khoán và trái phiếu chính phủ

	SGMM 2 bước			SGMM 2 bước		
	Biến: tổng chứng khoán			Biến: trái phiếu chính phủ		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Biến trễ biến phụ thuộc	0,481*** (0,018)	0,549*** (0,023)	0,499*** (0,027)	0,614***	0,517***	0,494***
Tính bất định theo tài sản	0,150*** (0,015)			0,095*** (0,018)		
Tính bất định theo nguồn vốn		0,149*** (0,017)			0,047** (0,020)	
Tính bất định theo lợi nhuận			0,633** (0,309)			3,237*** (0,318)
Tỷ lệ quy mô NHTM	-0,790*** (0,277)	-0,673*** (0,232)	-1,351*** (0,446)	0,403 (0,274)	-0,768*** (0,266)	0,032 (0,235)
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu	-0,187** (0,077)	-0,147** (0,070)	-0,213*** (0,077)	-0,022 (0,054)	-0,352*** (0,112)	-0,072* (0,044)
Dự phòng rủi ro tín dụng	1,268*** (0,178)	1,196*** (0,151)	1,420*** (0,286)	1,218*** (0,192)	3,764*** (0,609)	1,024*** (0,157)
Tỷ suất sinh lời	0,053 (0,288)	-0,178 (0,280)	-0,151 (0,257)	-0,913*** (0,175)	-1,441*** (0,362)	-0,262 (0,188)
Tăng trưởng kinh tế (GDP)	-0,702*** (0,066)	-0,364*** (0,093)	-1,106*** (0,259)	-0,100 (0,091)	-0,260 (0,189)	-0,409*** (0,089)
Lãi suất tái cấp vốn	-0,100** (0,042)	-0,081** (0,035)	0,293*** (0,051)	0,178*** (0,036)	0,262*** (0,039)	-0,070 (0,052)
Số quan sát	352	352	352	352	352	352
Số ngân hàng	31	31	31	31	31	31
Số biến công cụ	29	29	29	29	29	29
Kiểm định AR1	0,001	0,001	0,002	0,001	0,000	0,001
Kiểm định AR2	0,685	0,691	0,579	0,908	0,598	0,483
Kiểm định Hansen	0,351	0,303	0,407	0,287	0,640	0,364

Ghi chú: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$; () chỉ dấu cho độ lệch chuẩn

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Bảng 3: Kết quả ước lượng cho trái phiếu định chế tài chính và trái phiếu doanh nghiệp

	SGMM 2 bước			SGMM 2 bước		
	Biến: trái phiếu định chế tài chính			Biến: trái phiếu doanh nghiệp		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Biến trễ biến phụ thuộc	0,725*** (0,028)	0,737*** (0,020)	0,781*** (0,025)	0,718*** (0,037)	0,732*** (0,021)	0,630*** (0,020)
Tính bất định theo tài sản	0,053*** (0,016)			-0,089*** (0,021)		
Tính bất định theo nguồn vốn		0,099*** (0,009)			-0,049*** (0,009)	
Tính bất định theo lợi nhuận			0,743*** (0,050)			-0,512*** (0,128)
Tỷ lệ quy mô NHTM	0,062*** (0,012)	0,197 (0,183)	0,091 (0,214)	-1,031*** (0,189)	-0,138 (0,144)	-0,296* (0,179)
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu	0,064*** (0,024)	0,063 (0,039)	0,080* (0,048)	-0,170*** (0,043)	-0,011 (0,035)	-0,066* (0,037)
Dự phòng rủi ro tín dụng	-0,191*** (0,070)	-0,082 (0,117)	-0,282*** (0,085)	-0,132 (0,166)	0,036 (0,071)	-0,025 (0,117)
Tỷ suất sinh lời	0,461*** (0,037)	0,268** (0,106)	0,521*** (0,055)	0,323 (0,203)	-0,168 (0,135)	-0,271** (0,113)
Tăng trưởng kinh tế (GDP)	-0,167** (0,069)	0,086 (0,081)	-0,296*** (0,107)	-0,460*** (0,101)	-0,686*** (0,084)	-0,430*** (0,087)
Lãi suất tái cấp vốn	-0,285*** (0,019)	-0,299*** (0,024)	-0,234*** (0,020)	0,030 (0,031)	0,105*** (0,028)	0,054** (0,027)
Số quan sát	352	352	352	352	352	352
Số ngân hàng	31	31	31	31	31	31
Số biến công cụ	29	29	29	29	29	29
Kiểm định AR1	0,002	0,001	0,002	0,001	0,002	0,002
Kiểm định AR2	0,464	0,372	0,725	0,379	0,659	0,784
Kiểm định Hansen	0,294	0,355	0,443	0,173	0,147	0,128

Ghi chú: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$; () chỉ dấu cho độ lệch chuẩn

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Tiếp đến, theo cột 1-3 của Bảng 3 cho thấy, trái phiếu tổ chức tài chính do các ngân hàng nắm giữ có tác động có ý nghĩa thống kê đến tính bất định. Do đó, những kết quả này cho thấy rằng khi tính bất định của ngân hàng được thúc đẩy, các ngân hàng phản ứng bằng cách nắm giữ nhiều trái phiếu chính phủ và tổ chức tài chính hơn. Bên cạnh đó, theo cột 4-6 của Bảng 3 cho thấy ảnh hưởng của tính bất định đối với trái phiếu tương quan là nghịch biến trong hầu hết các cột. Nó chỉ ra rằng giá trị trái phiếu doanh nghiệp của các NHTM nắm giữ có thể giảm trong bối cảnh bất định gia tăng.

Bảng 4: Kết quả ước lượng mô hình với cổ phiếu

	Hồi quy tác động cố định FEM (D&K)			SGMM 2 bước	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Biến trễ biến phụ thuộc				0,539*** (0,008)	0,567*** (0,006)
Tính bất định theo tài sản	-0,006** (0,002)			-0,004*** (0,001)	
Tính bất định theo nguồn vốn		-0,005** (0,002)			-0,005*** (0,001)
Tính bất định theo lợi nhuận			-0,058* (0,030)		-0,119*** (0,013)
Tỷ lệ quy mô NHTM	-0,250*** (0,038)	-0,253*** (0,037)	-0,239*** (0,047)	0,007 (0,012)	0,008 (0,015)
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu	-0,017*** (0,005)	-0,017*** (0,004)	-0,019* (0,010)	0,011*** (0,004)	0,011** (0,004)
Dự phòng rủi ro tín dụng	-0,057 (0,056)	-0,056 (0,057)	-0,040** (0,017)	-0,095*** (0,012)	-0,138*** (0,005)
Tỷ suất sinh lời	-0,014 (0,043)	-0,013 (0,043)	0,023 (0,035)	0,043*** (0,016)	0,063*** (0,013)
Tăng trưởng kinh tế (GDP)	-0,093*** (0,026)	-0,098*** (0,019)	-0,018 (0,039)	-0,032*** (0,010)	-0,049*** (0,013)
Lãi suất tái cấp vốn	-0,007 (0,006)	-0,010* (0,006)	-0,011** (0,005)	-0,003 (0,003)	-0,010*** (0,001)
Số quan sát	352	352	352	352	352
Số ngân hàng	31	31	31	31	31
Số biến công cụ				29	29
Kiểm định AR1				0,018	0,012
Kiểm định AR2				0,450	0,468
Kiểm định Hansen				0,170	0,176

Ghi chú: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$; () chỉ dấu cho độ lệch chuẩn

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Cuối cùng trong Bảng 4, chỉ số bất định tác động nghịch biến đối với các biến phụ thuộc là cổ phiếu. Kết quả này cho thấy các ngân hàng có thể giảm đầu tư chứng khoán là cổ phiếu để đối phó với tính bất định gia tăng. Nhìn chung, các ước lượng hệ số trên tất cả các tính bất định cũng thay thế ý nghĩa kinh tế của kết quả của nghiên cứu, giữ vững với hiệu ứng cố định/hồi quy GMM động và trên các biện pháp thay thế dựa trên dữ liệu cấp ngân hàng.

Như vậy, nghiên cứu kiểm định từng tài sản tài chính của chứng khoán cho thấy tính bất định cao hơn trong một thị trường tài chính quan trọng khiến các ngân hàng thận trọng hơn với các quyết định đầu tư của họ (Allen & Gale, 2004). Vì vậy, các NHTM phản ứng bằng cách nắm giữ nhiều chứng khoán hơn nói chung. Sự gia tăng nắm giữ chứng khoán này bị chi phối bởi sự gia tăng các khoản đầu tư an toàn hơn (bao gồm cả trái phiếu chính phủ và tổ chức tài chính), bù đắp hoàn toàn sự sụt giảm trong các khoản đầu tư rủi ro hơn (trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu). Do đó, nghiên cứu thu được một số bằng chứng nhất định ủng hộ động cơ phòng ngừa cho các ngân hàng trong thời điểm bất định khi nói đến việc nắm giữ trái phiếu chính phủ, được đánh giá là tài sản phi rủi ro và nắm giữ trái phiếu tài chính, ít rủi ro hơn so với trái phiếu doanh nghiệp, cổ phiếu và đặc biệt là các khoản vay. Với phát hiện này, người ta có thể lo ngại rằng sự thay đổi của các ngân hàng đối với trái phiếu chính phủ và tổ chức tài chính trong những giai đoạn bất định có thể.

5. Kết luận

Nghiên cứu này kiểm định tác động của tính bất định ngân hàng đối với việc nắm giữ chứng khoán của các ngân hàng thương mại. Sử dụng mẫu dữ liệu các ngân hàng thương mại tại Việt Nam trong giai đoạn 2007-2019, kết quả nghiên cứu cho rằng các ngân hàng thương mại gia tăng nắm giữ các tài sản tài chính

an toàn hơn (trái phiếu chính phủ) nhưng giảm danh mục nắm giữ các tài sản tài chính rủi ro hơn (trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu) trong giai đoạn mà tính bất định của các ngân hàng thương mại gia tăng. Phát hiện của nghiên cứu củng cố hàm ý chính sách cho rằng các ngân hàng thương mại sẽ thận trọng nắm giữ các tài sản tài chính an toàn như là đệm dự phòng trong những thời kỳ bất định. Tuy nhiên, việc làm này cũng tác động làm giảm lợi nhuận từ danh mục đầu tư được nắm giữ bởi các ngân hàng. Theo hướng này, các nhà quản lý và hoạch định chính sách cần phải giảm thiểu các hoạt động gây rủi ro, để tổn thương ngân hàng để giảm thiểu tính bất định, từ đó giúp các ngân hàng thương mại có thể đa dạng hoá danh mục chứng khoán nắm giữ nhằm tối đa hoá lợi nhuận từ hoạt động đầu tư tài chính.

Tài liệu tham khảo

- Acharya, V., Davydenko, S. A., & Strebulaev, A. (2012), 'Cash holdings and credit risk', *Review of Financial Studies*, 25(12), 3572–3609. DOI: 10.1093/rfs/hhs106.
- Adesina, K. S. (2019), 'Basel III liquidity rules: The implications for bank lending growth in Africa', *Economic Systems*, 43(2). DOI: 10.1016/j.ecosys.2018.10.002.
- Alessandri, P., & Bottero, M. (2020), 'Bank lending in uncertain times', *European Economic Review*, 128. DOI:10.1016/j.euroecor-ev.2020.103503.
- Allen, F., & Gale, D. (2004), 'Competition and financial stability', *Journal of Money, Credit, and Banking*, 36(3b), 453–480. DOI:10.1353/mcb.2004.0038.
- Ashraf, B. N. (2020), 'Policy uncertainty and bank liquidity hoarding: International evidence', *SSRN Electronic Journal*. DOI: 10.2139/ssrn.3574193.
- Ashraf, B. N., & Shen, Y. (2019), 'Economic policy uncertainty and banks' loan pricing', *Journal of Financial Stability*, 44. DOI: 10.1016/j.jfs.2019.100695.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016), 'Measuring economic policy uncertainty', *Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636. DOI:10.1093/qje/qjw024.
- Batten, J. A., & Vo, X. V. (2019), 'Determinants of bank profitability - Evidence from Vietnam', *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(6), 1417–1428. DOI: 10.1080/1540496X.2018.1524326.
- Berger, A. N., Guedhami, O., Kim, H. H., & Li, X. (2020), 'Economic policy uncertainty and bank liquidity hoarding', *Journal of Financial Intermediation*. DOI:10.1016/j.jfi.2020.100893.
- Bertay, A. C., Demirgüç-Kunt, A., & Huizinga, H. (2015), 'Bank ownership and credit over the business cycle: Is lending by state banks less procyclical?', *Journal of Banking and Finance*, 50, 326–339. DOI:10.1016/j.jbankfin.2014.03.012.
- Bilgin, M. H., Danisman, G. O., Demir, E., & Tarazi, A. (2021), 'Bank credit in uncertain times: Islamic vs. conventional banks', *Finance Research Letters*, 39. DOI:10.1016/j.frl.2020.101563.
- Bloom, N. (2009), 'The impact of uncertainty shocks', *Econometrica*, 77(3), 623–685. DOI: 10.3982/ecta6248.
- Bloom, N. (2014), 'Fluctuations in uncertainty', *Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 153–176. DOI: 10.1257/jep.28.2.153.
- Bloom, N., Floetotto, M., Jaimovich, N., Saporta-Eksten, I., & Terry, S. J. (2018), 'Really uncertain business cycles', *Econometrica*, 86(3), 1031–1065. DOI: 10.3982/ecta10927.
- Bonner, C. (2016), 'Preferential regulatory treatment and banks' demand for government bonds', *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(6), 1195–1221. DOI:10.1111/jmcb.12331.

-
- Bordo, M. D., Duca, J. V., & Koch, C. (2016), 'Economic policy uncertainty and the credit channel: Aggregate and bank level U.S. evidence over several decades', *Journal of Financial Stability*, 26, 90–106. DOI: 10.1016/j.jfs.2016.07.002.
- Broner, F., Erce, A., Martin, A., & Ventura, J. (2014), 'Sovereign debt markets in turbulent times: Creditor discrimination and crowding-out effects', *Journal of Monetary Economics*, 61(1), 114–142. DOI:10.1016/j.jmoneco.2013.11.009.
- Buch, C. M., Buchholz, M., & Tonzer, L. (2015), 'Uncertainty, bank lending, and bank- level heterogeneity', *IMF Economic Review*, 63(4), 919–954. DOI: 10.1057/imfer.2015.35.
- Caggiano, G., Castelnuovo, E., & Figueres, J. M. (2017), 'Economic policy uncertainty and unemployment in the United States: A nonlinear approach', *Economics Letters*, 151, 31–34. DOI:10.1016/j.econlet.2016.12.002.
- Dang, V. D. (2020), 'Bank funding and liquidity in an emerging market', *International Journal of Economic Policy in Emerging Economies*, 13(3), 256–272. DOI: 10.1504/ijepee.2020.109054.
- Dang, V. D., & Huynh, J. (2020), 'Holdings of sovereign bonds by commercial banks in Vietnam', *Cogent Economics & Finance*, 8(1). DOI: 10.1080/23322039.2020.1818409.
- Danisman, G. O., Ersan, O., & Demir, E. (2020), 'Economic policy uncertainty and bank credit growth: Evidence from European banks', *Journal of Multinational Financial Management*, 57–58. DOI: 10.1016/j.mulfin.2020.100653.
- Delechat, C., Henao Arbelaez, C., Muthoora, P. S., & Vtyurina, S. (2012), 'The determinants of banks' liquidity buffers in Central America', *In IMF Working Papers*. DOI: 10.5089/9781616356675.001.
- Dell'Ariccia, G., Laeven, L., & Marquez, R. (2014), 'Real interest rates, leverage, and bank risk-taking', *Journal of Economic Theory*, 149(1), 65–99. DOI:10.1016/j.jet.2013.06.002.
- Diamond, D. W., & Rajan, R. G. (2001), 'Liquidity risk, liquidity creation, and financial fragility: A theory of banking', *Journal of Political Economy*, 109(2), 287–327. DOI: 10.1086/319552.
- Drobetz, W., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Janzen, M. (2018), 'Policy uncertainty, investment, and the cost of capital', *Journal of Financial Stability*, 39, 28–45. DOI:10.1016/j.jfs.2018.08.005.
- Fu, B., & Luo, D. (2021), 'Monetary policy uncertainty and bank leverage: Evidence from China', *Economics Letters*, 203. DOI: 10.1016/j.econlet.2021.109866.
- Gulen, H., & Ion, M. (2016), 'Policy uncertainty and corporate investment', *Review of Financial Studies*, 29(3), 523–564. DOI:10.1093/rfs/hhv050.
- Hartzmark, S. M. (2016), 'Economic uncertainty and interest rates', *Review of Asset Pricing Studies*, 6(2), 179–220. DOI:10.1093/rapstu/raw004.
- He, Z., & Niu, J. (2018), 'The effect of economic policy uncertainty on bank valuations', *Applied Economics Letters*, 25(5), 345–347. DOI: 10.1080/13504851.2017.1321832.
- Hoechle, D. (2007), 'Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence', *Stata Journal*, 7(3), 281–312. DOI: 10.1177/1536867x0700700301.
- Hu, S., & Gong, D. (2019), 'Economic policy uncertainty, prudential regulation and bank lending', *Finance Research Letters*, 29, 373–378. DOI: 10.1016/j.frl.2018.09.004.
- Kang, W., Lee, K., & Ratti, R. A. (2014), 'Economic policy uncertainty and firm level investment', *Journal of Macroeconomics*, 39(PA), 42–53. DOI: 10.1016/j.jmacro.2013.10.006.
- Karadima, M., & Louri, H. (2021), 'Economic policy uncertainty and non-performing loans: The moderating role of bank concentration', *Finance Research Letters*, 38. DOI: 10.1016/j.frl.2020.101458.
- McDonald, R., & Siegel, D. (1986), 'The value of waiting to invest', *Quarterly Journal of Economics*, 101(4), 707–727. DOI: 10.2307/1884175.
- Mishkin, F. S. (1999), 'Financial consolidation: Dangers and opportunities', *Journal of Banking and Finance*, 23(2),
-

675–691. DOI: 10.1016/S0378-4266(98)00084-3.

- Nguyen, P. C., Le, T. H., & Su, T. D. (2020), ‘Economic policy uncertainty and credit growth: Evidence from a global sample’, *Research in International Business and Finance*, 51. DOI: 10.1016/j.ribaf.2019.101118.
- Paludkiewicz, K. (2019), ‘Unconventional monetary policy, bank lending, and security holdings: The yield-induced portfolio rebalancing channel’, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(2), 531–568. DOI: 10.1017/S0022109019001054.
- Peydró, J. L., Polo, A., & Sette, E. (2021), ‘Monetary policy at work: Security and credit application registers evidence’, *Journal of Financial Economics*, 140(3), 789–814. DOI: 10.1016/j.jfineco.2021.01.008.
- Roodman, D. (2009), ‘How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata’, *Stata Journal*, 9(1), 86–136. DOI: 10.1177/1536867x09000900106.
- Valencia, F. (2017), ‘Aggregate uncertainty and the supply of credit’, *Journal of Banking and Finance*, 81, 150–165. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2017.05.001.
- Wu, J., Yao, Y., Chen, M., & Jeon, B. N. (2020), ‘Economic uncertainty and bank risk: Evidence from emerging economies’, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 68. DOI: 10.1016/j.intfin.2020.101242.