

## LỜI NÓI ĐẦU

Với truyền thống 55 năm phát triển và trưởng thành, đến nay Học viện Tài chính không chỉ là nơi cung cấp nguồn nhân lực chất lượng cao trong lĩnh vực kinh tế, tài chính mà còn là trung tâm nghiên cứu khoa học, cung cấp nhiều giải pháp ứng dụng, sáng tạo.

Hội thi “Olympic Kinh tế lượng và Ứng dụng” do Trung ương Hội sinh viên và Học viện Tài chính tổ chức nhằm ứng dụng các mô hình toán học, mô hình kinh tế lượng, các phần mềm tin học để giải quyết các bài toán kinh tế xã hội là một trong những hoạt động thường niên, góp phần nâng cao chất lượng nghiên cứu khoa học sinh viên trong các nhà trường.

Hội thi năm nay thu hút 83 đề tài của 267 lượt sinh viên đến từ 21 trường Đại học và Học viện trên toàn quốc. Ban giám khảo đã chọn ra được 5 đề tài đạt giải nhất, 6 đề tài đạt giải nhì, 8 đề tài đạt giải ba và 46 đề tài đạt giải khuyến khích.

Ban tổ chức xin trân trọng giới thiệu đến độc giả cuốn Kỷ yếu Hội thi Khoa học sinh viên toàn quốc “Olympic Kinh tế lượng và Ứng dụng” lần thứ III, năm 2018 bao gồm các tóm tắt của 59 các đề tài tham gia Hội thi.

Chúng tôi hy vọng rằng các nhà trường, các bạn sinh viên, các nhà khoa học và các doanh nghiệp sẽ tiếp tục ủng hộ, đồng hành cùng chúng tôi trong các Hội thi tiếp theo.

**ĐỒNG TRƯỞNG BAN TỔ CHỨC**

**PGS.,TS Nguyễn Trọng Cơ**  
(Giám đốc Học viện Tài chính)

## MỤC LỤC

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN Ý ĐỊNH KHỞI NGHIỆP CỦA SINH VIÊN TẠI CÁC TRƯỜNG ĐẠI HỌC TRÊN ĐỊA BÀN TỈNH ĐỒNG NAI .....	4
LỢI SUẤT BẤT THƯỜNG TỪ NHÓM CÔ PHIẾU RỦI RO THẤP.....	17
KIỂM ĐỊNH THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ DẠNG BÁN MẠNH TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM THÔNG QUA SỰ KIẾN MUA LẠI CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SÀN HOSE .....	30
ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC SỞ HỮU LÊN HÀNH VI NGUY TẠO LỢI NHUẬN CỦA DOANH NGHIỆP .....	44
TÁC ĐỘNG CỦA TIÊU CHUẨN THỰC HÀNH NÔNG NGHIỆP TỐT (VIETGAP) LÊN LỰA CHỌN RAU AN TOÀN CỦA NGƯỜI TIÊU DÙNG THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH.....	54
NGHIÊN CỨU SỰ HÀI LÒNG CỦA DU KHÁCH QUỐC TẾ ĐỐI VỚI DỊCH VỤ KHÁCH SẠN TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH.....	68
TÁC ĐỘNG CỦA ĐẶC ĐIỂM HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ VÀ CẤU TRÚC SỞ HỮU TỚI HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM .....	83
NGHIÊN CỨU CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN SỰ HÀI LÒNG CỦA DU KHÁCH QUỐC TẾ ĐỐI VỚI ẨM THỰC ĐƯỜNG PHỐ TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH .....	98
SỰ HÀI LÒNG TRONG CÔNG VIỆC, LÒNG TRUNG THÀNH VÀ MỨC ĐỘ GẮN KẾT ĐỐI VỚI TỔ CHỨC CỦA NHÂN VIÊN THẾ HỆ MILLENNIALS (ĐỘ TUỔI 20 – 34) TRÊN ĐỊA BÀN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH.....	110
CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN Ý ĐỊNH SỬ DỤNG NGÂN HÀNG SỐ TIMO CỦA KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH.....	124
ĐO LƯỜNG HIỆU ỨNG LAN TỎA ĐỘ BIẾN ĐỘNG GIỮA CÁC THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁT TRIỂN VÀ CÁC THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN ĐANG PHÁT TRIỂN.137	
PHÁT HUY VAI TRÒ CỦA TỔ CHỨC CÔNG ĐOÀN TRONG VIỆC THỨC ĐẨY THỰC HIỆN TRÁCH NHIỆM XÃ HỘI CỦA DOANH NGHIỆP XUẤT KHẨU VIỆT NAM .....	153
MỐI QUAN HỆ GIỮA TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP NƯỚC NGOÀI TẠI CÁC TỈNH CỦA VIỆT NAM.....	161
ẢNH HƯỞNG CỦA VIỆC PHÁT TRIỂN NGÀNH LOGISTICS ĐẾN TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VIỆT NAM .....	173
ỨNG DỤNG MÔ HÌNH CHUỖI THỜI GIAN SARIMA VÀ MẠNG THẦN KINH NHÂN TẠO ANN DỰ BÁO LƯỢNG KHÁCH QUỐC TẾ ĐẾN VIỆT NAM .....	193
IMPROVING START-UP PERFORMANCE THROUGH BUSINESS MODEL INNOVATION: A CASE OF START-UP FIRMS IN BA RIA - VUNG TAU PROVINCE..	206
BIẾN ĐỘNG TỶ GIÁ HỐI ĐOẠI VÀ CÁC YẾU TỐ VĨ MÔ: TIẾP CẬN BẰNG GMM TẠI CÁC NƯỚC MỚI NỔI TRONG GIAI ĐOẠN 2001 – 2015 .....	216
TÁC ĐỘNG CỦA TÍN DỤNG THƯƠNG MẠI ĐẾN TĂNG TRƯỞNG DOANH THU VÀ TIẾP CẬN TÍN DỤNG NGÂN HÀNG–NGHIÊN CỨU TẠI VIỆT NAM .....	227
MỐI QUAN HỆ GIỮA VỐN TỔ CHỨC VÀ VÒNG ĐỜI DOANH NGHIỆP: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM.....	233
ẢNH HƯỞNG CỦA TÍNH THANH KHOẢN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN ĐẾN BẤT BÌNH ĐẲNG THU NHẬP VÀ MỨC ĐỘ GIÀU NGHÈO .....	246
VAI TRÒ CỦA SỰ ĐỔI MỚI ĐẾN NĂNG SUẤT CỦA CÁC DOANH NGHIỆP VIỆT NAM .....	265
TOÀN CẦU HÓA TÀI CHÍNH, HỘI NHẬP TÀI CHÍNH VÀ VAI TRÒ QUẢN LÝ CỦA CHÍNH PHỦ ĐỐI VỚI CÁC NỀN KINH TẾ MỚI NỔI .....	274

HIỆU ỨNG LÂY LAN RỦI RO KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH TỪ HOA KỲ ĐẾN CÁC NƯỚC ASEAN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN: CÁCH TIẾP CẬN COPULAS ..	287
MÔ HÌNH CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN NỘI DUNG DO DU KHÁCH QUỐC TẾ PHẢN HỒI KHI DU LỊCH TẠI VIỆT NAM.....	303
CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN TIỀM NĂNG NGHIÊN CỨU KHOA HỌC CỦA SINH VIÊN KHỐI NGÀNH KINH TẾ QUẢN LÝ TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH.....	314
NGHIÊN CỨU CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN Ý ĐỊNH MUA SẴM LẠP LẠI CỦA NGƯỜI TIÊU DÙNG VIỆT NAM ĐỐI VỚI MỸ PHẨM HÀN QUỐC: TRƯỜNG HỢP CHO THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH .....	326
CHANGES IN VALUE RELEVANCE OF ACCOUNTING INFORMATION AND DETERMINANTS OF CHANGES IN VALUE RELEVANCE: EMPIRICAL EVIDENCE FROM VIETNAM .....	338
ẢNH HƯỞNG CỦA NỢ CHÍNH PHỦ LÊN QUYẾT ĐỊNH TÀI TRỢ CỦA DOANH NGHIỆP: NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM.....	348
CẤU TRÚC PHỤ THUỘC SUẤT SINH LỜI VÀ MÔ PHỎNG DANH MỤC ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU TỐI ƯU THÔNG QUA MÔ HÌNH COPULA-GJR GARCH-EVT-CONDITIONAL VAR: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM CÁC NƯỚC ASEAN.....	357
CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ, DÒNG TIỀN VÀ ĐẦU TƯ: NGHIÊN CỨU TRONG DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM.....	373
BẤT CÂN XÚNG THÔNG TIN VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP: THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM.....	384

# CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN Ý ĐỊNH KHỞI NGHIỆP CỦA SINH VIÊN TẠI CÁC TRƯỜNG ĐẠI HỌC TRÊN ĐỊA BÀN TỈNH ĐỒNG NAI

SV: Lê Hoàng Sơn, Huỳnh Ngọc Bảo Anh, Trịnh Công Minh,  
Trần Quang Linh, Nguyễn Ngọc Anh Thư  
Trường Đại học Ngoại thương Cơ sở II  
GVHD: PGS, TS Nguyễn Xuân Minh

## TÓM TẮT

Trong những năm gần đây, cụm từ “khởi nghiệp” nổi lên như một làn sóng, một phong trào được cổ vũ mạnh mẽ trong tầng lớp thanh niên Việt Nam. Không thể phủ nhận rằng khởi nghiệp đã đem lại lợi ích kinh tế to lớn cho các quốc gia đang phát triển như: giải quyết vấn đề lao động xã hội, đóng góp vào thuế và GDP. Để góp phần thúc đẩy tinh thần khởi nghiệp của giới trẻ tại Việt Nam nói chung và tại Đồng Nai nói riêng, sau khi đi sâu vào khảo sát tình hình thực tế, tác giả chọn đề tài “Các nhân tố ảnh hưởng đến ý định khởi nghiệp của sinh viên tại các trường đại học trên địa bàn tỉnh Đồng Nai” để nghiên cứu nhằm đề xuất một số các kiến nghị thực tiễn để chung tay xây dựng phong trào khởi nghiệp mạnh mẽ tại tỉnh Đồng Nai.

**Từ khóa:** khởi nghiệp, giáo dục khởi nghiệp, ý định khởi nghiệp, giới trẻ.

## I. CƠ SỞ LÝ THUYẾT:

### 1.1. Tổng quan về khởi nghiệp:

#### Các khái niệm liên quan

**Khởi sự doanh nghiệp:** Trong nghiên cứu này, khởi nghiệp sẽ được hiểu theo nghĩa hẹp từ tinh thần doanh nhân. Theo đó, khởi nghiệp là việc một cá nhân hay tổ chức tận dụng cơ hội thị trường để tạo dựng một công việc kinh doanh mới.

#### Các loại hình khởi nghiệp:

- Theo động cơ khởi nghiệp:
  - + Khởi nghiệp nắm bắt cơ hội (opportunities driven entrepreneurship);
  - + Khởi nghiệp vì cần thiết (necessity driven entrepreneurship);
- Theo đặc điểm:
  - + Khởi nghiệp bằng cách thành lập doanh nghiệp;
  - + Khởi nghiệp trong công ty (intrapreneurship);
- Theo số người tham gia:
  - + Khởi nghiệp bằng cách lập doanh nghiệp theo cá nhân;
  - + Khởi nghiệp do một nhóm người cùng tiến hành;
- Theo mục đích:
  - + Khởi nghiệp vì lợi nhuận;
  - + Khởi nghiệp phi lợi nhuận;

**Người khởi nghiệp:** theo đề tài này, người khởi nghiệp là những cá nhân đang tạo dựng công việc kinh doanh mới.

#### Vai trò của khởi nghiệp đối với tăng trưởng kinh tế:

- Khởi nghiệp thúc đẩy truyền bá, khai thác và phát triển tri thức mới đặc biệt ở loại hình khởi nghiệp tận dụng cơ hội;
- Việc gia nhập mới của các doanh nghiệp trong ngành làm gia tăng sự cạnh tranh.;
- Khởi nghiệp tạo ra doanh nghiệp mới có tác động tích cực tới năng suất;
- Thành lập doanh nghiệp tạo ra nhiều việc làm mới.

#### Cơ sở lý luận về các nhân tố ảnh hưởng đến ý định khởi nghiệp:

**Khái niệm về ý định khởi nghiệp:** ý định khởi nghiệp mang tính ẩn, người có ý định khởi nghiệp không nhất thiết phải có các dự định, kế hoạch nhưng đây là điều kiện để họ hoạt động xúc tiến kinh doanh sau này.

**Các giai đoạn của quá trình khởi nghiệp:** gồm 4 giai đoạn:

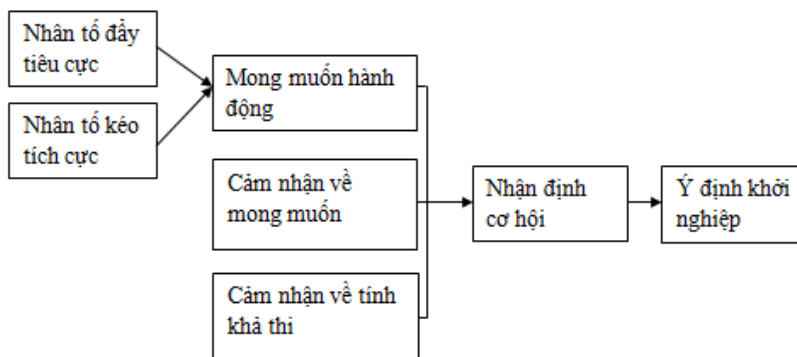
- + Giai đoạn 1: Giai đoạn tiềm năng khởi nghiệp;

- + Giai đoạn 2: Giai đoạn đầu mới thành lập;
- + Giai đoạn 3: Giai đoạn điều hành doanh nghiệp nhỏ;
- + Giai đoạn 4: Sau khi chấm dứt hoạt động của doanh nghiệp, các chủ doanh nghiệp có thể khởi nghiệp lại hoặc sử dụng kinh nghiệm và nguồn lực của họ tư vấn, hỗ trợ các chủ doanh nghiệp mới khác.

### 1.2. Mô hình nghiên cứu:

#### Mô hình lý thuyết hành vi kế hoạch của Ajzen (1991):

Hình 1. Mô hình lý thuyết hành vi có kế hoạch của Ajzen (1991)

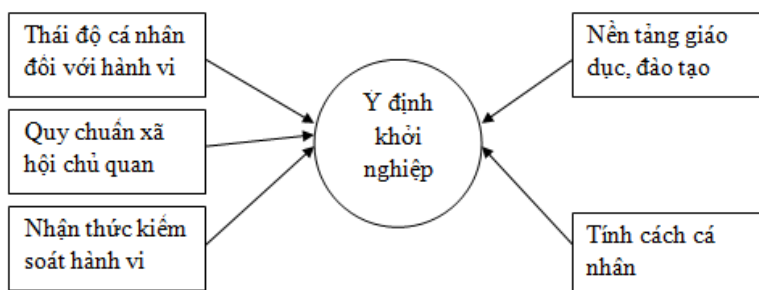


(Nguồn: Lý thuyết hành vi có kế hoạch, Ajzen, 1991)

#### Mô hình và giả thuyết nghiên cứu của nhóm tác giả:

##### Mô hình nghiên cứu:

Hình 2. Mô hình nghiên cứu mở rộng từ mô hình của Ajzen (1991)



(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

#### Giả thuyết nghiên cứu:

Dựa trên nền lý thuyết hành vi kế hoạch, các nghiên cứu xây dựng mô hình đều cho thấy các yếu tố cá nhân có sự tác động tích cực đến ý định khởi nghiệp. Mô hình Boissin và cộng sự (2009) khi kiểm định đã cho thấy thái độ hướng đến khởi nghiệp làm tăng ý định khởi nghiệp của sinh viên.

**H1:** Sinh viên có thái độ càng tích cực thì ý định khởi nghiệp càng cao

**H2:** Gia đình, bạn bè, người thân càng ủng hộ thì ý định khởi nghiệp của sinh viên càng cao.

**H3:** Sinh viên càng tự tin về khả năng bản thân thì có ý định khởi nghiệp càng cao.

**H4:** Sinh viên càng tham gia các khóa đào tạo (bao gồm các chương trình giảng dạy, hoạt động ngoại khóa, thực tế và các chương trình thúc đẩy tinh thần doanh nhân) thì có ý định khởi nghiệp càng cao.

**H5:** Sinh viên càng có những tính cách tích cực thì ý định khởi nghiệp càng cao.

## II. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU VÀ THỰC HIỆN NGHIÊN CỨU:

2.1. Quy trình thực hiện nghiên cứu: gồm 4 bước: nghiên cứu tổng quan; nghiên cứu sơ bộ; nghiên cứu định lượng; kết quả và kiến nghị.

2.2. Xây dựng các biến và thang đo trong mô hình:

**Thái độ cá nhân đối với hành vi:**

**Bảng 1: Thang đo thái độ cá nhân đối với hành vi**

Ký hiệu	Nội dung
TD1	Khi khởi nghiệp tôi được nhiều hơn là mất.
TD2	Trở thành chủ doanh nghiệp là một sự nghiệp thú vị đối với tôi
TD3	Nếu tôi có đủ cơ hội và nguồn lực chắc chắn tôi sẽ khởi nghiệp
TD4	Trở thành chủ doanh nghiệp làm tôi hài lòng
TD5	Trong những sự lựa chọn nghề nghiệp khác nhau, tôi luôn dành ưu tiên hàng đầu cho khởi nghiệp.

(Nguồn: *Entrepreneurship Theory and Practice*, Linan & Chen, 2009)

**Quy chuẩn xã hội chủ quan:****Bảng 2: Thang đo biến quy chuẩn xã hội chủ quan**

Ký hiệu	Nội dung
QC1	Bạn bè của tôi nghĩ rằng tôi nên khởi nghiệp
QC2	Gia đình của tôi ủng hộ tôi khởi nghiệp
QC3	Những người quan trọng đối với tôi sẽ ủng hộ quyết định khởi nghiệp của tôi

(Nguồn: *Entrepreneurship Theory and Practice*, Linan & Chen, 2009)

**Nhận thức và kiểm soát hành vi:****Bảng 3: Thang đo biến nhận thức kiểm soát hành vi**

Ký hiệu	Nội dung
NT1	Đề bắt đầu xây dựng và vận hành công ty là một việc dễ dàng đối với tôi
NT2	Tôi đã chuẩn bị sẵn sàng để xây dựng doanh nghiệp
NT3	Tôi có thể kiểm soát quá trình hoạt động của doanh nghiệp của mình
NT4	Tôi biết chi tiết mọi thứ cần thiết để bắt đầu khởi nghiệp

(Nguồn: *Journal of international business studies*, Begley T.M & Tan W.L, 2001)

**Nền tảng giáo dục và đào tạo:****Bảng 4: Thang đo biến nền tảng giáo dục và đào tạo**

Ký hiệu	Nội dung
GD1	Bạn đã từng tham dự hội thảo về khởi nghiệp
GD2	Bạn là thành viên của các câu lạc bộ sinh viên về kinh doanh và khởi nghiệp
GD3	Bạn đã từng nói chuyện/ phỏng vấn các doanh nghiệp
GD4	Quá trình học tại trường giúp bạn có được các kiến thức và kỹ năng làm việc thực tế

(Nguồn: *Factors affecting entrepreneurial intention: a role for education*, Linan & cs, 2011)

**Đặc điểm tính cách cá nhân:****Bảng 5: Thang đo biến đặc điểm tính cách cá nhân**

Ký hiệu	Nội dung
CN1	Tôi là người làm việc chăm chỉ
CN2	Tôi tự tin và có niềm tin vững chắc vào bản thân mình
CN3	Tôi muốn thành công
CN4	Tôi là người quyết đoán
CN5	Tôi dám đương đầu với những thử thách và rủi ro
CN6	Thất bại không làm tôi chán nản
CN7	Tôi có thể hoạch định kế hoạch tương lai lâu dài của mình

(Nguồn: *Student's attitudes toward entrepreneurship*, Venesaar, Kolbre & Piliste, 2006)

**Biến phụ thuộc ý định khởi nghiệp:****Bảng 6: Thang đo biến phụ thuộc ý định khởi nghiệp**

Ký hiệu	Nội dung
KN1	Tôi đã sẵn sàng để khởi nghiệp
KN2	Mục tiêu của tôi là trở thành một người khởi nghiệp
KN3	Tôi sẽ nỗ lực hết mình để bắt đầu một sự nghiệp cho riêng mình
KN4	Tôi đã cân nhắc nghiêm túc về vấn đề khởi nghiệp
KN5	Tôi có dự định sẽ khởi nghiệp vào một ngày nào đó



(Nguồn: Student's attitudes toward entrepreneurship, Venesaar, Kolbre & Piliste, 2006)

**Xây dựng thang đo:**

**Bảng 7: Bảng quy đổi giá trị cho thang đo Likert**

Hoàn toàn không đồng ý	Không đồng ý	Bình thường	Đồng ý	Hoàn toàn đồng ý
1	2	3	4	5

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

### 2.3. Thu thập và xử lý dữ liệu:

#### 2.4 Phương pháp phân tích số liệu:

Kiểm định thang đo: gồm đánh giá độ tin cậy thang đo và đánh giá giá trị thang đo bằng phân tích EFA;

Kiểm định giả thuyết: gồm phân tích tương quan Pearson và phân tích hồi quy tuyến tính bội.

#### **Phân tích hồi tương quan Pearson**

Hệ số tương quan (r) đo lường mối liên hệ tương quan giữa hai biến số để lượng hóa độ chặt chẽ mối liên hệ tuyến tính giữa các đại lượng. Hệ số tương quan có giá trị từ -1 đến 1. Hệ số tương quan bằng 0 có nghĩa là hai biến số không có liên hệ. Giá trị tuyệt đối của r tiến gần đến 1 khi hai biến có mối tương quan tuyến tính chặt chẽ. Mặt khác nếu giữa các biến độc lập cũng có tương quan lớn với nhau thì đó cũng là dấu hiệu cho việc nhận dạng hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy tuyến tính đang xét.

#### **Phân tích hồi quy tuyến tính bội:**

Sau khi phân tích tương quan, tiến hành phân tích hồi quy đa biến để kiểm định mô hình và giả thuyết nghiên cứu, cũng như xác định cường độ ảnh hưởng của các biến độc lập lên biến phụ thuộc. Phương pháp hồi quy được sử dụng là phương pháp bình phương bé nhất thông thường OLS. Hệ số xác định  $R^2$  điều chỉnh được dùng để xác định độ phù hợp của mô hình, kiểm định F dùng để khẳng định khả năng mở rộng mô hình áp dụng cho tổng thể cũng như kiểm định t để bác bỏ giả thuyết các hệ số hồi quy của tổng thể bằng 0.

Tác giả chạy hàm hồi quy tuyến tính đa biến như sau:

$$\text{Phương trình: } Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + e_i$$

Trong đó:

Y là biến phụ thuộc về ý định khởi nghiệp

X1: Thái độ cá nhân đối với hành vi

X2: Quy chuẩn xã hội chủ quan

X3: Nhận thức kiểm soát hành vi

X4: Nền tảng giáo dục đào tạo

X5: Đặc điểm tính cách cá nhân

$\beta_k$ : hệ số hồi quy

$e_i$ : sai số của phương trình hồi quy

Các giả định được kiểm định độ đáng tin cậy gồm có liên hệ tuyến tính (dùng biểu đồ phân tán Scatterplot), phân phối chuẩn, phương sai của phần dư không đổi (dùng hệ số tương quan hạng Spearman), tự tương quan (đại lượng thống kê Durbin – Watson), đa cộng tuyến.

## III. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

### 3.1. Phân tích mẫu:

Kết quả thu được 255 phiếu trả lời, trong đó có 125 phiếu trả lời trực tuyến và 130 phiếu trả lời giấy. Sau khi kiểm tra tác giả loại đi 11 phiếu trả lời không hợp lệ vì không đầy đủ những thông tin quan trọng và đối tượng không nằm trong phạm vi khảo sát. Cuối cùng, tác giả chọn dùng 240 phiếu sử dụng đưa vào phân tích dữ liệu. Thống kê các mẫu điều tra được trình bày trong bảng 4.1.

**Bảng 8: Thông tin về đối tượng điều tra**

STT	Thông tin mẫu	Số lượng (người)	Tỷ lệ
1	Trường		
	Đại học Đồng Nai	107	44,58%
	Đại học Công nghệ Đồng Nai	91	37,92%
	Đại học Dân lập Lạc Hồng	25	10,42%
	Đại học Lâm nghiệp CS2	17	7,08%
2	Giới tính		
	Nam	93	38,75%
	Nữ	147	61,25%
3	Năm đào tạo		
	Năm 1	9	3,75%
	Năm 2	17	7,09%
	Năm 3	41	17,08%
	Năm 4	173	72,08%
4	Đã tham gia các chương trình đào tạo về khởi nghiệp	124	51,67%
	Chưa từng tham gia các chương trình đào tạo về khởi nghiệp	116	48,33%

(Nguồn: Kết quả điều tra, SPSS 20.0, 2017)

### 3.2. Kết quả thống kê mô tả biến phụ thuộc ý định khởi nghiệp:

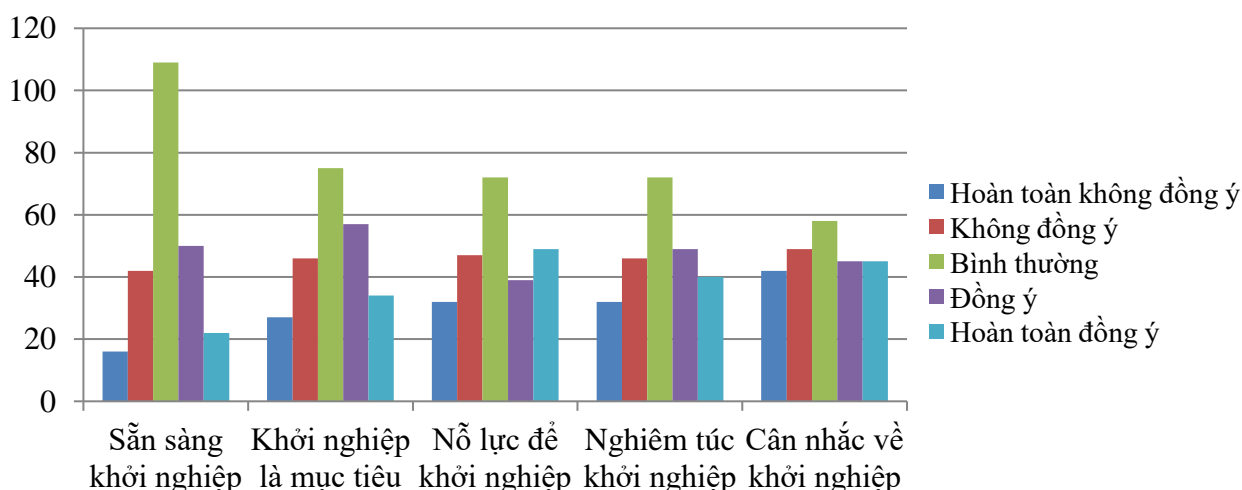
Kết quả điều tra ở bảng 4.2 cho thấy sinh viên nhìn chung có thái độ khá tích cực về ý định khởi nghiệp, có tới 123 sinh viên (chiếm 51,25%) đồng ý rằng “tôi sẵn sàng để khởi nghiệp” (KN1). Sinh viên đồng ý nhất về việc sẽ nỗ lực hết sức mình để khởi nghiệp (giá trị trung bình = 3,1125).

**Bảng 9: Bảng kết quả thống kê mô tả về ý định khởi nghiệp của sinh viên đại học tại Đồng Nai**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
KN1	240	1.00	5.00	3.0833	1.00695
KN2	240	1.00	5.00	3.1042	1.20041
KN3	240	1.00	5.00	3.1125	1.30651
KN4	240	1.00	5.00	3.0833	1.26480
KN5	240	1.00	5.00	3.0000	1.36606
Valid N (listwise)	240				

(Nguồn: Kết quả điều tra, SPSS 20.0, 2017)

**Hình 3. Ý định khởi nghiệp của sinh viên trong mẫu điều tra (Đơn vị: người)**





### 3.3. Kết quả kiểm định thang đo:

#### Kết quả kiểm định độ tin cậy thông qua chỉ số Cronbach's Alpha:

Thang đo biến phụ thuộc ý định khởi nghiệp - KN có hệ số Cronbach's Alpha cao = 0,806, hệ số tương quan biến tổng đều lớn hơn 0,3 và chỉ số Cronbach's Alpha nếu loại biến thấp hơn giá trị Cronbach's Alpha của thang đo cho thấy thước đo đảm bảo độ tin cậy.

Biến độc lập “Thái độ cá nhân” có Cronbach's Alpha tốt, đạt 0,919 (lớn hơn 0,6). Hệ số tương quan biến tổng của tất cả các biến quan sát đều lớn hơn 0,3. Đồng thời, Cronbach's Alpha nếu loại biến nhỏ hơn Cronbach's Alpha tổng, vì thế Cronbach's Alpha sẽ không cải thiện nếu loại bỏ bất kỳ biến nào. Như vậy, tất cả biến quan sát TD1, TD2, TD3, TD4, TD5 đều được giữ lại trong thang đo.

Biến “Quy chuẩn xã hội chủ quan” có hệ số Cronbach's Alpha bằng 0,862 lớn hơn 0,6, hệ số tương quan biến tổng của các biến đều lớn hơn 0,3, thỏa yêu cầu của điều kiện. Vì thế, tác giả nhận tất cả biến quan sát QC1, QC2, QC3.

Tương tự biến “Nhận thức kiểm soát hành vi” và “Nền tảng giáo dục và đào tạo” có hệ số Cronbach's Alpha lần lượt là 0,819 và 0,897 ( $> 0,6$ ) và các hệ số tương quan đều thỏa điều kiện. Vì thế các biến quan sát NT1, NT2, NT3, NT4, GD1, GD2, GD3, GD4 đều được giữ lại.

Kết quả Cronbach's Alpha cho thang đo “Đặc điểm tính cách cá nhân – CN” với 7 biến quan sát bằng 0,841 là chấp nhận được. Tuy nhiên, biến CN7 có hệ số tương quan biến tổng không đạt yêu cầu ( $< 0,3$ ) và biến CN6 tuy có hệ số tương quan biến tổng đạt nhưng hệ số Cronbach's Alpha nếu loại biến cao hơn hệ số Cronbach's Alpha của thang đo nên tác giả xem xét loại hai biến này ra khỏi thang đo.

**Bảng 10: Kiểm định độ tin cậy của thang đo đặc điểm tính cách cá nhân với 7 biến quan sát Cronbach's Alpha = 0,841**

Biến quan sát	Trung bình thang đo nếu loại biến	Phương sai thang đo nếu loại biến	Hệ số tương quan biến tổng	Cronbach's Alpha nếu loại biến
CN1	19,5417	25,814	0,704	0,801
CN2	19,2833	28,447	0,643	0,815
CN3	19,4000	22,283	0,765	0,790
CN4	19,5250	27,087	0,714	0,803
CN5	19,4667	26,468	0,696	0,804
CN6	19,6208	28,772	0,415	0,848
CN7	18,5875	32,436	0,278	0,858

(Nguồn: Kết quả điều tra, SPSS 20.0, 2017)

Như vậy, sau khi phân tích hệ số tin cậy Cronbach's Alpha mô hình nghiên cứu còn 26 biến quan sát thuộc 5 biến độc lập và 1 biến phụ thuộc qua đánh giá đạt yêu cầu để tiếp tục sử dụng trong phân tích nhân tố khám phá EFA. Kết quả Cronbach's Alpha cho các thang đo còn lại được tác giả thể hiện trong bảng như sau:

**Bảng 11: Kết quả Cronbach's Alpha của các thang đo**

Biến quan sát	Trung bình thang đo nếu loại biến	Phương sai thang đo nếu loại biến	Tương quan biến tổng	Cronbach's Alpha nếu loại biến
<i>Thang đo ý định khởi nghiệp, Cronbach's Alpha KN = 0,892</i>				
KN1	12,3000	19,449	0,693	0,880
KN2	12,2792	17,541	0,759	0,863
KN3	12,2708	16,366	0,808	0,851
KN4	12,3000	16,7211	0,802	0,853
KN5	12,3833	17,392	0,646	0,892
<i>Thang đo thái độ cá nhân, Cronbach's Alpha TD = 0,919</i>				
TD1	12,1167	21,501	0,762	0,910
TD2	12,2333	18,958	0,845	0,890
TD3	12,0875	18,323	0,779	0,906
TD4	12,1000	19,346	0,809	0,897
TD5	12,0792	19,228	0,791	0,901
<i>Thang đo quy chuẩn xã hội, Cronbach's Alpha QC = 0,862</i>				
QC1	6,0625	5,021	0,679	0,858
QC2	6,0542	4,378	0,775	0,771
QC3	5,9500	4,366	0,764	0,781

<i>Thang đo nhận thức hành vi, Cronbach's Alpha NT = 0,819</i>				
NT1	9,2042	7,552	0,614	0,792
NT2	9,0167	8,527	0,722	0,745
NT3	8,7958	8,766	0,615	0,785
NT4	8,8958	7,742	0,648	0,770
<i>Thang đo giáo dục đào tạo, Cronbach's Alpha GD = 0,897</i>				
GD1	9,2458	11,718	0,702	0,891
GD2	9,2583	11,414	0,792	0,865
GD3	9,2458	9,140	0,836	0,843
GD4	9,2375	9,537	0,794	0,860
<i>Thang đo đặc điểm cá nhân, Cronbach's Alpha CN = 0,841</i>				
CN1	19,5417	25,814	0,704	0,801
CN2	19,2833	28,447	0,643	0,815
CN3	19,4000	22,283	0,765	0,790
CN4	19,5250	27,087	0,714	0,803
CN5	19,4667	26,468	0,696	0,804

(Nguồn: Kết quả điều tra, SPSS 20.0, 2017)

### **Kết quả phân tích nhân tố khám phá EFA:**

21 biến quan sát được phân tích theo phương pháp Principal components với phép quay Varimax. Các biến có hệ số tải nhân tố nhỏ hơn 0,5 không đảm bảo được độ hội tụ với các biến còn lại sẽ bị loại bỏ.

Như kết quả Cronbach's Alpha đã phân tích ở trên, 2 biến CN6 và CN7 được loại khỏi thang đo để đảm bảo độ tin cậy. Kết quả phân tích EFA cho các biến độc lập cho thấy hệ số KMO là  $0,862 > 0,5$ : phân tích nhân tố thích hợp với dữ liệu nghiên cứu. Kiểm định Bartlett là 3257,02 với mức ý nghĩa  $\text{sig} = 0,000 < 0,05$  (bác bỏ giả thuyết  $H_0$ : các biến quan sát không có tương quan với nhau trong tổng thể). Như vậy, dữ liệu dùng để phân tích nhân tố là hoàn toàn thích hợp.

### **Bảng 12. Kết quả kiểm định KMO và Bartlett cho biến độc lập**

Bartlett's Test of Sphericity	Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.	.862
	Approx. Chi-Square	3257.023
	Df	210
	Sig.	.000

(Nguồn: Kết quả điều tra, SPSS 20.0, 2017)

21 biến quan sát có thể rút ra được 5 nhóm nhân tố. Tổng phương sai trích giải thích được khi nhóm nhân tố được rút ra là 74,334% ( $> 50\%$ ), giá trị eigenvalues của nhân tố là 1,499 là đạt yêu cầu (xem phụ lục 4).

Kết quả EFA của thang đo thái độ cá nhân đối với hành vi cho thấy 5 biến đo lường được tải vào một nhân tố và các hệ số tải đều từ 0,781 trở lên đạt tiêu chuẩn đề ra và cho thấy các biến có quan hệ ý nghĩa với nhân tố.

Tiến hành xoay ma trận nhân tố, ta thấy các hệ số tải Factor Loading của ma trận đều lớn hơn 0,5 biểu thị mối quan hệ tương quan giữa biến quan sát với nhân tố ở mức cao. Để quyết định giữ biến hay loại biến trong phân tích nhân tố khám phá EFA, dữ liệu cần thỏa mãn 2 điều kiện sau:

Thỏa mãn giá trị hội tụ: Các biến quan sát hội tụ về cùng một nhân tố.

Đảm bảo giá trị phân biệt: Các biến quan sát thuộc về nhân tố này và phải phân biệt với nhân tố khác.

Kết quả EFA của thang đo đặc điểm tích cách cá nhân cho thấy 5 biến được tải vào một nhân tố có hệ số lần lượt là 0,898; 0,835; 0,791; 0,787; 0,770 cho thấy chúng có quan hệ ý nghĩa với đặc điểm cá nhân. Tương tự với các thang đo nền tảng giáo dục, nhận thức kiểm soát hành vi, thái độ cá nhân đối với hành vi và quy chuẩn xã hội chủ quan đều được tải vào một nhân tố riêng và có hệ số tải lớn hơn 0,5. Kết luận các biến có quan hệ ý nghĩa với nhân tố (bảng 4.6).

Dựa trên kết quả ma trận xoay, để phục vụ cho việc thực hiện các bước phân tích tiếp theo, tác giả gộp biến TD1, TD2, TD3, TD4, TD5 thành biến đặt tên là F\_TD, gộp biến CN1, CN2, CN3, CN4, CN5 thành biến đặt tên là F\_CN, gộp biến GD1, GD2, GD3, GD4 thành biến đặt tên là F\_GD, gộp biến NT1, NT2, NT3, NT4 thành biến F\_NT, gộp biến QC1, QC2, QC3 thành biến đặt tên là F\_QC.

**Bảng 12: Ma trận nhân tố xoay cho các biến độc lập**

	Component					Ký hiệu
	1	2	3	4	5	
TD4	.861					F_TD
TD3	.855					
TD2	.845					
TD1	.818					
TD5	.781					
CN3		.898				F_CN
CN1		.835				
CN4		.791				
CN2		.787				
CN5		.770				
GD3			.878			F_GD
GD2			.878			
GD1			.848			
GD4			.813			
NT2				.859		F_NT
NT1				.819		
NT3				.723		
NT4				.695		
QC2					.852	F_QC
QC1					.831	
QC3					.827	

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

(Nguồn: Kết quả điều tra, SPSS 20.0, 2017)

Phân tích nhân tố EFA cho biến phụ thuộc cho thấy nhân tố được trích tại Eigenvalue = 3,528 > 1, KMO lớn hơn 0,6 và giải thích được 70,557% sự biến thiên của dữ liệu.

Kiểm định Bartlett cho thấy Sig. < 5% cho thấy biến đủ điều kiện để phân tích nhân tố bằng kiểm định EFA. (xem chi tiết phụ lục 4)

**Bảng 13: Kết quả phân tích EFA của biến phụ thuộc ý định khởi nghiệp**

Chỉ số KMO	0,852
Phương sai trích	70,557%
Giá trị Eigenvalues	3,528
Sig.	0,000

(Nguồn: Kết quả điều tra, SPSS 20.0, 2017)

Kết quả kiểm tra nhân tố khám phá, tất cả các thang đo được chọn đều đảm bảo yêu cầu về giá trị và độ tin cậy để có thể sử dụng trong các phân tích tiếp theo.

### 3.4. Kiểm định các giả thuyết nghiên cứu:

#### Kết quả phân tích tương quan Pearson:

Trước khi kiểm định mô hình, kiểm định hệ số tương quan Pearson (ký hiệu r) được sử dụng để kiểm tra mối liên hệ tuyến tính giữa các biến độc lập và các biến phụ thuộc. Giá trị nhân tố được kiểm định là trung bình cộng của các biến quan sát thành phần thuộc nhân tố đó.

Các hệ số tương quan trong bảng 4.8 cho thấy mối quan hệ các biến tương đối hợp lý. Cụ thể, các giá trị tương quan đều lớn hơn 0 và nhỏ hơn 0,8 với mức ý nghĩa 99%; các hệ số đều có dấu dương tức là quan hệ giữa các biến là thuận chiều với nhau, đảm bảo yêu cầu về mặt lý thuyết.

Mối quan hệ giữa các biến phụ thuộc và độc lập đều có ý nghĩa và không có dấu hiệu bất thường. Các giá trị Sig. đều nhỏ hơn 0,05% ta có thể kết luận là hai biến có tương quan với nhau.

Để đảm bảo điều kiện cần để phân tích hồi quy, ta có thể thấy các biến độc lập đều có tương quan với biến phụ thuộc. Ngoài ra, khi quan sát mối tương quan giữa các cặp biến độc lập không có nghi ngờ về việc xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

**Bảng 14: Bảng kết quả ma trận hệ số tương quan**

		F_KN	F_TD	F_QC	F_NT	F_GD	F_CN
F_KN	Pearson Correlation	1	.667**	.645**	.660**	.616**	.696**
	Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.000
	N	240	240	240	240	240	240
F_TD	Pearson Correlation	.667**	1	.556**	.460**	.495**	.632**
	Sig. (2-tailed)	.000		.000	.000	.000	.000
	N	240	240	240	240	240	240
F_QC	Pearson Correlation	.645**	.556**	1	.627**	.539**	.536**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000		.000	.000	.000
	N	240	240	240	240	240	240
F_NT	Pearson Correlation	.660**	.460**	.627**	1	.544**	.541**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000		.000	.000
	N	240	240	240	240	240	240
F_GD	Pearson Correlation	.616**	.495**	.539**	.544**	1	.535**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000		.000
	N	240	240	240	240	240	240
F_CN	Pearson Correlation	.696**	.632**	.536**	.541**	.535**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.000	
	N	240	240	240	240	240	240

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

(Nguồn: Kết quả điều tra, SPSS 20.0, 2017)

#### Kết quả phân tích hồi quy tuyến tính bội

Bảng 4.9 trình bày kết quả hồi quy các nhân tố ảnh tới ý định khởi nghiệp cho thấy giá trị hệ số R<sup>2</sup> hiệu chỉnh của mô hình là 0,553. Điều này cho thấy các biến độc lập giải thích được 55,3% sự biến động của ý định khởi nghiệp, 44,7% còn lại do sự ảnh hưởng của những biến ngoài mô hình và sai số ngẫu nhiên.

**Bảng 15: Kết quả tóm tắt mô hình hồi quy**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.750 <sup>a</sup>	.563	.553	.68945	1.896

a. Predictors: (Constant), F\_CN, F\_GD, F\_QC, F\_TD, F\_NT

b. Dependent Variable: F\_KN

(Nguồn: Kết quả điều tra, SPSS 20.0, 2017)

Các biến độc lập đều có tác động thuận chiều đến sự biến thiên của biến phụ thuộc gồm có thái độ cá nhân đối với hành vi ( $\beta = 0,128$ , Sig. = 0,013), quy chuẩn xã hội chủ quan ( $\beta = 0,064$ , Sig. = 0,203), nhận thức kiểm soát hành vi ( $\beta = 0,094$ , Sig. = 0,058), nền tảng giáo dục và đào tạo ( $\beta = 0,127$ , Sig. = 0,008), đặc điểm tính cách cá nhân ( $\beta = 0,603$ , Sig. = 0,000). Như vậy, mức độ tác động của 5 yếu tố được sắp xếp theo thứ tự giảm dần lần lượt là (1) thái độ cá nhân đối với hành vi, (2) nền tảng giáo dục đào tạo, (3) đặc điểm tính cách cá nhân, (4) nhận thức kiểm soát hành vi, (5) quy chuẩn xã hội chủ quan.

**Bảng 16: Kết quả hệ số hồi quy tuyến tính**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	-.091	.212		-.431	.667		
1							
F_TD	.121	.048	.128	2.511	.013	.714	1.400
F_QC	.063	.050	.064	1.276	.203	.750	1.334
F_NT	.105	.055	.094	1.906	.058	.768	1.302
F_GD	.124	.046	.127	2.695	.008	.841	1.189

F_CN	.612	.047	.603	13.066	.000	.877	1.141
------	------	------	------	--------	------	------	-------

a. Dependent Variable: F\_KN

(Nguồn: Kết quả điều tra, SPSS 20.0, 2017)

Phương trình hồi quy tuyến tính với biến phụ thuộc về ý định khởi nghiệp của sinh viên tại các trường đại học trên địa bàn tỉnh Đồng Nai như sau:

$$Y = -0,091 + 0,128 X1 + 0,064 X2 + 0,094 X3 + 0,127 X4 + 0,603 X5$$

(Ghi chú: Y: Ý định khởi nghiệp; X1: Thái độ cá nhân đối với hành vi; X2: Quy chuẩn xã hội chủ quan; X3: Nhận thức kiểm soát hành vi; X4: Nền tảng giáo dục và đào tạo; X5: Đặc điểm tính cách cá nhân.)

Phương trình hồi quy cho thấy các hệ số  $\beta$  chuẩn hóa lớn hơn không chứng tỏ mối quan hệ thuận chiều giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc. Từ đó, các giả thuyết H1, H2, H3, H4, H5 đều được ủng hộ. Kết quả kiểm định giả thuyết như trình bày trong bảng 4.11.

**Bảng 17: Kết quả kiểm định giả thuyết**

Giả thuyết	Nội dung	Kết quả
H1	Sinh viên có thái độ càng tích cực thì ý định khởi nghiệp càng cao	Chấp nhận
H2	Gia đình, bạn bè, người thân càng ủng hộ thì ý định khởi nghiệp của sinh viên càng cao.	Chấp nhận
H3	Sinh viên càng tự tin về khả năng bản thân thì có ý định khởi nghiệp càng cao.	Chấp nhận
H4	Sinh viên càng tham gia các khóa đào tạo (bao gồm các chương trình giảng dạy, hoạt động ngoại khóa, thực tế và các chương trình thúc đẩy tinh thần doanh nhân) thì có ý định khởi nghiệp càng cao.	Chấp nhận
H5	Sinh viên càng có những tính cách tích cực thì ý định khởi nghiệp càng cao.	Chấp nhận

(Nguồn: Tác giả tổng hợp, 2017)

### 3.5. Kiểm tra các kiểm định của hồi quy tuyến tính:

#### Giả định liên hệ tuyến tính:

Phương pháp biểu đồ Scatterplot với giá trị phần dư chuẩn hóa ở trục hoành và giá trị dự đoán chuẩn hóa ở trục tung. Kết quả đồ thị, các điểm phân bố của phần dư phân tán ngẫu nhiên không theo một trật tự nào đối với giá trị dự đoán và tập trung xung quanh hoành độ 0, vì vậy giả định liên hệ tuyến tính không bị vi phạm.

#### Giả định phân phối chuẩn của phần dư:

Hai công cụ được sử dụng là biểu đồ tần số phần dư chuẩn hóa Histogram và biểu đồ phần dư chuẩn hóa Normal P-P Plot. Biểu đồ Histogram cho thấy phần dư có phân phối chuẩn với giá trị trung bình Mean gần bằng 0, độ lệch chuẩn 0,989 gần bằng 1. Có thể nói phân phối phần dư xấp xỉ chuẩn. Biểu đồ P-P Plot biểu diễn các điểm quan sát trong phân phối của phần dư tập trung khá sát đường chéo những giá trị kỳ vọng. Do đó, giả thiết phân phối chuẩn của phần dư không bị vi phạm.

#### Giả định về hiện tượng tự tương quan:

Sử dụng đại lượng thống kê Durbin – Watson (bảng 4.9) để kiểm định. Nghiên cứu có số biến độc lập  $k = 5$ ,  $n = 240$ , tra bảng Durbin – Watson ta có  $dL = 1,518$  và  $dU = 1,836$ , giá trị đại lượng Durbin – Watson của mô hình là  $d = 1,896$ . Ta thấy  $dU < d < 4 - dU$ , như vậy không có sự tương quan chuỗi bậc nhất trong mô hình.

#### Kiểm định ANOVA:

Giá trị Sig. của kiểm định F là  $0,000 < 0,05$ . Kết luận mô hình hồi quy tuyến tính xây dựng được phù hợp với tổng thể.

#### Giả định về hiện tượng đa cộng tuyến:

Ở bảng 4.10, hệ số phóng đại phương sai (Variance inflation factor – VIF) của tất cả các biến đều dưới 2. Do vậy ta có thể bác bỏ giả thuyết mô hình bị đa cộng tuyến.

Như vậy, mô hình hồi quy tuyến tính được xây dựng theo phương trình không vi phạm các giả định cần thiết trong hồi quy tuyến tính.



### **3.6. Đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến ý định khởi nghiệp của sinh viên tại các trường đại học trên địa bàn tỉnh Đồng Nai.**

- **Về các nhân tố ảnh hưởng:** Nghiên cứu tổng lược được 5 nhân tố có ảnh hưởng đến ý định khởi nghiệp đó là: thái độ cá nhân đối với hành vi, quy chuẩn xã hội chủ quan, nhận thức kiểm soát hành vi, nền tảng giáo dục và đặc điểm tính cách cá nhân. Các nhân tố được xây dựng và phát triển thông qua 23 biến quan sát có ảnh hưởng. Tuy nhiên thông qua các kỹ thuật phân tích, có hai biến không đáng tin cậy vì khi loại bỏ hai biến này độ tin cậy của thang đo được cải thiện đáng kể là CN6 và CN7. Như vậy, nếu không tính 5 biến phụ thuộc thì tập biến quan sát có ý nghĩa để tiến hành phân tích định lượng tiếp theo gồm 21 biến quan sát.

- **Về mức độ ảnh hưởng:** Phân tích nhân tố khám phá EFA cho biết mô hình bị chi phối bởi 5 nhân tố và giải thích được 74,33% sự biến thiên của ý định khởi nghiệp. Kết quả kiểm định tương quan cho thấy tầm quan trọng của mỗi yếu tố đến ý định khởi nghiệp là khác nhau. Mô hình với 5 nhân tố nhưng chỉ phản ánh được 74,33% vấn đề nghiên cứu. Vì thế, sẽ còn có những yếu tố khác và biến quan sát khác có thể cũng ảnh hưởng đến ý định khởi nghiệp nhưng chưa được nghiên cứu này bao quát hết trong mô hình do giới hạn về phạm vi và đối tượng khảo sát. Chính vì vậy, các giải pháp và kiến nghị phải dựa vào kết quả nghiên cứu nhưng cần được điều chỉnh quan thời gian và không gian.

+ Về thái độ cá nhân đối với hành vi: Thái độ tích cực hoặc tiêu cực của cá nhân đối với hành vi là nhân tố tác động lớn nhất đến kết quả dự định khởi nghiệp của sinh viên. Cá nhân nào càng có thái độ tích cực về hoạt động khởi nghiệp thì càng có khả năng khởi nghiệp cao hơn các cá nhân khác. Hệ số chuẩn hóa beta của biến TD là 0,128, cao nhất so với các biến khác.

+ Về quy chuẩn xã hội chủ quan: Kết quả nghiên cứu cho thấy yếu tố về gia đình, xã hội có tuy có tác động tích cực đến ý định khởi nghiệp nhưng lại có mức độ ảnh hưởng thấp nhất.

+ Về nhận thức kiểm soát hành vi: Nhận thức kiểm soát hành vi cũng là nhân tố ảnh hưởng đến ý định khởi nghiệp giống như đã được khẳng định ở nhiều nghiên cứu trước. Tuy nhiên, đây là một nhân tố có tác động khá yếu đến ý định khởi nghiệp.

+ Về đặc điểm tính cách cá nhân: Kết quả nghiên cứu cho thấy, đặc điểm cá nhân có ảnh hưởng thuận chiều đến ý định khởi nghiệp của sinh viên. Cụ thể là hệ số beta chuẩn hóa của biến này là 0,603. Trong đó, có tới 33,67% các câu trả lời thiên về đồng ý cho các quan điểm thể hiện các tính cách tích cực. McClelland (1961) đã khẳng định rằng mong muốn thành đạt là yếu tố quyết định chính đến tiềm năng khởi nghiệp cá nhân. Đồng thời, Robinson (1987) cũng cho rằng sự tự tin và thỏa mãn bản thân là yếu tố quyết định. Như vậy, có thể nhận thấy rằng kết quả của nghiên cứu có sự tương đồng với các kết quả đã được công bố trước đó.

+ Về nền tảng giáo dục đào tạo: Đây là một nhân tố có tác động mạnh thứ nhì đến ý định khởi nghiệp của sinh viên. Hiện nay, vẫn còn nhiều tranh cãi về tác động của giáo dục và giảng dạy đến ý định khởi nghiệp của một đối tượng. Giáo dục khởi nghiệp dần được phát hiện là yếu tố tác động tích cực đến ý định khởi nghiệp của sinh viên. Thực tế đã kiểm chứng những sinh viên có cơ hội tiếp xúc với nhiều doanh nhân thành công và được lắng nghe chia sẻ, trao đổi kinh nghiệm thực tế từ họ sẽ có khả năng khởi nghiệp cao hơn những sinh viên khác. Bản thân các khóa học còn cung cấp kiến thức lập kế hoạch kinh doanh cho các doanh nghiệp non trẻ và xây dựng niềm tin khởi nghiệp cho sinh viên mạnh dạn khởi nghiệp kinh doanh. Hàm ý của nghiên cứu này chính là kêu gọi các nhà làm chính sách, nhà giáo dục đưa các khóa học về đào tạo khởi nghiệp vào chương trình đào tạo nhằm chuẩn bị hành trang khởi nghiệp cho sinh viên lập thân và quyết tâm làm giàu cho đất nước.

## **IV. KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ:**

### **4.1. Kết quả:**

Các kết quả trong nghiên cứu cho thấy, các yếu tố về thái độ cá nhân, quy chuẩn xã hội, nhận thức kiểm soát hành vi, nền tảng giáo dục và đặc điểm tính cách cá nhân đều có tác động tích cực đến ý định khởi nghiệp kinh doanh của một cá nhân. Kết quả phân tích dữ liệu cũng cho thấy những điểm tương đồng và một số điểm khác biệt với các nghiên cứu khác trên thế giới về các nhân tố tác động đến ý định khởi nghiệp của sinh viên. Cụ thể là:

- + Thứ nhất, kết quả nghiên cứu cho thấy nền tảng giáo dục có tác động tích cực đến ý định khởi nghiệp của sinh viên đại học tại Đồng Nai;
- + Thứ hai, kết quả nghiên cứu đã khẳng định sự tác động của các nhân tố về ý kiến mọi người xung quanh có tác động tích cực đến ý định khởi nghiệp;
- + Thứ ba, thái độ cá nhân có tác động lớn nhất đến ý định khởi nghiệp của sinh viên Đồng Nai.

#### **4.2. Một số kiến nghị:**

Đối với Nhà trường: thứ nhất, tổ chức các hoạt động định hướng và nâng cao sự tự tin của sinh viên trong việc tham gia các hoạt động liên quan đến khởi nghiệp và kinh doanh; thứ hai, tăng cường giáo dục tinh thần kinh doanh cho sinh viên; thứ ba, sử dụng phương pháp giảng dạy tiếp cận thực tiễn.

Đối với các cơ quan quản lý vĩ mô: thứ nhất, tăng cường tuyên truyền trong xã hội về các tấm gương doanh nhân tiêu biểu thành đạt; thứ hai, thúc đẩy các hoạt động lập nghiệp trên phạm vi quốc gia và cung cấp hỗ trợ cho các trường đại học.

Mặc dù đạt được các nhiệm vụ nghiên cứu đề ra nhưng do hạn chế về điều kiện nghiên cứu như thời gian, chi phí, kiến thức, khóa luận vẫn còn nhiều điểm cần khắc phục, rất mong nhận được sự đóng góp ý kiến của quý thầy/cô để tác giả có thể hoàn thiện bài nghiên cứu một cách có ý nghĩa nhất có thể.

### **DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO**

#### **Tiếng Việt**

- [1] Bùi Huỳnh Tuấn Duy và ctv., 2011, *Nghiên cứu ảnh hưởng của các yếu tố tính cách cá nhân lên tiềm năng khởi nghiệp của sinh viên*, Tạp chí phát triển khoa học và công nghệ, Tập 14, Số quý 3 - 2011.
- [2] Cao Quốc Việt, Ngô Thị Thanh Tiên, 2016, *Tổng quan lý thuyết về ý định khởi nghiệp của sinh viên*, Tạp chí Khoa học đại học Mở TP.HCM, số 50.
- [3] Chu Nguyễn Mộng Ngọc, Hoàng Trọng, 2008, *Phân tích dữ liệu nghiên cứu SPSS*, Nhà xuất bản Hồng Đức.
- [4] Đỗ Thị Hoa Liên, 2016, *Các nhân tố ảnh hưởng đến ý định khởi nghiệp kinh doanh của sinh viên quản trị kinh doanh tại trường đại học Lao động – Xã hội (cơ sở thành phố Hồ Chí Minh)*, Tạp chí khoa học Yersin.
- [5] Giang Thị Cẩm Tiên, Phan Anh Tú, 2015, *Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến ý định khởi sự doanh nghiệp: trường hợp sinh viên Khoa Kinh tế và Quản trị kinh doanh Trường Đại Học Cần Thơ*, Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ.

#### **Tiếng Anh**

- [13] Ajzen, I., 1987, *Attitudes, traits and actions: dispositional prediction of behavior in personality and social psychology*, Advances in Experimental Social Psychology.
- Ajzen, I., 1991, *The theory of planned behavior*, Organizational Behavior and Human Decision Processes.
- [14] Aldrich, H. & Zimmer C., 1986, *Entrepreneurship through social networks in Sexton*, The art and science of entrepreneurship.
- [15] Ali, S., Lu, W. & Wang, W., 2012, *Determinants of entrepreneurial intentions among the college students in: China and Pakistan*, Journal of Education and Practice.
- [16] Amou & Alex, 2014, *Theory of Planned Behavior: Contextual Elements, Demographic Factors and Entrepreneurial Intentions of Students Kenya*, European Journal of Business and Management, Vol.6, No.15
- [17] Autio, Hay M., Keeley, Klofsten, Parker, 2001, *Entrepreneurial intention among students in Scandinavia and in the USA*, Enterprise and Innovation Management Studies.





# LỢI SUẤT BẤT THƯỜNG TỪ NHÓM CỔ PHIẾU RỦI RO THẤP

SV: Lê Phước Đức, Trần Phạm Hưng, Nguyễn Hồng Nam,

Trần Thị Khánh Ninh, Nguyễn Đức Phi

*Trường Đại học Ngoại thương Cơ sở II*

GVHD: ThS. Nguyễn Thu Hằng

## I. GIỚI THIỆU VỀ ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU

### 1.1. Lý do chọn đề tài

Năm 2000 được xem là một mốc son của Thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam khi Sở giao dịch chứng khoán TP. HCM (HOSE) chính thức ra đời và đi vào hoạt động với 2 mã chứng khoán lúc đó là REE và SAM. Tính đến hết năm 2000, có tất cả là 5 công ty niêm yết với 32,1 triệu cổ phiếu được niêm yết trên toàn thị trường. Đến năm 2006, thị trường có 121 công ty niêm yết với tổng khối lượng cổ phiếu niêm yết 1.406.231.788 cổ phiếu, tăng 86 công ty so với cuối năm 2005. Sự phát triển mạnh mẽ của TTCK cùng với làn sóng vốn ngoại đổ vào nước ta khi Việt Nam trở thành thành viên của WTO từ tháng 11/2006 càng cho thấy TTCK sẽ là kênh huy động vốn hiệu quả, là một thành phần không thể thiếu trong quá trình phát triển kinh tế của đất nước. Tuy nhiên, việc dòng tiền chảy vào thị trường chứng khoán quá nhanh trong khi các yếu tố vĩ mô, các chính sách tài khóa chưa thực sự hiệu quả, cộng hưởng với cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu năm 2007-2008, không chỉ giá trị vốn hóa của thị trường sụt giảm mạnh mà tội tệ hơn là sự phá sản của hàng loạt công ty hoạt động không hiệu quả cũng như hàng loạt các nhà đầu tư trong giai đoạn tội tệ này. Sự sụt giảm của thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn tiếp diễn cho đến khi có những tín hiệu hồi phục vào khoảng năm 2012 – 2013 và cho đến năm 2014, thị trường chứng khoán lúc này đánh dấu bước phát triển mạnh mẽ với bình quân mỗi ngày có 123,5 triệu chứng khoán, tương đương 2.171 tỷ đồng được giao dịch, tăng 90,4% về khối lượng và 104,3% về giá trị so với năm 2013. Đến nay, sau hơn 15 năm hoạt động và phát triển, thị trường chứng khoán nói riêng và nền kinh tế Việt Nam nói chung đang đứng trước một ngưỡng cửa mới.

Với định hướng phát triển nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa với nền kinh tế tư nhân là động lực làm trọng, chính phủ nước ta đã có những cải cách quan trọng nhằm đảm bảo vai trò và hoạt động bền vững, an toàn, hiệu quả của thị trường chứng khoán. Trong đó, đáng kể nhất chính là sự ổn định của nền kinh tế Việt Nam, công tác bán vốn nhà nước, tiêu biểu là hai công ty lĩnh vực thực phẩm đồ uống Vinamilk và Sabeco, và không thể không kể đến triển vọng về việc nâng hạng của thị trường chứng khoán Việt Nam. Thiên thời, địa lợi, nhân hòa, các yếu tố kể trên thay nhau góp phần mang đến kết quả đáng ấn tượng với mức tăng trưởng vượt bậc 48% trong năm 2017, đóng góp 63% GDP cả nước, cùng với đó là dòng vốn ngoại không ngừng gia tăng đầu tư vào thị trường kinh tế Việt Nam<sup>2</sup>.

Đi cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán và nền kinh tế Việt Nam là sự cải thiện về khả năng phân tích, kiến thức của các nhà đầu tư cá nhân – chiếm phần lớn số lượng nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Để tạo một môi trường đầu tư cạnh tranh, công bằng, các công ty chứng khoán chiếm thị phần lớn như SSI, HSC hay VND,... cũng không ngừng phát triển các sản phẩm tư vấn như các bài phân tích, nhận định, khuyến nghị,... để mang đến cho các nhà đầu tư một thị trường thông tin đa dạng và quan trọng nhất là hỗ trợ các nhà đầu tư cải thiện tỷ suất sinh lời. Tuy nhiên, mặc dù có được các công cụ hỗ trợ tiên tiến, hiệu quả hơn, có đến 95% nhà đầu tư cá nhân là thua lỗ trên thị trường chứng khoán.

---

<sup>1</sup>Lê Trọng Minh tổng biên tập, Những con số đáng chú ý Thị trường Chứng khoán Việt Nam sau gần 15 năm, Báo Đầu tư, 18/03/2018

<http://tinnhanhchungkhoan.vn/chung-khoan/nhung-con-so-dang-chu-y-cua-ttck-viet-nam-sau-gan-15-nam-109706.html>

<sup>2</sup>GS. Đào Nguyên Cát tổng biên tập, Chứng khoán 2018: chờ đợi sự tăng trưởng mạnh hơn, Báo điện tử Vneconomy, 18/03/2018

<http://vneconomy.vn/chung-khoan-2018-cho-doi-su-tang-truong-manh-hon-20180212171856918.htm>

Thế theo giả thuyết thị trường hiệu quả, giá của chứng khoán trên thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường chứng khoán, phản ánh đầy đủ mọi thông tin đã biết và vì thế, không thể kiếm được lợi nhuận bằng cách căn cứ vào các thông tin đã biết hay những hình thái biến động của giá cả trong quá khứ<sup>3</sup>. Tuy nhiên, điều đáng lưu ý ở thị trường chứng khoán Việt Nam là mặc dù có hơn 700 mã cổ phiếu niêm yết nhưng số lượng doanh nghiệp thực thi tốt về việc công bố thông tin đến nhà đầu tư chỉ mới khoảng 20%.

Nhận thức được sự bất cập về vấn đề trên cũng như từ sự kém hoàn thiện của thị trường chứng khoán Việt Nam, nhóm tác giả quyết định chọn đề tài “Lợi nhuận bất thường từ nhóm cổ phiếu rủi ro thấp”, với mong muốn giúp cho nhà đầu tư cá nhân thay đổi nhận thức trong việc lựa chọn nhóm cổ phiếu và xây dựng danh mục nhằm đạt tỷ suất sinh lợi cao hơn.

## **1.2. Tổng quan tình hình nghiên cứu và tính mới của bài nghiên cứu**

### **1.2.1. Nghiên cứu nước ngoài**

Khi giả thuyết thị trường hiệu quả ra đời vào những năm 60 của thế kỷ trước, mô hình định giá tài sản vốn CAPM ra đời vài năm sau đó do Treynor, Sharpe, Lintner và Mossin phát triển được xem là một công cụ hữu dụng trong việc xác định tỷ suất sinh lợi yêu cầu của một tài sản dựa trên rủi ro hệ thống của cổ phiếu (hệ số beta  $\beta$ ), lợi tức kỳ vọng của thị trường và lợi tức kỳ vọng của tài sản phi rủi ro. Đến những năm 70, ngày càng nhiều nghiên cứu ra đời để chứng minh ngược lại tính hiệu quả của mô hình CAPM, liệu có tồn tại mối quan hệ tỉ lệ nghịch giữa lãi suất và rủi ro. Và chỉ khi Haugen and Heins (1975), với công trình nghiên cứu tìm kiếm mối tương quan giữa lãi suất và rủi ro, đã xuất bản một ấn phẩm cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa rủi ro và lãi suất trên thị trường chứng khoán và trái phiếu Mỹ, giả thuyết về việc “Lợi suất bất thường từ nhóm cổ phiếu rủi ro thấp” mới dần được công chúng chú ý nhiều hơn và dần dần các bài nghiên cứu khoa học ra đời để chứng minh giả thuyết này là đúng.

Sau đó, nghiên cứu minh chứng “Lợi suất bất thường từ nhóm cổ phiếu rủi ro thấp” đáng chú ý phải kể đến nghiên cứu của Haugen và Baker (1991). Hai nhà nghiên cứu này đã xây dựng danh mục gồm 1000 cổ phiếu có vốn hóa lớn nhất trên thị trường chứng khoán Mỹ trong khoảng thời gian kéo dài gần 68 quý từ năm 1972 đến năm 1989 với giả thuyết rằng xây dựng danh mục dựa trên tỉ trọng vốn hóa thị trường sẽ có mức rủi ro thấp nhất với cùng một mức lợi nhuận kỳ vọng khi và chỉ khi tất cả nhà đầu tư có cùng quan điểm về rủi ro và lợi suất cho mọi cổ phiếu, nhà đầu tư có thể bán khống mà không gặp bất cứ trở ngại gì, nhà đầu tư sẽ không phải chịu thuế thu nhập trên khoản lợi nhuận từ đầu tư cổ phiếu và cơ hội đầu tư chỉ đến từ nhóm chỉ số vốn hóa đã được xây dựng. Và với kết quả của bài nghiên cứu, hai nhà nghiên cứu Haugen và Baker (1991) đã cho thấy tính không hoàn hảo của thị trường chứng khoán và đồng thời gợi ra cơ hội đầu tư mang lại tỉ suất lợi nhuận tương đồng với mức rủi ro thấp hơn so với việc xây dựng danh mục đầu tư dựa trên tỉ trọng vốn hóa nói riêng hay chỉ số Index của thị trường nói chung.

Các nhà nghiên cứu Baker, Bradley, Wurgle (2011) bằng cách thu thập dữ liệu về giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Mỹ từ năm 1968 đến 2008, sau đó, sắp xếp số cổ phiếu trên thành năm nhóm dựa trên mức độ biến động hay hệ số beta với độ trễ 5 năm. Kết quả cho thấy một đô la đầu tư vào nhóm cổ phiếu ít biến động nhất có giá trị là 59,55 đô la sau 41 năm. Cũng vào thời điểm đó, một đô la đầu tư vào nhóm cổ phiếu biến động cao lại chỉ còn giá trị là 58 cent. Đồng thời, trong cùng khoảng thời gian trên, một đô la đầu tư vào nhóm cổ phiếu có beta thấp nhất cho giá trị là 60,46 đô la vào năm 2008 trong khi một đô la đầu tư vào nhóm cổ phiếu có beta cao nhất cho giá trị là 3,77 đô la. Dựa trên giả thuyết Tài chính hành vi: các nhà đầu tư thường chọn các cổ phiếu có biên độ giá lớn, đầu tư ăn may theo kiểu xổ số, cổ phiếu có thanh khoản cao sẽ thu hút nhiều nhà đầu tư hơn và việc nhà đầu tư tự tin với khả năng ra quyết định của mình; cùng với việc các nhà quản lý quỹ quan tâm đến việc mình có thể đánh bại thị trường

<sup>3</sup> Giả thuyết thị trường hiệu quả, Wikipedia, 18/03/2018

[https://vi.wikipedia.org/wiki/Gi%E1%BA%A3\\_thuy%E1%BA%BFT\\_th%E1%BB%8B\\_tr%C6%B0%E1%BB%9Dng\\_hi%E1%BB%87u\\_qu%E1%BA%A3](https://vi.wikipedia.org/wiki/Gi%E1%BA%A3_thuy%E1%BA%BFT_th%E1%BB%8B_tr%C6%B0%E1%BB%9Dng_hi%E1%BB%87u_qu%E1%BA%A3)

trong một thị trường xu hướng lên mà không để ý đến việc mình có thể sẽ thua lỗ nặng trong một thị trường xu hướng xuống, nhóm các nhà nghiên cứu Baker, Bradley, Wurgle đã chứng minh mối tương quan nghịch giữa rủi ro và lãi suất, để từ đó, họ kết luận rằng nhóm cổ phiếu an toàn sẽ vượt trội hơn theo thời gian.

Tiếp đó, Blitz, Pand, Vliet (2012), bằng việc thu thập số liệu về giá cổ phiếu và khối lượng cổ phiếu tự do giao dịch trên thị trường chứng khoán để tính tỷ suất lợi nhuận theo từng tháng của từng nhóm sau khi đã chia dựa trên hệ số Beta, đã chứng minh giả thuyết “Lợi suất bất thường từ nhóm cổ phiếu rủi ro thấp” có ý nghĩa ở các nền kinh tế đang phát triển. Kết luận trên dựa vào các động cơ: các nhà quản lý quỹ sử dụng các công cụ xác định lợi nhuận dựa trên rủi ro gặp phải nên đa phần họ ưu ái các cổ phiếu rủi ro cao vì lợi suất sẽ cao hơn, các nhà quản lý quỹ ủy thác sẽ ưu tiên các cổ phiếu biến động cao để tối ưu hóa các quyền chọn mua cổ phiếu của mình, và cuối cùng là các quỹ ủy thác sẽ trông hấp dẫn với lợi suất cao nhất có thể trong một thị trường giá lên.

### **1.2.2. Nghiên cứu trong nước**

Tính đến hết tháng 2 năm 2018, có hơn 70 tỷ cổ phiếu được niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, với quy mô vốn hóa là 3,039,209 tỷ đồng, tương ứng gần 111% tổng giá trị GDP của cả nước. Với sự phát triển vượt bậc về cả số lượng lẫn chất lượng của thị trường chứng khoán Việt Nam trong những năm gần đây, tuy nhiên, về bản chất thị trường chứng khoán nước ta vẫn còn là một thị trường khá non trẻ. Vì vậy, đây được xem là một thách thức vô cùng lớn cho các nghiên cứu liên quan đến thị trường chứng khoán Việt Nam – những nghiên cứu cần một lượng dữ liệu vô cùng lớn để đảm bảo tính hiệu quả của mô hình nghiên cứu. Tuy nhiên, không vì thế mà chúng ta phủ nhận các mô hình nghiên cứu về thị trường chứng khoán nói chung hay tương quan giữa thị giá cổ phiếu và biến động của chỉ số VN-Index nói chung. Thay vào đó, sẽ là một lợi thế nếu chúng ta biết tận dụng các bài nghiên cứu trước để tìm ra hướng đi, sự hiệu quả của của mô hình nghiên cứu cũng như các lý giải cho thực trạng nghiên cứu đó ở thị trường Việt Nam. Một số nghiên cứu có thể kể đến chính là:

Vương Đức Hoàng Quân và Hồ Thị Huệ (2008) bằng việc tổng hợp các kết quả nghiên cứu về mô hình CAPM và Fama-French, hai nhà nghiên cứu trên đã cho thấy tính thiết yếu trong việc vận dụng hai mô hình định giá này để dự báo tỷ suất sinh lợi trên thị trường chứng khoán nước ta. Tuy nhiên, hai tác giả trên cũng đưa ra nhận định về việc đa phần các nhà đầu tư cá nhân ở Việt Nam thực hiện đầu tư theo chiến lược ngắn hạn, vì thế, giá cổ phiếu không thể phản ánh hết được rủi ro của doanh nghiệp (hệ số beta). Đồng thời, số lượng công ty, cổ phiếu niêm yết trên thị trường lúc này chưa nhiều và cũng chưa thật sự đa dạng các ngành nghề, cùng với việc thị trường Việt Nam lúc này là thị trường mới nổi và có nhiều biến động, việc sử dụng mô hình CAPM vào thị trường chứng khoán năm 2008 là chưa phù hợp vì còn nhiều thiếu sót về lượng lẫn về chất để xác định beta theo phương pháp hồi quy. Vì vậy, khi thị trường phát triển về quy mô theo thời gian, hai mô hình định giá CAPM và Fama French hứa hẹn sẽ là hai mô hình tiềm năng để định giá tỷ suất sinh lợi cho nhà đầu tư.

Nhóm tác giả trường đại học Kinh Tế (2011) cũng với mục đích kiểm chứng sự hiệu quả của mô hình CAPM và Fama-French để dự báo tỷ suất sinh lợi trên thị trường chứng khoán đã chứng minh tính đúng đắn và tính thực nghiệm của hai mô hình định giá trên với việc tính tỷ suất lợi nhuận theo tháng của 88 cổ phiếu trên sàn HOSE từ tháng 1/2007 đến tháng 12/2010 mặc dù nhóm tác giả thừa nhận mô hình CAPM và Fama-French muốn ứng dụng thành công ở Việt Nam thì cần phải có mẫu thời gian nghiên cứu đủ dài và số lượng chứng khoán niêm yết trên sàn trong mẫu tương đối lớn. Đồng thời, nhóm tác giả cũng đồng quan điểm với Vương Đức Hoàng Quân và Hồ Thị Huệ (2008) về các tác nhân khiến việc tính hệ số beta thiếu chính xác như chỉ số VN-Index thiếu tính đại diện cho danh mục thị trường, thời gian niêm yết của một số công ty không đủ lớn để ước lượng hệ số beta và một yếu tố không kém phần quan trọng đó là giao dịch cổ phiếu diễn ra không liên tục và biến động giá cũng bị giới hạn ở mức 7%.

Nhìn chung, đa phần các bài nghiên cứu về việc áp dụng mô hình CAPM để dự báo tỷ suất sinh lợi trên thị trường chứng khoán Việt Nam là có hiệu quả mặc dù có nhiều thiếu sót như số

lượng mẫu hạn chế, tính hiệu quả, sự đa dạng hóa về thông tin của thị trường chứng khoán nước ta. Tuy nhiên, chưa có nhiều nghiên cứu về tính hiệu quả của thị trường nước ta với phương pháp mua và nắm giữ dài hạn như các bài nghiên cứu nước ngoài, đồng thời, thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn chưa cho phép bán khống nên đa phần các nghiên cứu chỉ tập trung vào sự biến động của cổ phiếu trong giai đoạn giá lên.

### **1.2.3. Tính mới của đề tài**

Như đã đề cập, thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn còn non trẻ, chưa thực sự nhận được nhiều sự chú ý của các nhà nghiên cứu cũng như công chúng dù đã hình thành và phát triển gần 20 năm. Đồng thời, bản chất của thị trường chứng khoán Việt Nam chưa thật sự là một thị trường hoàn hảo khi vẫn còn tồn tại nhiều biến động thất thường, sự can thiệp của chính phủ vào thị trường cũng như các vấn đề bất cập như tâm lý đầu tư theo số đông hay sự ưu tiên tiếp cận thông tin trước của một bộ phận nhà đầu tư.

Bên cạnh đó, việc sử dụng mô hình dự báo tỷ suất sinh lợi CAPM yêu cầu cần có một bộ dữ liệu lớn, đầy đủ và đa dạng các nhóm ngành kinh tế để có thể phản ánh đúng bản chất của thị trường chứng khoán nói chung hay cổ phiếu của các công ty nói riêng. Ngoài ra, phương hướng tiếp cận của đa phần các nhà nghiên cứu trước là so sánh tỉ suất sinh lợi của cổ phiếu so với hệ số rủi ro trong khoảng thời gian ngắn hạn nhằm chứng minh tính hiệu quả của mô hình CAPM – tương quan cùng chiều của rủi ro và lợi suất.

Tóm lại, với việc lựa chọn đề tài “Lợi nhuận bất thường từ nhóm cổ phiếu rủi ro thấp”, nhóm chúng tôi tiếp cận thị trường và mô hình CAPM với một hướng đi khác, xây dựng danh mục dựa trên hệ số beta và nắm giữ để chứng minh hiệu suất sinh lợi bất thường từ nhóm cổ phiếu rủi ro thấp. Đồng thời, với nguồn dữ liệu lớn việc thị trường ngày càng phát triển cùng số lượng cổ phiếu niêm yết lên sàn ngày càng nhiều sẽ là một lợi thế để đảm bảo tính hiệu quả của mô hình giả thuyết “Lợi nhuận bất thường từ nhóm cổ phiếu rủi ro thấp”. Với việc đi ngược lại lý thuyết của mô hình CAPM, đề tài của nhóm sẽ là đề tài tiên phong tiếp cận khía cạnh này. Qua đó, nhóm chúng tôi mong muốn kiến nghị cho nhà đầu tư một phương pháp đầu tư an toàn và hiệu quả hơn.

### **1.3. Mục tiêu nghiên cứu**

Bài nghiên cứu này nhằm các mục tiêu:

Thứ nhất, đề tài tập trung làm rõ các giả thuyết về lợi nhuận đột biến ở các cổ phiếu rủi ro thấp.

Tiếp theo, đề tài sẽ xây dựng danh mục dựa trên giả thuyết đề ra và chạy hồi quy để kiểm chứng tính hiệu quả của giả thuyết.

Cuối cùng, dựa trên những kết quả định lượng, đề tài sẽ đề xuất ý tưởng cho các nhà đầu tư hay các công ty quỹ, công ty chứng khoán,... đầu tư ở thị trường Việt Nam.

### **1.4. Đối tượng nghiên cứu và phạm vi nghiên cứu**

#### **1.4.1. Đối tượng nghiên cứu**

Sự tương quan giữa biến động của giá cổ phiếu niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) và chỉ số VN-Index.

#### **1.4.2. Phạm vi nghiên cứu**

Phạm vi về không gian: Đề tài sử dụng số liệu về giá cổ phiếu niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE, chỉ số VN-index, lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn một năm cùng các dữ liệu cần thiết khác.

Phạm vi về thời gian: nghiên cứu tập trung trong khoảng thời gian từ 2009 đến 2018.

### **1.5. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu**

Đề tài sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng, dựa trên kỹ thuật hồi quy nhỏ nhất (OLS) nhằm ước lượng các hệ số hồi quy của mô hình hồi quy bội, qua đó đánh giá mức độ hiệu quả của danh mục được xây dựng theo giả thuyết so với mức biến động của thị trường chứng khoán.

Dữ liệu trong mô hình được lấy từ website [cafef.vn](http://cafef.vn) về giá cổ phiếu đã và chưa điều chỉnh của các công ty niêm yết trên sàn HOSE và chỉ số giá thị trường VNINDEX từ đầu năm 2009 đến hết năm 2017. Bên cạnh đó, nhóm cũng thu thập dữ liệu về số lượng cổ phiếu đang lưu hành



thống kê theo từng quý của các công ty niêm yết trên sàn HOSE từ năm 2009 đến cuối năm 2017 từ phần mềm FiinPro của Stockplus.

## **II. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VỀ RỦI RO, LỢI SUẤT KỲ VỌNG CỦA CỔ PHIẾU**

### **2.1. Khái niệm**

#### **2.1.1. Thị trường chứng khoán**

##### **2.1.1.1. Định nghĩa:**

Thị trường chứng khoán là một bộ phận thuộc thị trường vốn, hoạt động của thị trường nhằm huy động nguồn vốn tiết kiệm, nhân rộng trong xã hội tập trung thành nguồn vốn lớn cung cấp cho các doanh nghiệp, tổ chức kinh tế và nhà nước để phát triển sản xuất, thực hiện các dự án đầu tư và phát triển nền kinh tế. Thị trường chứng khoán là nơi diễn ra các hoạt động trao đổi, mua bán, chuyển nhượng các loại chứng khoán, qua đó thay đổi chủ thể nắm giữ chứng khoán.

Sản phẩm, hàng hóa được lưu hành trên thị trường chứng khoán là các loại chứng khoán. Theo Luật Chứng khoán 2016 định nghĩa, chứng khoán là bằng chứng xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với tài sản hoặc phần vốn của tổ chức phát hành. Chứng khoán được thể hiện dưới hình thức chứng chỉ, bút toán ghi sổ hoặc dữ liệu điện tử, bao gồm các loại là cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ; quyền mua cổ phần, chứng quyền, quyền chọn mua, quyền chọn bán, hợp đồng tương lai, nhóm chứng khoán hoặc chỉ số chứng khoán.

##### **2.1.1.2. Phân loại**

Thị trường chứng khoán có thể phân loại theo nhiều tiêu chí khác nhau.

##### **Xét theo phương diện pháp lý**

Thị trường chứng khoán tập trung: là thị trường hoạt động theo đúng các quy định của pháp luật, là nơi mua bán các loại chứng khoán đã được niêm yết, có cơ quan thẩm quyền đảm bảo.

Thị trường chứng khoán phi tập trung (OTC): Là thị trường mua bán chứng khoán nằm ngoài sở giao dịch, không có địa điểm tập trung giữa các nhà môi giới như tại Sở giao dịch. Các giao dịch ở đây chủ yếu là các giao dịch thỏa thuận giữa người mua và người bán, không có sự kiểm soát từ Hội đồng Chứng khoán.

Xét theo quá trình luân chuyển chứng khoán

Thị trường sơ cấp: hay còn gọi là thị trường phát hành, là nơi diễn ra các hoạt động mua bán chứng khoán mới phát hành lần đầu. Thị trường sơ cấp là nơi huy động vốn cho đơn vị phát hành.

Thị trường thứ cấp: hay còn gọi là thị trường lưu thông, là nơi diễn ra các hoạt động mua bán chứng khoán sau khi đã phát hành lần đầu. Nói cách khác, thị trường thứ cấp là nơi mua đi bán lại các loại chứng khoán đã được phát hành qua thị trường sơ cấp.

##### **Xét theo phương thức giao dịch**

Thị trường giao ngay: là thị trường mua bán chứng khoán theo giá tại thời điểm giao dịch nhưng việc thực hiện thanh toán và giao hàng có thể diễn ra sau đó một vài ngày theo quy định.

Thị trường giao sau: hay còn gọi là thị trường tương lai, là thị trường mua bán chứng khoán theo một loại hợp đồng định sẵn, giá cả được thỏa thuận trong ngày giao dịch, nhưng việc thanh toán và giao hàng xảy ra trong một thời gian định trước ở tương lai theo hợp đồng.

#### **2.1.2. Cổ phiếu**

Cổ phiếu là loại chứng khoán xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của người sở hữu đối với một phần vốn cổ phần của tổ chức phát hành (Luật Chứng khoán 2016). Cổ phiếu có thể hiểu đơn giản là một chứng chỉ do công ty cổ phần phát hành hoặc bút toán ghi sổ xác nhận quyền sở hữu một hoặc một số cổ phần của công ty đó. Người nắm giữ cổ phiếu trở thành cổ đông và đồng thời là chủ sở hữu của công ty phát hành.

### **2.2. Rủi ro và lợi nhuận của cổ phiếu**

#### **2.2.1. Rủi ro và hệ số Beta của cổ phiếu**

Trong kinh doanh, rủi ro được định nghĩa là sự khác biệt hoặc sai lệch tỷ suất lợi nhuận thực tế và tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng. Xét về mặt định tính, rủi ro tổng thể của một cổ phiếu (hay một công ty) bao gồm rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống:

Rủi ro phi hệ thống là những yếu tố tác động gắn liền với từng mã cổ phiếu riêng biệt, như là rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính có thể ảnh hưởng tới công ty phát hành cổ phiếu đó.

Rủi ro hệ thống là các yếu tố chung ảnh hưởng lên tất cả thị trường, tất cả các công ty và mã cổ phiếu đều bị tác động và chi phối bởi rủi ro này.

Dựa theo Lý thuyết danh mục đầu tư hiệu quả của Harry Markowitz, rủi ro phi hệ thống có thể được giảm thiểu và triệt tiêu bằng cách đa dạng hóa danh mục. Nguyên nhân của việc giảm thiểu rủi ro nhờ đa dạng hóa chính là sự tương quan giữa các cổ phiếu với nhau, khi tương quan giữa các cổ phiếu nhỏ thì mức độ giảm thiểu rủi ro nhờ đa dạng hóa càng lớn và ngược lại. Tuy nhiên, rủi ro tổng thể còn bao gồm cả rủi ro hệ thống, mà rủi ro hệ thống lại không thể được giảm thiểu nhờ đa dạng hóa danh mục cho nên cần có một thước đo rủi ro liên quan đến rủi ro hệ thống. Đó là lí do hệ số beta được sử dụng.

Hệ số Beta ( $\beta$ ) là hệ số đo lường mức độ rủi ro hệ thống của 1 cổ phiếu (hay 1 danh mục đầu tư), bằng cách so sánh mức độ biến động giá của cổ phiếu đó so với mức độ biến động chung của toàn thị trường. Hệ số Beta được đo lường bằng hiệp phương sai của lợi suất cổ phiếu và lợi suất thị trường chia cho phương sai của lợi suất thị trường.

Trên thế giới, điển hình là các thị trường chứng khoán đã phát triển như Mỹ, Nhật, Châu Âu, Trung Quốc,... việc nghiên cứu và phát triển phương pháp tính cũng như ứng dụng chỉ số beta vào việc phân tích và đầu tư trên thị trường chứng khoán là rất phổ biến. Việc phân tích kỹ lưỡng về mức độ rủi ro và tỷ suất sinh lời của các tài sản sẽ giúp nhà đầu tư xác định được một danh mục đầu tư phù hợp với khả năng chịu rủi ro của họ. Tuy nhiên, đây là thị trường chứng khoán đã hình thành và phát triển lâu đời nên dữ liệu lịch sử dài và ổn định về thời gian, số lượng công ty tham gia rất lớn và việc công bố các thông tin liên quan đến công ty được thực hiện một cách nghiêm túc và cập nhật. Trong điều kiện hiện tại của Việt Nam, chỉ số beta vẫn chưa thể phản ánh hoàn toàn và đánh giá chính xác nhất về một cổ phiếu. Danh mục thị trường dựa trên chỉ số VN-Index chưa đủ để phản ánh chính xác sự biến động của nền kinh tế, độ lớn dữ liệu lịch sử chưa nhiều nên không thể hồi quy beta một cách chính xác nhất và mức giá cổ phiếu bị nhiều yếu tố tác động chưa đánh giá đúng giá trị của doanh nghiệp nên hệ số beta không thể đánh giá đúng nhất rủi ro của doanh nghiệp. Dù gặp các hạn chế trên, song đây vẫn là một công cụ tham khảo hữu ích ở hiện tại cộng với việc thị trường chứng khoán Việt Nam đang ngày càng phát triển sẽ là cơ sở để hệ số beta ngày càng trở nên cần thiết và hữu dụng.

### **2.2.2. Mô hình CAPM về lợi suất kỳ vọng của cổ phiếu**

Trong tài chính, mô hình định giá tài sản vốn CAPM (Capital Asset Pricing Model), được giới thiệu vào khoảng năm 1960 bởi ba nhà kinh tế học là William Sharpe, John Lintner, Jack Treynor, là mô hình thể hiện mối quan hệ của rủi ro giữa rủi ro hệ thống và lợi suất kỳ vọng của tài sản, đặc biệt là cổ phiếu. Theo mô hình CAPM, lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu bằng lợi nhuận không rủi ro cộng với một khoản bù đắp rủi ro nhân với hệ số rủi ro hệ thống của chứng khoán đó (hệ số beta):

$$R_a = R_f + \beta_a \cdot (R_m - R_f)$$

Trong đó:

R<sub>a</sub>: lợi suất kỳ vọng của cổ phiếu

R<sub>f</sub>: lợi suất phi rủi ro

R<sub>m</sub>: lợi suất thị trường

$\beta_a$ : hệ số rủi ro của cổ phiếu

Mô hình CAPM với khả năng thực tiễn cao, là một thước đo hiệu quả để đo lường rủi ro hệ thống của một cổ phiếu hoặc danh mục dưới các tác động chung của thị trường. Do đó, việc nghiên cứu, kiểm tra và áp dụng mô hình này vào thực tế trên thị trường là vô cùng quan trọng, giúp tạo ra danh mục cùng chiến lược đầu tư hiệu quả.

Shweta Bajpai và Anil K. Sharma (2015) đã kiểm tra mô hình CAPM tại thị trường Ấn Độ trong khoảng thời gian 10 năm từ 2004 – 2013. Kết quả thực nghiệm cho thấy mô hình CAPM có ý nghĩa đáng kể khi sử dụng trên thị trường Ấn Độ. Kết quả tương tự khi mô hình CAPM được kiểm tra tại thị trường Ý qua bài nghiên cứu của Emanuele Canegrati (2008). Josipa Dzaja



và Zdravka Aljinovic (2013) kiểm tra mô hình CAPM lên các thị trường mới nổi Trung và Nam Âu (gồm Croatia, Hungary, Serbia,...) kết luận rằng mô hình không phù hợp và không có ý nghĩa để ứng dụng trong các thị trường này.

Mô hình CAPM được sử dụng dựa trên nhiều giả định quan trọng như nhà đầu tư là người nhận giá và không thể tác động lên giá; tất cả các thông tin sẵn có đồng thời cho tất cả các nhà đầu tư; không có chi phí giao dịch và thuế; nhà đầu tư có thể vay và vay không giới hạn với lãi suất phi rủi ro,... Do đó, việc áp dụng mô hình để tính lợi suất của cổ phiếu vào các thị trường mới và mới nổi còn đang phát triển như Việt Nam còn nhiều hạn chế nhất định. Hệ số beta như đã được nhắc đến ở trên vẫn chưa là một thước đo thật sự chính xác cho rủi ro hệ thống của cổ phiếu do cần một bộ dữ liệu đủ lớn. Vậy nên, việc tính toán lợi suất từ mô hình cũng không thể đạt độ chính xác cao được. Quan trọng nhất theo giả định của mô hình CAPM thì thị trường chứng khoán phải là thị trường hiệu quả, tức là khi đó nhà đầu tư có được thông tin ngang bằng nhau, không có thông tin nội bộ cũng như các hành vi thao túng giá, thị trường Việt Nam vẫn còn đang trong giai đoạn phát triển nên các hành vi thao túng, đầu cơ cũng như thiếu minh bạch trong công bố thông tin xuất hiện khá nhiều dẫn đến sự thiếu chính xác của mô hình.

### **2.3. Các lý thuyết liên quan về thị trường hiệu quả và các hiện tượng bất thường**

#### **2.3.1. Lý thuyết thị trường hiệu quả**

Lý thuyết thị trường hiệu quả (Efficient market hypothesis - EMH) là lý thuyết được đưa ra bởi Eugene Farma (1970), ông cho rằng: “Thị trường mà tại đó giá luôn phản ánh những thông tin sẵn có, được gọi là thị trường hiệu quả”. Theo lý thuyết này, cổ phiếu luôn được giao dịch ở mức giá hợp lý của nó, nhà đầu tư không thể có bất cứ cơ hội đầu cơ nào để đạt được mức lợi suất bất thường. Nhà đầu tư không thể đánh bại được thị trường bằng bất kỳ hình thức phân tích nào, cơ bản hay kỹ thuật, lợi nhuận cao hơn chỉ có thể đạt được bằng cách đầu tư vào các cổ phiếu rủi ro cao. Lý thuyết thị trường hiệu quả chia thị trường thành 3 loại:

Thị trường hiệu quả dạng yếu: giá cổ phiếu đã phản ánh toàn bộ thông tin, dữ liệu giao dịch trong quá khứ (giá, khối lượng giao dịch). Nhà đầu tư không thể thắng thị trường dựa trên các dữ liệu quá khứ.

Thị trường hiệu quả dạng vừa: giá cổ phiếu đã phản ánh toàn bộ thông tin từ quá khứ, mọi công bố thông tin mới cũng ngay lập tức phản ánh ngay vào giá cổ phiếu.

Thị trường hiệu quả dạng mạnh: giá cổ phiếu phản ánh tất cả thông tin liên quan, kể cả thông tin nội gián, không có bất kỳ phân tích nào có thể đem lại lợi suất bất thường.

Dù gây ra nhiều tranh cãi nhưng cũng có rất nhiều nghiên cứu kiểm nghiệm thị trường hiệu quả lên các thị trường trên thế giới để tìm ra chiến lược đầu tư phù hợp. Colbrin A.Wright (2007) trong bài nghiên cứu của mình cho rằng thị trường chứng khoán Mỹ chắc chắn hiệu quả dạng yếu nhưng không hiệu quả dạng vừa. Darvishev (2015) đã kiểm tra lý thuyết thị trường hiệu quả với thị trường cổ phiếu Hàn Quốc từ 2000 – 2015 và đề xuất các chiến lược đầu tư với thị trường. Kalsie et al. (2015) nghiên cứu lý thuyết thị trường hiệu quả của thị trường Ấn Độ với kết quả thị trường Ấn Độ không hiệu quả ở dạng yếu.

Khoa Cuong Phan (2014) đã nghiên cứu về thị trường hiệu quả ở các thị trường cổ phiếu mới, cụ thể là Việt Nam trong giai đoạn 2000-2013 kết luận là thị trường Việt Nam không hiệu quả ở dạng yếu. Tuy nhiên nếu kiểm nghiệm ở giai đoạn 2009-2013, kết quả cho thấy đã có những bằng chứng về tính chất của thị trường hiệu quả trong giai đoạn này. Phan Thị Thanh Phương (2017) nghiên cứu về lý thuyết thị trường hiệu quả trên chỉ số VN-Index cùng một số cổ phiếu trong giai đoạn 2010 – 2016 cũng cho rằng thị trường Việt Nam không hiệu quả dạng yếu. Có thể thấy, thị trường cổ phiếu Việt Nam còn chưa hiệu quả cũng chính là nguyên nhân dẫn đến việc xuất hiện các cơ hội đầu cơ, xuất hiện lợi suất bất thường trên thị trường.

#### **2.3.2. Hiện tượng lợi suất bất thường**

Những hiện tượng bất thường là những kết quả thực nghiệm không nhất quán, đồng nhất giống với các lý thuyết, mô hình định giá tài sản. Chúng chỉ ra sự không hiệu quả của thị trường, tạo ra những cơ hội đầu cơ, tìm kiếm lợi nhuận bất thường và thể hiện sự bất cập, thiếu chính xác của các mô hình định giá tài sản cơ bản. Do đó, các hiện tượng bất thường chỉ có thể xác định

thông qua các mô hình lý thuyết liên quan về lợi nhuận kì vọng thông thường. Trong các nghiên cứu của Fama (1970), cũng đã ghi nhận điều này và chỉ ra rằng việc kiểm tra thị trường hiệu quả cũng đồng nghĩa với việc kiểm tra giả thuyết về mô hình lợi nhuận kì vọng. Khi đó, nếu có bất cứ kết luận nào chỉ ra rằng thị trường đang không hiệu quả, nó cũng có thể đồng thời là bằng chứng cho thấy mô hình định giá tài sản cơ bản chưa chính xác hoặc chưa đầy đủ để phản ánh đúng lợi nhuận kì vọng của tài sản.

Trên thực tế đã có rất nhiều nghiên cứu chỉ ra những hiện tượng bất thường trong mô hình định giá tài sản, mà cụ thể ở đây là mô hình định giá CAPM. Những hiệu ứng phổ biến gây ra các hiện tượng bất thường có thể kể đến là hiệu ứng quy mô (size effect), turn-of-the-year effect, hiệu ứng giá trị (value effect), hiệu ứng cuối tuần (weekend effect), hiệu ứng quán tính (momentum effect),...

Nghiên cứu của Banz và Reinganum (1981) về hiệu ứng quy mô thấy rằng các công ty vốn hóa nhỏ trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York (NYSE) thu được lợi nhuận trung bình cao hơn dự đoán của mô hình định giá tài sản vốn CAPM của Sharp-Lintner.

Nghiên cứu về hiệu ứng giá trị, Basu (1977, 1983) kết luận rằng các công ty có tỉ lệ thu nhập trên giá cao (E/P) có thể có một lợi suất bất thường dương so với tính toán của mô hình CAPM. Các nghiên cứu tương tự cũng chỉ ra công ty có tỉ lệ chi trả cổ tức cao hoặc tỉ lệ giá trị sổ sách trên giá trị thị trường cao cũng sẽ xuất hiện lợi suất bất thường.

### **2.3.2.1. Hiện tượng bất thường ở nhóm cổ phiếu rủi ro thấp**

Hiện tượng bất thường ở nhóm rủi ro thấp là một loại hiện tượng bất thường khác, đây cũng là lý thuyết cơ sở cho mục tiêu nghiên cứu của nhóm.

Một trong các nghiên cứu đầu tiên về hiện tượng này qua mối quan hệ nghịch của rủi ro và lợi suất được trình bày trong nghiên cứu của Haugen and Heins (1975). Kết quả của nghiên cứu này đã được xác nhận và kiểm nghiệm thông qua nhiều bài nghiên cứu khác như Jagannathan và Ma (2003) tìm thấy lợi nhuận cao và rủi ro thấp cho danh mục biến động tối thiểu ở Mỹ, Blitz và van Vliet (2007) sau khi kiểm soát các hiệu ứng giá trị và quán tính đã cho ra bằng chứng về mức chênh lệch lợi suất giữa danh mục nhóm biến động ít và biến động nhiều lên đến 12% trong thời gian nghiên cứu.

Nghiên cứu của Baker, Bradley và Wurgler (2011) cho rằng trái ngược với các lý thuyết tài chính, cổ phiếu rủi ro, biến động lớn (Beta lớn) từ lâu đã thường không đem lại lợi nhuận bằng với các cổ phiếu rủi ro, biến động thấp (Beta nhỏ). Các tác giả sử dụng dữ liệu cổ phiếu trên thị trường Mỹ từ 1968 đến 2008, chia các cổ phiếu này thành năm nhóm khác nhau theo beta và nhận thấy nhóm có beta, rủi ro thấp đem lại mức lợi suất cao nhất trong khoảng thời gian trên. Nghiên cứu về nguyên nhân của hiện tượng bất thường này, Baker dựa trên lý thuyết về tài chính hành vi giải thích nhà đầu tư cho rằng cổ phiếu ít biến động là một món hời theo thời gian, bởi vì các nhà đầu tư thông thường sẽ bỏ qua các cổ phiếu này một cách vô lí. Các nhà đầu tư thường chọn các cổ phiếu có biên độ giá lớn hơn, đầu tư ăn may theo kiểu xổ số. Sự tự tin thái quá đóng một vai trò quan trọng ở đây. Nhìn chung, các nhà đầu tư đều đánh giá sai khả năng của bản thân trong việc dự đoán thời điểm mà giá cổ phiếu đạt đỉnh hoặc chạm đáy, khiến cho cổ phiếu nhiều rủi ro được đánh giá tốt hơn so với thực tế. Nhiều nhà quản lý đầu tư chuyên nghiệp được trả thù lao dựa vào kết quả đầu tư ngắn hạn và khả năng thu hút các nhà đầu tư mới. Điều này chính là động lực khiến họ chọn các cổ phiếu rủi ro thay vì các cổ phiếu ít biến động, đặc biệt trong giai đoạn thị trường tăng trưởng nhanh. Những điều này khiến lợi nhuận trong tương lai của các khoản đầu tư rủi ro sẽ thấp hơn so với việc chọn cổ phiếu an toàn. Do đó, các cổ phiếu an toàn có xu hướng vượt trội qua thời gian.

Nhóm nghiên cứu dựa vào phương pháp trong bài nghiên cứu của Baker, Bradley, Wurgler ở trên để áp dụng vào việc nghiên cứu, kiểm tra lợi nhuận bất thường trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

### **2.3.2.2. Hiệu ứng ngày trong tuần ảnh hưởng lên giá cổ phiếu**

Thực nghiệm và nghiên cứu đã cho thấy lợi suất cổ phiếu thường có khuynh hướng cao hơn (hoặc thấp hơn) vào một hoặc một vài ngày nào đó trong tuần và đồng thời có khuynh hướng

biến động nhiều hơn (hoặc ít hơn) cũng vào một số ngày nhất định nào đó. Hiện tượng này là hiệu ứng ngày trong tuần (day-of-week effect). Được biết đến nhiều nhất về hiệu ứng ngày trong tuần là hiệu ứng ngày thứ hai (Monday effect). Hiệu ứng này chỉ ra rằng lợi suất trung bình ngày thứ hai trên thị trường chứng khoán thường thấp hơn lợi suất các ngày khác trong tuần và tính trung bình là mang số âm. Hiệu ứng ngày thứ hai là một dạng của tình trạng thị trường không hiệu quả khi mà lợi suất ngày thứ hai bị ảnh hưởng bởi lợi suất của ngày thứ sáu tuần trước đó. Hiệu ứng này được nghiên cứu nhiều trong những năm 1980 trong các nghiên cứu của Cross (1973), French (1980), Gibbons và Hess (1981).

Ngoài hiệu ứng ngày thứ hai, còn có nhiều nghiên cứu khác chỉ ra những ngày khác trong tuần có sự biến động lớn về giá cổ phiếu. Hakan Berument và Halil Kiyimaz (2001) nghiên cứu về sự tác động của hiệu ứng ngày trong tuần lên thị trường cổ phiếu với dữ liệu là chỉ số S&P 500 trong giai đoạn 1973 – 1997, kết luận rằng ngày có lợi suất cao nhất là ngày thứ tư và ngày có biến động nhiều nhất là ngày thứ sáu. Bài nghiên cứu của Alejandro Rodríguez Caro (2006) về hiệu ứng ngày trong tuần ở thị trường cổ phiếu châu Âu đưa ra kết luận hiệu ứng ngày trong tuần ảnh hưởng hầu hết các thị trường ở châu Âu, cụ thể như ngày biến động nhất ở Đức là thứ ba trong khi giá biến động nhất ở Anh và Bồ Đào Nha là vào ngày thứ hai.

Hiệu ứng ngày trong tuần là một loại hiện tượng bất thường do sự không hiệu quả của thị trường tạo nên. Hiệu ứng này tạo ra những lợi suất khác thường vào một số ngày cụ thể trong tuần. Quay lại nội dung nghiên cứu của nhóm, đó là sử dụng dữ liệu tuần để kiểm tra lợi suất bất thường xảy ra. Dựa vào các nghiên cứu trên, để hạn chế sự xuất hiện các hiện tượng và lợi suất bất thường, nhóm nghiên cứu chọn ngày thứ năm là đại diện trong tuần và sử dụng giá điều chỉnh ngày thứ năm làm dữ liệu.

### **III. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU VÀ THU THẬP DỮ LIỆU**

#### **3.1. Giả thuyết và mô hình nghiên cứu**

##### **3.1.1. Giả thuyết nghiên cứu**

Các nghiên cứu trước về lợi nhuận bất thường từ nhóm cổ phiếu rủi ro thấp trên thị trường thế giới đều dùng mô hình CAPM để dự đoán chỉ số Beta đại diện cho rủi ro của từng mã. Những bài nghiên cứu này cũng sử dụng mô hình hồi quy một biến để ước tính mức lợi suất thu được cao hơn so với thị trường. Bên cạnh đó, Dr. Benjamin R. Auer (2015), Adam Zaremba (2015) chứng minh rằng hiện tượng này xảy ra trên toàn thế giới. Như đã đề cập ở trên phần cơ sở lý thuyết, thị trường Việt Nam đã được chứng minh trong một số nghiên cứu của Khoa Cuong Phan (2014) và Phan Thị Thanh Phương (2017) là thị trường không hiệu quả dạng yếu.

Trong bài nghiên cứu này, biên phụ thuộc là lợi suất của danh mục đầu tư theo tuần. Danh mục đầu tư được xây dựng theo chiến lược bán những cổ phiếu rủi ro cao và nắm giữ những cổ phiếu có rủi ro thấp. Rủi ro của các cổ phiếu so với thị trường được tính dựa vào chỉ số beta ước tính được sau khi chạy hồi quy 52 vòng lặp (tương ứng với 52 tuần trong một năm) Ở mỗi tuần, beta được sắp xếp theo thứ tự tăng dần từ một đến ba. Những cổ phiếu có beta thuộc nhóm một được xem là những cổ phiếu có rủi ro thấp và tương tự, những cổ phiếu có beta thuộc nhóm ba được xem là những cổ phiếu có rủi ro cao. Lợi suất của danh mục đầu tư được tính dựa trên lợi suất của các cổ phiếu trong nhóm rủi ro thấp trừ đi lợi suất của các cổ phiếu trong nhóm rủi ro cao trong tuần với trọng số là giá trị vốn hóa trên thị trường của từng công ty. Từ cơ sở lý thuyết trên, nhóm đưa ra giả thuyết về lợi suất bất thường ở nhóm cổ phiếu rủi ro thấp:

Giả thuyết H1: Danh mục đầu tư theo chiến lược nắm giữ các cổ phiếu rủi ro thấp sẽ thu được lợi suất cao hơn lợi suất kỳ vọng theo mô hình CAPM.

##### **3.1.2. Mô hình nghiên cứu**

Dựa vào các lập luận trên, ta có hai phương trình hồi quy như sau:

$$R_{low} - R_f = \beta_1 \cdot (R_m - R_f) + \alpha_1 \quad (1)$$

$$R_{high} - R_f = \beta_2 \cdot (R_m - R_f) + \alpha_2 \quad (2)$$

Trong đó  $R_{low}$  là lợi suất của danh mục gồm các cổ phiếu rủi ro thấp và  $R_{high}$  là lợi suất của danh mục gồm các cổ phiếu rủi ro cao.

Mô hình hồi quy cuối cùng được rút ra bằng cách lấy phương trình (1) trừ đi phương trình (2):

$$R_{\text{portfolio}} = (\beta_1 - \beta_2) * (R_m - R_f) + \alpha_1 - \alpha_2$$

Đặt  $\beta = \beta_1 - \beta_2$ ,  $\alpha = \alpha_1 - \alpha_2$  ta được phương trình hồi quy cuối cùng:

$$R_{\text{portfolio}} = \beta * (R_m - R_f) + \alpha$$

Trong đó  $\beta$  là các hệ số,  $\alpha$  là hệ số tự do.

### **3.1.2.1. Biến phụ thuộc**

#### **a) Lợi suất đầu tư**

Lợi suất đầu tư là phần trăm chênh lệch giữa giá bán cổ phiếu và thu nhập từ việc đầu tư cổ phiếu so với số vốn đầu tư ban đầu sau một khoảng thời gian nhất định.

Lợi suất đầu tư chứng khoán gồm hai thành phần: lãi định kỳ và lãi vốn. Lãi định kỳ đến từ cổ tức hoặc trái tức, lãi vốn là chênh lệch giữa giá bán và giá mua.

Tuy nhiên, do việc thu thập dữ liệu và cổ tức, trái tức khá khó khăn, nên để tính lợi suất đầu tư của trái phiếu, giá đóng cửa đã điều chỉnh sẽ được sử dụng.

Trong bài nghiên cứu này, lợi suất đầu tư được tính theo tuần, giá đại diện mỗi tuần là giá đóng cửa đã điều chỉnh vào ngày thứ năm.

Lợi suất tuần thứ  $t$  được tính như sau:

**Trong đó:**

R: lợi suất đầu tư

Pt: giá đóng cửa điều chỉnh ngày thứ 5 tuần  $t$

Pt-1: là giá đóng cửa điều chỉnh ngày thứ 5 tuần  $t-1$

#### **b) Lợi suất đầu tư của danh mục**

Lợi suất đầu tư của danh mục là bình quân lợi suất đầu tư của từng cổ phiếu trong danh mục với giá trị vốn hóa thị trường của công ty là trọng số. Trong bài nghiên cứu này, lợi suất đầu tư của danh mục được tính theo tuần bằng cách lấy lợi suất theo tuần của danh mục chứa những cổ phiếu rủi ro thấp trừ đi lợi suất theo tuần của danh mục chứa những cổ phiếu rủi ro cao với giá đại diện mỗi tuần là giá đóng cửa điều chỉnh vào ngày thứ năm.

#### **c) Lợi suất bất thường**

Lợi suất bất thường của danh mục theo chiến lược nắm giữ các cổ phiếu rủi ro thấp là phần chênh lệch giữa lợi suất thực tế và lợi suất kỳ vọng. Trong bài nghiên cứu này, lợi suất kỳ vọng được tính dựa vào mô hình CAPM.

### **3.1.2.2. Giải thích biến độc lập**

#### **a) Lợi suất chỉ số giá thị trường**

Chỉ số giá thị trường VN-Index là tổng hợp giá cổ phiếu của tất cả các công ty đang niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).

Lợi suất chỉ số giá thị trường là phần trăm chênh lệch giữa chỉ số giá thị trường trong một khoảng thời gian nhất định. Trong bài nghiên cứu này, lợi suất chỉ số giá thị trường được tính theo tuần, với đại diện là chỉ số giá thị trường vào các ngày thứ 5 trong tuần.

## **3.2. Dữ liệu nghiên cứu**

### **3.2.1. Nguồn dữ liệu**

Nguồn dữ liệu được sử dụng trong bài nghiên cứu là giá cổ phiếu của toàn bộ công ty niêm yết trên sàn HOSE đã và chưa điều chỉnh từ đầu năm 2009 đến ngày 13 tháng 03 năm 2018, chỉ số thị trường VN-Index trong cùng thời gian, và số lượng cổ phiếu thường đang lưu hành tại thị trường Việt Nam của các công ty niêm yết trên sàn HOSE thống kê theo quý tính từ đầu năm 2009 đến cuối năm 2017.

Những dữ liệu trên được lấy từ website cafe.vn và phần mềm FiinPro được cung cấp bởi Stockplus.

### **3.2.2. Cách thức thu thập dữ liệu**

Để kiểm tra lợi suất bất thường của danh mục đầu tư đã xây dựng, nhóm nghiên cứu sử dụng phần mềm Stata 13.0 để chạy hồi quy dữ liệu và tiến hành kiểm định ý nghĩa thống kê của mô hình. Bài nghiên cứu được thực hiện trên sàn HOSE.

Quy trình cụ thể thu thập số liệu cho bài nghiên cứu như sau:



Đầu tiên, nhóm thu thập số liệu về giá cổ phiếu đã và chưa điều chỉnh của các công ty niêm yết trên sàn HOSE và chỉ số giá thị trường VN-Index từ đầu năm 2009 đến hết năm 2017 từ website cafe.vn. Sau đó nhóm thu thập dữ liệu về số lượng cổ phiếu đang lưu hành thống kê theo từng quý của các công ty niêm yết trên sàn HOSE từ năm 2009 đến cuối năm 2017 từ phần mềm FiinPro của Stockplus.

### 3.2.3. Phương pháp phân tích dữ liệu

Mô hình hồi quy của bài nghiên cứu như đã trình bày gồm có biến phụ thuộc là lợi suất theo tuần của danh mục đầu tư theo chiến lược bán những cổ phiếu thuộc nhóm rủi ro cao và nắm giữ những cổ phiếu thuộc nhóm rủi ro thấp trên sàn HOSE. Biến độc lập trong mô hình là lợi suất theo tuần của chỉ số thị trường VN-Index

Trước hết, nhóm sử dụng phương pháp hồi quy vòng lặp với số vòng lặp là 52 để ước tính beta của từng mã cổ phiếu. Sau đó, ở mỗi tuần, nhóm tiến hành chia beta theo thứ tự từ cao đến thấp theo ba nhóm từ một đến ba để xây dựng danh mục đầu tư. Cuối cùng, nhóm chạy hồi quy mô hình theo phương pháp OLS để ước tính lợi suất bất thường.

## IV. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Để kiểm tra sự tồn tại của hiện tượng lợi suất bất thường ở danh mục xây dựng theo chiến lược nắm giữ cổ phiếu rủi ro thấp, bán những cổ phiếu rủi ro cao, nhân tố đo lường lợi suất danh mục được điều chỉnh loại trừ xu hướng thị trường và lấy mẫu vào các ngày thứ năm hằng tuần.

### 4.1. Thống kê mô tả

Trong 75356 mẫu quan sát lợi suất thị trường (returnmar), mức lợi suất trung bình đạt 0.2860033%, giá trị lớn nhất và nhỏ nhất lần lượt là -13.8368% và 13.21608%. So sánh giữa lợi suất thị trường và lợi suất từng cổ phiếu hằng tuần, có thể thấy rằng lợi suất thị trường có sự biến động thấp hơn. Điều này có thể được lý giải bởi từng cổ phiếu riêng lẻ không chỉ chịu rủi ro chung của toàn hệ thống mà còn chịu cả rủi ro từ ngành và rủi ro của chính công ty. Sau khi đã tính xong lợi suất theo tuần của từng cổ phiếu và thị trường, nhóm nghiên cứu tiến hành chạy hồi quy vòng lặp để ước tính Beta (beta) đại diện cho rủi ro của từng cổ phiếu. Những beta có giá trị dưới 0 sẽ bị loại bỏ vì theo các giả thiết trước đây, beta nhỏ nhất bằng 0, đồng nghĩa với việc danh mục đầu tư là phi rủi ro. Beta sau khi đã được loại bỏ các giá trị nhỏ hơn 0 có giá trị trung bình là 0.8604871, nằm trong khoảng từ 0.19045 đến 1.663583 và độ lệch chuẩn là 0.3635983. Kế đến, nhóm nghiên cứu sắp xếp beta theo ba nhóm để tạo thành hai danh mục bao gồm những cổ phiếu rủi ro thấp và rủi ro cao. Từ năm 2009 đến 2017, theo cách trên, nhóm xây dựng được 412 biến (portfolio) đại diện cho 412 danh mục theo từng tuần với lợi suất giao động từ -14.8557% đến 10.58777%, giá trị trung bình 0.2987579%, cao hơn mức trung bình của thị trường, cho cảm quan tốt về lợi suất danh mục đầu tư. Bên cạnh đó, giá trị lớn nhất và nhỏ nhất của lợi suất thị trường nằm trong khoảng dao động nhỏ hơn nhiều so với giá trị này của danh mục đầu tư.

**Bảng 4.1: Thống kê mô tả**

Tên biến	Số mẫu	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
return	75356	0.4285623	6.235274	-30.3155	39.92869
returnmar	75356	0.2860033	2.951413	-13.8368	13.21608
beta	67822	0.8604871	0.3635983	0.19045	1.663583

### 4.2 Kết quả hồi quy

Bảng dưới trình bày kết quả hồi quy theo phương pháp OLS giữa lợi nhuận bất thường theo tuần của danh mục và phần bù rủi ro thị trường. Kết quả được kiểm định về kỹ thuật, đưa ra kết luận có ý nghĩa thống kê và thống nhất với thực tế thị trường.

**Bảng 4.2: Kết quả hồi quy giữa lợi nhuận danh mục và phần bù rủi ro thị trường**

VARIABLES	Model
rmf	-0.529***

	(0.0418)
Constant	0.371***
	(0.130)
Observations	412
R-squared	0.281

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Nguồn: Nhóm tác giả tính toán giữa trên kết quả thu thập

Rmf: Phần bù rủi ro thị trường hằng tuần, được tính bằng lợi nhuận thị trường (VNIndex) trừ đi lãi suất trái phiếu chính phủ

Constant: Hệ số chặn không giải thích được bằng phần bù rủi ro thị trường, thể hiện lợi suất bất thường của danh mục

Kết quả cho thấy mô hình có hệ số R2 ở mức 28.1% và P <0.01. Điều này cho thấy sự hợp lý về mặt thống kê của mô hình.

#### 4.3 Biến *rmf*

Hệ số của biến này mang dấu âm, cho thấy quan hệ nghịch biến giữa lợi nhuận của danh mục so với phần bù rủi ro thị trường. Điều này có thể được lý giải bởi chiến lược đi ngược lại với lại thị trường cũng như lý thuyết về mối quan hệ giữa rủi ro và lợi suất.

#### 4.4 Constant

Hệ số tự do constant (alpha) là đại lượng không thể giải thích bằng mô hình trên. Với kết quả hệ tự do mang dấu dương, cho thấy sự tồn tại của hiện tượng lợi suất bất thường trên sàn HOSE. Sau khi chạy hồi quy OLS, alpha được ước tính có giá trị 0.371, điều đó có nghĩa là, nếu đầu tư theo chiến lược nắm giữ các cổ phiếu rủi ro thấp, bán các cổ phiếu rủi ro cao thì lợi suất trung bình mỗi tuần cao hơn lợi suất kỳ vọng được ước tính theo mô hình CAPM là 0.371%. Nếu giả sử lợi suất bất thường của mỗi tuần là như nhau thì theo chiến lược, nhà đầu tư có thể thu được lợi suất cao hơn lợi suất kỳ vọng 19.292%.

### V. KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ

#### 5.1 Kết luận về vấn đề nghiên cứu

Bài nghiên cứu được thực hiện nhằm kiểm định giả thuyết tồn tại hiện tượng lợi suất bất thường của các mã cổ phiếu có rủi ro thấp trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2009 đến năm 2017. Với mục tiêu nghiên cứu trên, đề tài đạt được một số kết quả nhất định:

#### **Thứ nhất, đề tài đã trình bày cơ sở lý thuyết về thị trường hiệu quả.**

Thứ hai, trên cơ sở những nghiên cứu ngoài nước đã được thực hiện trong quá khứ và các lý thuyết kinh tế, đề tài đưa ra mô hình nghiên cứu được xây dựng dựa trên mối tương quan giữa lợi suất và rủi ro ở những cổ phiếu có rủi ro thấp. Nguồn dữ liệu được thu thập từ sự biến động giá của các mã cổ phiếu.

Thứ ba, mô hình được xây dựng dựa trên phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất OLS (Ordinary Least Square) và mô hình định giá tài sản vốn CAPM (Capital Asset Pricing Model) để đưa ra kết luận về tồn tại lợi suất bất thường trên những mã chứng khoán mang rủi ro thấp.

#### 5.2 Kiến nghị cho các bên liên quan

Từ kết quả của bài nghiên cứu, chúng ta có thể quan sát được sự tồn tại lợi suất bất thường ở những mã cổ phiếu có rủi ro thấp. Điều này cũng chứng minh rằng trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay xuất hiện sự bất cân xứng về mặt thông tin giữa các nhà đầu tư. Một số các nhà đầu tư mang danh mục với ít rủi ro hơn nhưng vẫn nhận được phần lợi suất tương ứng với phần còn lại của thị trường.

Trong phạm vi ảnh hưởng của bài nghiên cứu này và bối cảnh thực tế của thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay đang trên đà phát triển, nhóm tác giả đưa ra những kiến nghị cho các bên liên quan và trực tiếp chịu ảnh hưởng về việc đưa ra những chính sách điều chỉnh cũng như tìm ra được những chiến lược đầu tư mang lại lợi nhuận cao với rủi ro thấp.

Thị trường chứng khoán Việt Nam là một thị trường non trẻ với lịch sử hình thành ngắn ngủi nên vẫn còn tồn tại những yếu điểm dẫn đến sự không hiệu quả của thị trường. Ngoài ra, phần lớn các nhà đầu tư trong nước vẫn còn thiếu kinh nghiệm. Do đó, hiện tượng lợi suất bất thường trên cổ phiếu với rủi ro thấp sẽ được quan sát và tận dụng bởi các nhà đầu tư chiến lược.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Luật Chứng khoán 2006
- [2] Lý thuyết danh mục hiệu quả của Harry Markowitz
- [3] Sharpe, William F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance*, 19 (3), 425–442.
- [4] Shweta Bajpai và Anil K. Sharma (2015). An Empirical Testing of Capital Asset Pricing Model in India, *Social and Behavioral Sciences* 189
- [5] Emanuele Canegrati (2008). Testing the CAPM: Evidences from Italian Equity Markets
- [6] Josipa Dzaja và Zdravka Aljinovic (2013). Testing CAPM model on the emerging markets of the Central and Southeastern Europe, *Croatian Operational Research Review (CRORR)*, Vol. 4, 2013
- [7] Fama, Eugene (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". *Journal of Finance*. 25 (2): 383–417.
- [8] Anjala Kalsie (2015). An empirical study on efficient market hypothesis of Indian capital market, *Journal of Management Research and Analysis*, April - June 2015;2(2):108-114
- [9] Nurbek Darvishev (2015). Efficient Market Hypothesis in KOSPI Stock Market: Developing an Investment Strategy
- [10] Khoa Cuong Phan (2014). Market efficiency in emerging stock markets: A case study of the Vietnamese stock market, *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*
- [11] Keneth R.French (1980). Stock return and the weekend effect, *Journal of Financial Economics* Volume 8 Issue March 1980
- [12] Alejandro Rodríguez Caro (2006). Day of the Week Effect on European Stock Markets, *International Research Journal of Finance and Economics* · January 2006
- [14] David Blitz, Juan Pang and Pim van Vliet (2012). The Volatility Effect in Emerging Markets
- [15] Malcolm Baker, Brendan Bradley, and Ryan Taliaferro (2014). The Low-Risk Anomaly: A Decomposition into Micro and Macro Effects, *Financial Analysts Journal* Mar/Apr 2014
- [16] Malcolm Baker, Brendan Bradley, and Jeffrey Wurgler (2011). Benchmarks as Limits to Arbitrage: Understanding the Low-Volatility Anomaly, *Financial Analysts Journal* Jan/Feb 2011



# KIỂM ĐỊNH THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ DẠNG BÁN MẠNH TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM THÔNG QUA SỰ KIẾN MUA LẠI CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN SÀN HOSE

SV: Đào Thị Thanh Huyền, Trần Thị Linh, Ngô Thị Phương Thùy,  
Nguyễn Hồng Thủy Triều, Ngô Thị Lê Vi  
Trường Đại học Ngoại thương Cơ sở II  
GVHD: TS. Nguyễn Thị Thu Hằng

## TÓM TẮT

*Bài viết này xem xét tính hiệu quả dạng bán mạnh của thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua sự kiện mua lại cổ phiếu với mẫu là toàn bộ chứng khoán được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh từ 2008 đến tháng 11 năm 2017. Mở đầu là phần trình bày tổng quan về lý thuyết thị trường hiệu quả và đi sâu vào phân tích các cách kiểm định cũng như kết quả của thực nghiệm lý thuyết thị trường hiệu quả dạng bán mạnh. Sau đó, bài nghiên cứu nêu ra những nét chính của hoạt động mua lại như động cơ, phương pháp và tác động của việc mua lại. Bên cạnh đó, nhóm cũng tìm kiếm và tổng hợp kết quả của các bài nghiên cứu trước đây liên quan đến kiểm định lý thuyết thị trường hiệu quả và thông báo mua lại ở các thị trường trên Thế giới làm tiền đề xây dựng phương pháp và mô hình, dữ liệu để so sánh kết quả của bài nghiên cứu.*

*Từ khóa:* Thị trường hiệu quả dạng bán mạnh, mua lại cổ phiếu, lợi suất bất thường.

### 1. Tổng quan nghiên cứu

Việc nghiên cứu và kiểm định Lý thuyết Thị trường Hiệu quả là một đề tài nghiên cứu rộng lớn và được quan tâm kể từ nghiên cứu nền tảng của Eugene F. Fama (1970). Cùng với sự phát triển của kinh tế nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng, trên thế giới đã có rất nhiều bài nghiên cứu thực nghiệm về tính hiệu quả của thị trường và cụ thể là dạng bán mạnh, điển hình như Ormos, Mihaley (2002); Vandana, Gupta (2003); Charles O. Manasseh và cộng sự (2016) đều kết luận không xuất hiện lợi suất bất thường tích lũy xung quanh ngày công bố thông tin đồng nghĩa thị trường Hungary, Ấn Độ và Nigeria đạt hiệu quả dạng bán mạnh.

Trong việc nghiên cứu biến động của giá cổ phiếu đối với sự kiện công bố thông tin mua lại Takashi Hatakeda & Nobuyuki Isagawa (2004) chỉ ra rằng giá cổ phiếu của cả hai nhóm công ty (1) thông báo và thực sự mua lại cổ phiếu (execution group) và (2) nhóm thông báo mua lại nhưng không chắc chắn sẽ mua cổ phiếu (non-execution group) đều có phản ứng tích cực sau khi công ty thông báo mua lại, nhưng không có sự chênh lệch đáng kể giữa hai nhóm các công ty nhóm (1) có giá cổ phiếu giảm mạnh trước ngày thông báo trong khi nhóm (2) chỉ giảm nhẹ.

Monika Gupta (2017) chứng minh được sự tồn tại của lợi nhuận bất thường thông qua sự lên giá của cổ phiếu trong khoảng thời gian trước và sau khi có thông báo mua lại 20 ngày trên thị trường chứng khoán Ấn Độ. Đồng thời chỉ ra rằng lợi nhuận bất thường đáng kể trong khung thời gian ngắn hạn và lợi nhuận tích lũy sẽ càng âm và thấp khi khung sự kiện càng dài. lợi nhuận bất thường không phụ thuộc vào tiêu chí ngành.

Takashi Hatakeda & Nobuyuki Isagawa (2004) kết luận rằng phản ứng của thị trường với thông báo mua lại cổ phiếu quỹ là không đáng kể. Và khi mà giá chỉ thay đổi nhẹ sẽ chỉ thúc đẩy công ty đơn thuần thay đổi các điều khoản liên kết để mua lại cổ phiếu quỹ trong tương lai.

R. L Hyderabad (2009) cho thấy xuất hiện một lợi suất bất thường tích lũy 2,77% vào ngày thông báo, CAR là 7,91% cho cửa sổ sự kiện 41 ngày. Tuy nhiên, phản ứng tích cực này chỉ là tạm thời và không được bền vững trong thời gian dài. AAR có xu hướng cao trong khoảng thời gian ngắn hạn, trong khi CAR có độ lớn càng tăng khi khung cửa sổ càng dài.

Ở Việt Nam, Thạch Sĩ Đặng Anh Tuấn chứng minh rằng không xuất hiện lợi suất bất thường tích lũy đối với việc các công ty công bố kết quả kinh doanh hàng quý đồng nghĩa rằng thị trường của các công ty trong mẫu nghiên cứu (25 công ty niêm yết có mức vốn hóa lớn nhất trên Sở giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh) đạt được hiệu quả dạng trung bình.

## **2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu**

### **2.1. Lý thuyết thị trường hiệu quả**

#### **2.1.1. Định nghĩa và các dạng thị trường hiệu quả**

Theo F. Fama (1970) “Một thị trường mà ở đó giá cả luôn phản ánh đầy đủ thông tin có sẵn được gọi là hiệu quả”.

Theo Frank K. Reilly và Keith C. Brown “Thị trường vốn hiệu quả là một thị trường mà ở đó giá chứng khoán điều chỉnh nhanh chóng với sự xuất hiện của thông tin mới, và do đó giá hiện tại của chứng khoán phản ánh tất cả thông tin về chứng khoán.”

Một trong những cách phân loại sớm nhất các cấp độ của thị trường hiệu quả được hình thành bởi Eugene Fama (1970), ông cho rằng thị trường có thể hiệu quả ở ba cấp độ

Thị trường hiệu quả dạng yếu: Giá cổ phiếu hiện tại phản ánh đầy đủ các thông tin về thị trường chứng khoán, bao gồm giá quá khứ, tỷ suất lợi nhuận, khối lượng giao dịch và các thông tin khác như các giao dịch lẻ và các giao dịch của các nhà hoạch định thị trường.

Thị trường hiệu quả dạng bán mạnh: giá chứng khoán phản ánh đầy đủ và nhanh chóng đối với tất cả các thông tin được công bố rộng rãi bao gồm giá quá khứ, khối lượng giao dịch các thông tin phi thị trường như thông tin thu nhập và thông báo cổ tức, P/E, D/P, P/BV, các thành phần trong báo cáo tài chính, tin tức nền kinh tế và tin tức chính trị cũng được phản ánh đầy đủ lên giá trong thị trường hiệu quả dạng bán mạnh.

Thị trường hiệu quả dạng mạnh: giá cổ phiếu phản ánh đầy đủ các thông tin công khai kể cả thông tin nội bộ.

#### **2.1.2. Tầm quan trọng và ý nghĩa của thị trường hiệu quả**

##### **Đối với nền kinh tế**

Trong một thị trường hiệu quả, giá cổ phiếu phản ánh chính xác hoạt động của công ty trong tương lai, điều này sẽ khuyến khích nhà đầu tư tin tưởng và rót vốn vào thị trường mà không để lãng phí nguồn lực, từ đó tạo ra cơ sở phân bổ nguồn lực hiệu quả đồng thời thúc đẩy sự phát triển của nền kinh tế.

##### **Đối với Nhà đầu tư**

Dựa vào các dạng thị trường hiệu quả, các nhà đầu tư có thể đánh giá được mức độ phản ánh thông tin của giá cổ phiếu trên thị trường từ đó có chiến lược đầu tư hiệu quả cũng như lựa chọn phương pháp phân tích phù hợp.

Bên cạnh đó một thị trường hiệu quả cho phép các nhà đầu tư phản ứng nhanh và đầy đủ với thông tin mới để có thể giám sát và đánh giá hiệu quả hoạt động của các công ty tránh bị “qua mặt” bởi hiện tượng thông tin bất cân xứng.

Một điểm tiến bộ nữa của thị trường hiệu quả là nhà đầu tư không thể sử dụng các thông tin công khai để kiếm lợi nhuận bất thường trên thị trường cũng như không một nhà đầu tư nào có thể làm ảnh hưởng đến giá của chứng khoán thông qua việc mua bán từ đó tạo một môi trường đầu tư công bằng và minh bạch.

Cuối cùng, trong một thị trường chứng khoán hiệu quả, việc cung cấp thông tin là một yêu cầu quan trọng. Nếu ban lãnh đạo muốn thị trường đánh giá đúng giá trị cổ phiếu của công ty, thì phải đảm bảo rằng cung cấp thông tin một cách đầy đủ và kịp thời. Như vậy các nhà quản trị công ty sẽ phải cố gắng để đưa ra một báo cáo tài chính đầy đủ về tình hình hiện tại và triển vọng của công ty từ đó cung cấp một sự đánh giá chính xác hơn về cổ phần của công ty.

### **2.2. Tổng quan về mua lại**

#### **2.2.1. Định nghĩa**

Mua lại cổ phiếu là một giao dịch mà doanh nghiệp mua lại cổ phiếu do chính doanh nghiệp đó đã phát hành bằng tiền mặt của doanh nghiệp, được xem như chia cổ tức bằng tiền mặt. Cổ phiếu được phát hành và sau đó được mua lại gọi là cổ phiếu quỹ, sẽ không được xem xét để chia cổ tức, biểu quyết hay dùng để tính toán lợi nhuận trên cổ phiếu.

#### **2.2.2 Động cơ mua lại**

Thứ nhất, động cơ cho việc mua lại cổ phiếu là do Lý thuyết tín hiệu dựa trên hai giả thuyết là thông tin bất cân xứng và việc doanh nghiệp bị định giá thấp. Thông tin bất cân xứng là các nhà

quản trị hiểu rõ các thông tin về doanh nghiệp hơn các nhà đầu tư bên ngoài nên họ tiến hành mua lại cổ phiếu để báo rằng họ không hài lòng với mức giá hiện tại trên thị trường hay bộc lộ sự kỳ vọng vào lợi nhuận doanh nghiệp trong tương lai.

Thứ hai, một động cơ khác giải thích cho việc mua lại cổ phiếu là Lý thuyết về dòng tiền tự do, được hình thành trên Lý thuyết của Jensen (1986). Các cổ đông kỳ vọng các nhà quản trị hoạt động gia tăng giá trị tài sản trong khi các nhà quản trị luôn cố gắng tối đa hóa lợi ích của một nhà quản trị. Các nhà quản trị thường cố gắng phát triển quy mô doanh nghiệp và nỗ lực làm doanh nghiệp tăng trưởng nên các nhà quản trị vẫn sẽ đầu tư vào các dự án có giá trị PV âm nếu thừa tiền; điều này làm lợi ích của các nhà quản trị tăng lên nhưng quyền lợi của các cổ đông giảm đi. Theo Grullon và Mickealy (2004), các doanh nghiệp có hệ số giá ghi sổ trên giá thị trường thấp và tiền mặt dự trữ cao có nhiều khả năng sẽ lãng phí tiền bạc. Do đó, các doanh nghiệp sẽ phân phối dòng tiền thừa cho các cổ đông để giảm đi quyền lực của các nhà quản trị thông qua mua lại cổ phiếu. Stephens và Weisbach (1998) cũng chỉ ra mối tương quan dương giữa lượng tiền mặt dư thừa và giao dịch mua lại, tiền mặt càng dư thừa thì sự kiện mua lại cũng xảy ra nhiều hơn. Điều này có thể suy ra rằng các doanh nghiệp mua lại cổ phiếu để phân phối dòng tiền thừa hay có thể gọi là trả lại vốn cho các cổ đông.

Thứ ba, Lý thuyết cấu trúc vốn cũng là một trong những yếu tố góp phần đến quyết định mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp. Theo Grullon và Ikenberry (2000), mua lại cổ phiếu là một cách phổ biến để các doanh nghiệp để điều chỉnh cấu trúc vốn của họ và giảm độ pha loãng của doanh nghiệp. Theo nghiên cứu của Mitchell, Dharmawan và Clarke (2001), một số doanh nghiệp đưa ra quyết định mua lại cổ phiếu vì họ thích nợ hơn là vốn cổ phiếu. Dittmar cũng (2000) chỉ ra rằng một doanh nghiệp mua lại cổ phiếu khi mức đòn bẩy của doanh nghiệp thấp hơn mức tỷ lệ mục tiêu. Cùng quan điểm với Dittmar, Kevi (2006) giải thích rằng khi một doanh nghiệp mua lại cổ phiếu, tỷ lệ đòn bẩy nợ trên vốn cổ phiếu sẽ tăng lên vì vốn chủ sở hữu giảm.

Thứ tư, quyết định mua lại cổ phiếu được quyết định dựa trên tác động của Lý thuyết thay thế cổ tức và Lý thuyết thuế hiệu quả.

Lý thuyết thay thế cổ tức chỉ ra rằng việc mua lại cổ phiếu chính là sự thay thế của việc trả cổ tức do nó đem lại nhiều sự linh hoạt hơn. Jagannathan, Stephens và Weisbach (2000) lý giải rằng trả cổ tức là một cam kết lâu dài của doanh nghiệp dành cho cổ đông và mua lại cổ phiếu có chức năng là phân phối dòng tiền mặt tạm thời. Vì vậy, việc mua lại cổ phiếu giúp doanh nghiệp giảm nhẹ việc trả cổ tức trong dài hạn cho cổ đông. Hơn nữa, Dittmar (2000) đưa ra thông tin rằng các doanh nghiệp có quyền không thực hiện mua lại cổ phiếu khi đã thông báo ra công chúng.

Lý thuyết thuế hiệu quả cho thấy các doanh nghiệp sẽ quyết định mua lại cổ phiếu khi thuế đánh trên cổ tức cao hơn thuế tính trên lợi nhuận vốn, vì cổ tức phải chịu thuế thu nhập thông thường, trong khi mua lại cổ phiếu thì khoản thuế phải nộp được tính trên giá trị chênh lệch giữa giá mua và giá bán (Grullon và Michaely, 2002). Ngoài ra, việc mua lại cổ phiếu giúp trì hoãn việc thực hiện tăng vốn và hoãn việc thanh toán thuế. Nghiên cứu trước đây của Bagwell và Shoven (1989) đã chỉ ra rằng các doanh nghiệp thay thế việc mua lại cổ phiếu để trả cổ tức nhằm có được lợi ích về thuế cho các cổ đông.

### **2.2.3 Phương pháp mua lại**

Doanh nghiệp thực hiện mua lại cổ phiếu theo bốn phương pháp chính

Mua lại cổ phiếu trên thị trường mở

Mua lại cổ phiếu trên thị trường mở là việc doanh nghiệp mua lại cổ phiếu của chính họ trên thị trường tự do để phân bổ tiền mặt dư thừa và báo hiệu cho thị trường biết rằng doanh nghiệp đang bị định giá thấp. Tuy nhiên, Jesse M. Fried (2001) lại cho rằng các nhà quản trị đưa ra phương pháp OMRs như một công cụ để chuyển giá trị cổ phiếu từ các cổ đông đại chúng sang chính họ.

Khi sử dụng phương thức mua lại cổ phiếu mở, các doanh nghiệp có thể chọn mua lại trực tiếp trên thị trường mở hoặc thông qua môi giới. Ngoài ra các doanh nghiệp không có nghĩa vụ pháp lý phải mua lại cổ phiếu ngay cả khi doanh nghiệp đã thông báo mua lại cổ phiếu ra công chúng. Doanh nghiệp có thể thực hiện việc mua lại này với thời gian dài, hàng tháng, thậm chí

lên đến hàng năm, với giá mua bằng với giá thị trường. Đây có thể nói là phương pháp phổ biến nhất để mua lại cổ phiếu do thực tế nó mang lại cho doanh nghiệp sự linh hoạt nhất; đồng thời doanh nghiệp có thể tiết kiệm được chi phí với việc mua lại này vì doanh nghiệp không phải đưa ra giá cao hơn để thu hút các cổ đông hiện tại.

Chào mua với giá cố định

Theo nghiên cứu của Vermaelen (2005), doanh nghiệp đề nghị mua lại cổ phiếu với với số lượng cụ thể bằng cách đưa ra một giá đệm (cao hơn giá thị trường) trước ngày tới hạn. Nếu giá chào mua thấp hơn hoặc bằng giá trị thị trường, việc mua lại cổ phiếu xem như không thành công. Tuy nhiên, nếu giá chào cao hơn nhiều so với giá trị thị trường thì đây là hiện tượng đặt mua vượt mức và doanh nghiệp phải chi trả nhiều tiền trong giao dịch mua lại này. Nếu số lượng cổ đông chào bán số cổ phiếu lớn hơn số lượng cổ phiếu chào mua, doanh nghiệp có thể mua lại toàn bộ số cổ phiếu đó (khi doanh nghiệp có đủ khả năng tài chính) hoặc doanh nghiệp có thể chọn mua cổ phiếu trên một cơ sở tỷ lệ đảm bảo đem lại công bằng cho các cổ đông. Trong trường hợp số lượng cổ phiếu chào bán ít hơn số lượng mà doanh nghiệp yêu cầu mua lại, doanh nghiệp có thể mua lại cổ phiếu đó và kéo dài thời gian chào mua hoặc hủy bỏ kế hoạch mua lại. Thời gian mua lại thường là một thời hạn cụ thể tương đối ngắn, thông thường khoảng 30 ngày.

Mua lại cổ phiếu theo hình thức đấu giá kiểu Hà Lan.

Mua lại cổ phiếu theo hình thức đấu giá kiểu Hà Lan là hình thức doanh nghiệp mua lại cổ phiếu với số lượng cụ thể với biên độ giá dao động cố định với nhiều mức giá nằm trong biên độ này. Cổ đông dự thầu đưa ra số lượng cổ phiếu muốn bán và lựa chọn mức giá bán chấp nhận được tối thiểu của mình (giá nằm trong biên độ dao động giá). Sau đó, doanh nghiệp tập hợp các đề nghị chào bán này lại và sắp xếp chúng thứ tự ưu tiên từ thấp tới cao để có thể mua lại số cổ phiếu từ các cổ đông với mức giá thấp nhất lấy được số cổ phiếu cụ thể họ tìm kiếm và những cổ đông đưa ra mức giá cao hơn sẽ bị loại trừ khỏi thỏa thuận đấu giá.

Mua lại bằng cách đàm phán trực tiếp.

Một doanh nghiệp tiến hành đàm phán và mua lại cổ phiếu với một cổ đông lớn với giá cao hơn giá thị trường. Việc mua lại này ngăn cản việc các cổ đông này bán một khối lượng lớn cổ phiếu của doanh nghiệp do ảnh hưởng tiêu cực đến giá trên thị trường.

#### **2.2.4 Tác động của mua lại**

Việc mua lại cổ phiếu có tác động làm giảm giá trị sổ sách của công ty, tăng EPS (lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu), giảm ROA (lợi nhuận trên tổng tài sản), ROE (lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu) cũng tăng lên đáng kể. Đồng thời, làm giảm sự pha loãng cổ phiếu và làm giá cổ phiếu có xu hướng tăng lên. Mặt khác khi số lượng cổ phiếu đang lưu hành trên thị trường giảm sẽ làm giảm số lượng cổ đông được chia cổ tức, khi đó, cổ tức được chia cho mỗi cổ đông sẽ nhiều hơn.

#### **2.3. Phương pháp nghiên cứu sự kiện**

Phương pháp nghiên cứu sự kiện là phương pháp nghiên cứu định lượng để phân tích mức độ và chiều hướng tác động của sự kiện đến thị trường. Phương pháp nghiên cứu này có nhiều ứng dụng. Trong lĩnh vực tài chính, nghiên cứu sự kiện đã được áp dụng cho một loạt các sự kiện như mua bán sáp nhập, mua lại cổ phiếu quỹ, thay đổi (tách/gộp) cổ phiếu, thay đổi nhân sự cấp cao hay thông báo về các biến số kinh tế vĩ mô như thâm hụt thương mại. Ngoài ra, nghiên cứu sự kiện còn được ứng dụng trong các lĩnh vực khác như luật pháp và kinh tế.

Phương pháp nghiên cứu sự kiện đã có một lịch sử lâu dài. Nghiên cứu đầu tiên được công bố là của James Dolley (1933). Kể từ sau năm 1970, các tác giả khác đã áp dụng này để cho các sự kiện có ý nghĩa thống kê.

Stephen Brown & Jerold Warner (1980 và 1985) sử dụng cửa sổ ước lượng [-244,-6], cửa sổ sự kiện [-5,+5], và dữ liệu giá hằng ngày (1985), hàng tháng (1980), đo lường lợi nhuận bất thường và ảnh hưởng của thông báo thông tin lên giá chứng khoán.

Jeremy C. Gar & Louis R. Ederington (1993) kết luận rằng thị trường phản ứng tiêu cực khi có thông báo hạ cấp bậc xếp hạng trái phiếu thông qua việc kiểm tra phản ứng của sự thay đổi lợi nhuận của cổ phiếu phổ thông với cửa sổ ước lượng [-157,-31], cửa sổ sự kiện [-30,+30].

#### **2.4. Các mô hình nghiên cứu trước đây**



### 2.4.1. Mô hình Market Model

Trong bài nghiên cứu “Market Reaction to Buyback Announcements in India” của R. L. Hyderabad (2009), tác giả đã sử dụng Market Model để phân tích sự ảnh hưởng của việc thông báo mua lại đối với lợi nhuận của giá cổ phiếu. Lợi nhuận bất thường được tính theo công thức:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i \cdot R_{m,t}$$

Với:

$AR_{i,t}$  là lợi suất bất thường của cổ phiếu  $i$  vào ngày  $t$

$R_{i,t}$  là lợi suất của cổ phiếu  $i$  vào ngày  $t$

$R_{m,t}$  là lợi suất của thị trường theo danh mục thị trường vào ngày  $t$

$\alpha_i$  và  $\beta_i$  lần lượt là các hệ số ước lượng hồi quy

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó:  $R_{m,t}$ ,  $\alpha_i$ ,  $\beta_i$  được tính được trên khung ước lượng (estimation window) 200 ngày.

Lợi nhuận bất thường trung bình theo ngày và lợi nhuận bất thường tích lũy được tính trên công thức:

$$AAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

$$CAR = \sum_{t=-d}^d AR_{i,t}$$

Với  $-d$  và  $d$  tương ứng với khung sự kiện  $[-d;d]$

Trong bài nghiên cứu “Using Daily Stock Returns- The Case of Event Studies” của hai tác giả Brown và Waner (1980, 1985), Mô hình Market Model cũng được thể hiện tương tự:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i \cdot R_{m,t}$$

### 2.4.2. Mô hình ba nhân tố Farma-French

Yang Huang (2012), trong bài nghiên cứu “Long-term Abnormal Stock Performance: UK Evidence”, đã giới thiệu về phương pháp nghiên cứu theo lịch. Trong phương pháp nghiên cứu theo lịch, tác giả đã sử dụng Mô hình ba nhân tố Farma-French

Đối với Mô hình 3 nhân tố, Yang Huang đã đề cập đến Fama và French (1993) với mô hình định giá tài sản với ba yếu tố rủi ro: phần bù rủi ro thị trường, quy mô và hệ số giá trị sổ sách so với giá trị thị trường (BTM). Mặc dù mô hình này có vấn đề ở độ chính xác nắm bắt các đặc tính của một tài sản, nhưng đây vẫn được xem như là một giải pháp thay thế đo lường và kiểm tra hiệu quả cổ phiếu dài hạn do loại bỏ các khoản lợi nhuận chéo. Mô hình trong bài nghiên cứu này được chuyển đổi để sử dụng trong các sự kiện nghiên cứu bởi Jaffe (1974) và Mandelker (1974) như sau:

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha + \beta_{rp} \cdot RPM_t + \beta_{hml} \cdot HML_t + \beta_{smb} \cdot SMB_t + \varepsilon_t$$

Với  $R_{p,t}$  là lợi suất của danh mục đầu tư có trọng số cân bằng hàng tháng

$R_{f,t}$  là lợi suất phi rủi ro của tín phiếu kho bạc có kỳ hạn 90 ngày

$RPM_t$  là chênh lệch giữa danh mục đầu tư trên thị trường và lợi nhuận phi rủi ro, biến này còn gọi là phần bù rủi ro thị trường

$$RPM_t = R_{m,t} - R_f$$

$HML_t$  là bình quân chênh lệch giữa lợi nhuận danh mục cổ phiếu giữa công ty có hệ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (BTM) cao hơn so với các công ty có giá trị này thấp, biến này còn được gọi là phần bù giá trị.

$SMB_t$  là bình quân chênh lệch giữa lợi nhuận danh mục cổ phiếu của các công ty nhỏ so với lợi nhuận danh mục đầu tư của các công ty lớn, biến này còn được gọi là phần bù quy mô.

$\beta_{rp}$ ,  $\beta_{hml}$ ,  $\beta_{smb}$  là hệ số hồi quy, phản ánh độ nhạy của các nhân tố trong mô hình

$\alpha$  là hệ số chặn ước tính, là căn cứ để xác định giả thuyết 0 có bị từ chối hay có ý nghĩa thống kê nào hay không.

$\varepsilon_t$  là phương sai của phần dư thay đổi do thay đổi của số lượng công ty.

Tác giả tiến hành sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất có trọng số (WLS) để hỗ trợ phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất thông thường (OLS)

### 2.4.3. Mô hình bốn nhân tố Cahart.

Yang Huang cũng thực hiện mô hình Cahart 4 nhân tố. Ang và Zhang (2004) ban đầu tiến hành mô phỏng Mô hình bốn nhân tố trong các nghiên cứu sự kiện và kết luận rằng tỷ lệ loại bỏ

cao hơn so với mô hình ba nhân tố. Mô hình bốn yếu tố được phát triển bởi Carhart (1997) với sự kết hợp của yếu tố so sánh người chiến thắng và kẻ thua cuộc. Ông cho thấy sự bền bỉ trong hoạt động của quỹ có thể được giải thích bằng một động lực một năm dựa trên các nghiên cứu của Jegadeesh và Titman (1993). Công thức chuyển đổi cho các nghiên cứu sự kiện được minh họa như sau:

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha + \beta_{rp} \cdot RPM_t + \beta_{hml} \cdot HML_t + \beta_{smb} \cdot SMB_t + \beta_{umd} \cdot UMD_t + \varepsilon_t$$

Với  $UMD_t$  là yếu tố quán tính đánh giá một năm, tính bằng tỷ suất sinh lợi bình quân của các chứng khoán có giá cao năm trước (người thắng cuộc) trừ cho tỷ số sinh lợi bình quân của chứng khoán có giá thấp năm trước (người thua cuộc), còn được gọi là phần bù xu hướng.

$\beta_{umd}$  là hệ số hồi quy, biểu thị mức độ nhạy của nhân tố  $UMD_t$

Các biến còn lại có ý nghĩa tương tự như trong Mô hình 3 nhân tố và tác giả cũng đưa phương pháp OLS và WLS vào sử dụng trong Mô hình 4 nhân tố Carhart.

#### 2.4.4. Mô hình CAPM

Trong bài nghiên cứu “*Impact of Bonus Share Announcements on Share Prices An giả Emperical Study of BSE&NSE Companies*” của nhóm các nhà nghiên cứu Swati Goyal và Dr. Harpreet Kaur Kohli (2013), tác giả sử dụng mô hình CAPM để đo lường và xác định lợi nhuận bất thường xung quanh ngày thông báo thưởng cổ phiếu với khung sự kiện [-14;14] và khung ước lượng [-214;-14]

Các tác giả sử dụng CAPM để kiểm soát rủi ro và lợi nhuận bất thường trong mô hình CAPM được trình bày như sau:

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - (R_f + \beta_i \cdot R_{m,t})$$

Với

$AR_{j,t}$  là lợi nhuận bất thường của cổ phiếu j vào ngày t

$R_{j,t}$  là lợi nhuận của cổ phiếu j vào ngày t

$R_{m,t}$  là lợi nhuận của thị trường theo danh mục thị trường vào ngày t

$R_f$  là lợi suất phi rủi ro

$$AAR_t = \sum_{j=1}^N AR_{j,t}$$

Với N là số sự kiện trong nghiên cứu sự kiện

$$CAAR_{j, t1, t2} = \sum_{t=t1}^{t2} AR_{j,t}$$

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Xây dựng mô hình nghiên cứu

Nhóm thực hiện kiểm định thông qua mô hình Market Model và Market Adjusted Model trong khung sự kiện [-20;20] và khung ước lượng [-250;-21]. Nhóm chọn sử dụng mô hình Market Model và Market Adjusted Model do đây là mô hình được sử dụng phổ biến trong các bài nghiên cứu khoa học đặc biệt là các kiểm định về thị trường dạng hiệu quả bán mạnh, điển hình có bài nghiên cứu của Bruno và Warner (1980, 1985), Monika Gupta (2017),... Bên cạnh đó, mô hình trong bài nghiên cứu cũng khá phù hợp với thị trường chứng khoán Việt Nam vì mức biến động giá của thị trường ổn định, không quá biến động.

Market Model được xây dựng như sau:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i \cdot R_{m,t}$$

$$R_{i,t} = \ln \left( \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right)$$

$$R_{m,t} = \ln \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} \right)$$

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Với:

$AR_{i,t}$  là lợi nhuận bất thường của cổ phiếu i vào ngày t

$R_{i,t}$  là lợi nhuận của cổ phiếu i vào ngày t

$R_{m,t}$  là lợi nhuận của thị trường theo danh mục thị trường vào ngày t

$P_{i,t}$  là giá đóng cửa điều chỉnh của cổ phiếu i vào ngày t

$P_{i,t-1}$  là giá đóng cửa điều chỉnh của cổ phiếu i vào ngày t-1

$I_t$  là chỉ số giá của thị trường vào ngày t

$I_{t-1}$  là chỉ số giá của thị trường vào ngày t-1

$\alpha_i$  là hệ số chặn ước tính

$\beta_i$  là hệ số hồi quy

$\varepsilon_t$  là phương sai của phần dư thay đổi

Market Adjusted Return Model được thể hiện theo công thức:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

$$R_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$$

$$R_{m,t} = \ln\left(\frac{I_t}{I_{t-1}}\right)$$

Với:

$AR_{i,t}$  là lợi nhuận bất thường của cổ phiếu i vào ngày t

$R_{i,t}$  là lợi nhuận của cổ phiếu i vào ngày t

$R_{m,t}$  là lợi nhuận của thị trường theo danh mục thị trường vào ngày t

$P_{i,t}$  là giá đóng cửa điều chỉnh của cổ phiếu i vào ngày t

$P_{i,t-1}$  là giá đóng cửa điều chỉnh của cổ phiếu i vào ngày t-1

$I_t$  là chỉ số giá của thị trường vào ngày t

$I_{t-1}$  là chỉ số giá của thị trường vào ngày t-1

$\alpha_i$  là hệ số chặn ước tính

$\beta_i$  là hệ số hồi quy

$\varepsilon_t$  là phương sai của phần dư thay đổi

Để kiểm định giả thuyết của bất cứ sự kiện cụ thể nào không có ảnh hưởng đến trung bình lợi nhuận [ $H_0: E(AR_{p,t})=0$ ], dưới hình thức nghiên cứu sự kiện thông qua mô hình Market Model, đầu tiên là lợi nhuận bất thường được dự định là riêng lẻ nên được tổng hợp lại cả trong các chuỗi, khung thời gian giả định rằng không có sự tương quan về lợi nhuận bất thường giữa hai cổ phiếu khác nhau và sự kiện liên quan không có cùng ngày sự kiện của các cổ phiếu được nghiên cứu. Bằng cách này, lợi nhuận bất thường và trung bình lợi nhuận bất thường của toàn bộ mẫu được tính theo công thức sau:

$$AR_{p,t} = \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

$$AAR_{p,t} = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{i,t}}{N}$$

Trong đó: N là số thông báo mua lại trong bài nghiên cứu.

Lợi nhuận bất thường tích lũy được tính theo công thức sau:

$$CAR_{i,-d,d} = \sum_{t=-d}^d AR_{i,t}$$

$$CAR_{p,-d,d} = \sum_{t=-d}^d AR_{p,t}$$

$$CAAR_{p,-d,d} = \sum_{t=-d}^d AAR_{p,t}$$

Với -d và d tương ứng với khung sự kiện [-d;d]

$AR_{p,t}$  là lợi suất bất thường của toàn bộ mẫu vào ngày t

$AAR_{p,t}$  là lợi suất bất thường trung bình của toàn bộ mẫu vào ngày t

$CAR_{i,-d,d}$  là lợi suất bất thường tích lũy của cổ phiếu i trong khung (-d,d)

$CAR_{p,-d,d}$  là lợi suất bất thường tích lũy của toàn bộ mẫu trong khung (-d,d)

$CAAR_{p,-d,d}$  là lợi suất bất thường tích lũy trung bình của toàn bộ mẫu trong khung (-d,d)

Với (-d;d) bao gồm (-1;+1), (-3;+3), (-7;+7), (-10;+10), (-15;+15), (-20;+20).

Những cửa sổ thời gian này đã được chọn để đánh giá mức độ lợi nhuận bất thường diễn ra trong các cửa sổ thời gian cụ thể trước và sau khi công bố chi trả cổ tức. Điều này cho phép nhóm xác định bất kỳ khoảng thời gian nắm giữ quan trọng nào thu được lợi nhuận bất thường đáng kể.

### **3.2. Phương pháp nghiên cứu**

#### **3.2.1. Sự kiện nghiên cứu trong đề tài**

Nhóm chọn nghiên cứu về sự kiện mua lại cổ phiếu nhằm kiểm định tính hiệu quả bán mạnh của thị trường Việt Nam, xét xem các nhà đầu tư có thể xây dựng một danh mục đầu tư hiệu quả tạo lợi nhuận bất thường khi có sự kiện thông báo mua lại hay không. Bài nghiên cứu sẽ đưa ra



câu trả lời lần lượt cho các câu hỏi như sự kiện thông báo mua lại cổ phiếu trên thị trường Việt Nam có được thể hiện trực tiếp vào giá của cổ phiếu được niêm yết trên sàn hay không và sự xuất hiện của sự kiện thông báo mua lại ảnh hưởng ra sao đến lợi suất bất thường.

### **3.2.2 Thu thập dữ liệu nghiên cứu và xác định tiêu chí chọn mẫu**

Thu thập dữ liệu nghiên cứu

Đề tài sử dụng số liệu từ đầu năm 2008 đến tháng 11 năm 2017 và thu thập toàn bộ các công bố mua lại cổ phiếu của các công ty niêm yết trên sàn Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn này.

Trong đề tài nghiên cứu này, ngày thông báo sẽ được xác định là ngày mà công ty chính thức công bố thông tin mua lại cổ phiếu ra công chúng trên website của HOSE. Về số liệu ngày thông báo, nhóm thu thập trên cơ sở dữ liệu tài chính FiinPro đối chiếu với nguồn tổng hợp của trang web cophieu68.com để tăng tính chính xác.

Bài nghiên cứu sử dụng giá đóng cửa điều chỉnh<sup>4</sup> của cổ phiếu có thông báo mua lại và sử dụng giá đóng cửa điều chỉnh của VN-Index để xác định  $R_m$  bằng việc thu thập các số liệu trên trang web cophieu68.com.

Xác định các tiêu chí chọn mẫu

Để có một mẫu điển hình trong môi trường thị trường chứng khoán Việt Nam nhóm lựa chọn cổ phiếu theo những tiêu chí sau:

Công ty phải có đầy đủ dữ liệu giá cổ phiếu từ 250 ngày trước khi có thông báo và 20 ngày sau khi có thông báo, vì để đảm bảo độ chuẩn xác công ty phải có dữ liệu đủ dài để có thể xem xét rõ tác động của sự kiện mua lại cổ phiếu.

Trong khoảng thời gian cửa sổ sự kiện không được có các sự kiện gây nhiễu như: chia cổ tức, thay đổi ban điều hành, thay đổi cấu trúc vốn, thông báo thu nhập theo quý, thay đổi vốn cổ đông nước ngoài,...

Số cổ phiếu mua lại phải đủ lớn để thông tin mua lại cổ phiếu có thể ảnh hưởng đáng kể đến giá cổ phiếu.

### **3.2.3 Tiến hành loại bỏ mẫu không phù hợp**

Nhóm tiến hành loại bỏ mẫu theo các tiêu chí kể trên, cuối cùng đề tài gồm có (114) công ty với tổng cộng (232)<sup>5</sup> sự kiện mua lại trong khoảng thời gian từ đầu năm 2008 đến tháng 11 năm 2017.

### **3.2.4 Khoảng thời gian lấy mẫu và khung thời gian sự kiện**

Trong đề tài nghiên cứu này, nhóm nghiên cứu sử dụng cửa sổ sự kiện 41 ngày bao gồm 20 ngày trước sự kiện, ngày xảy ra sự kiện và 20 ngày sau sự kiện. Khung thời gian sự kiện này được lấy giống với khung thời gian sự kiện được lựa chọn trong các nghiên cứu sau: R.L Hyderabad (2009), Muhammad Akbar và Humayun Habib Baig (2010), Monika Gupta (2017).

### **3.2.5 Các kiểm định được sử dụng**

Kiểm định các giả thiết sau:

H0: Không có quan hệ ý nghĩa giữa thông báo mua lại và giá cổ phiếu hay nhà đầu tư không thu được lợi suất bất thường đối với thông báo mua lại cổ phiếu.

H1: Có quan hệ ý nghĩa giữa thông báo mua lại và giá cổ phiếu hay thông báo mua lại cổ phiếu mang lại lợi suất bất thường cho nhà đầu tư.

Kiểm định t test

Kiểm định t-test dùng để kiểm định giả thiết sau:

H0: mean=0

H1: mean≠0

$$t = \frac{CAR}{\sigma(AR)}$$

<sup>4</sup> Giá đóng cửa điều chỉnh là mức giá đã được điều chỉnh theo các sự kiện chia/tách cổ phiếu, trả cổ tức trong các ngày giao dịch không hưởng quyền.

<sup>5</sup> Nhóm nghiên cứu tự tổng hợp

Trong đó:

$CAR$  là lợi nhuận bất thường tích lũy trung bình

$\sigma(AR)$  là độ lệch chuẩn ước tính của lợi suất bất thường được tính bằng khoảng thời gian ước tính (-250 tới -21 ngày) theo công thức sau:

$$\sigma(AR) = \sqrt{\sum_{t=-250}^{t=-21} (AR_t - \underline{AR})^2 / 229}$$
$$\underline{AR} = \frac{1}{230} \sum_{t=-251}^{t=-21} AR_t$$

Nếu cửa sổ sự kiện có nhiều khoảng ngày, t statistics sẽ được tính khác nhau bằng cách nhân độ lệch tiêu chuẩn của lợi nhuận bất thường bằng căn bậc hai của số cửa sổ sự kiện như sau:

$$t = \frac{CAR}{\sigma(AR)\sqrt{T}}$$

Trong đó, T là số ngày trong cửa sổ sự kiện và các thuật ngữ khác được giải thích ở trên.

Bác bỏ giả thuyết  $H_0$  khi  $t > t_{n-1, \alpha/2}$  hoặc  $t < -t_{n-1, \alpha/2}$  hoặc  $Pvalue < \alpha$ . Điều này có nghĩa là có quan hệ ý nghĩa giữa thông báo mua lại và giá cổ phiếu hay thông báo mua lại cổ phiếu mang lại lợi suất bất thường cho nhà đầu tư.

Khi  $Pvalue \geq \alpha$  không đủ cơ sở để bác bỏ  $H_0$ .

Sign test

Kiểm định Sign rank test dùng để kiểm định giả thiết sau:

$H_0: AR=0$

$H_1: AR \neq 0$

Hệ số  $W_t$  được tính như sau:

$$W_t = \sum_{i=1}^N rank(A_{i,t})$$

Trong đó  $rank(A_{i,t})$  là xếp hạng tích cực của giá trị tuyệt đối của lợi nhuận bất thường  $A_{i,t}$  tại thời điểm  $t$  cho công ty  $i$ . Thống kê thử nghiệm để kiểm tra ( $H_0: AR = 0$ ) sau đó được định nghĩa là

$$Z_{wilcoxon,t} = \frac{W - N(N-1)/4}{\sqrt{N(N+1)(2N+1)/24}}$$

Với mức ý nghĩa  $\alpha$  chúng ta bác bỏ giả thiết  $H_0$  khi P nhỏ hơn  $\alpha$ . Điều này có nghĩa là median của AR là khác 0.

Tương tự đối với kiểm định cho lợi nhuận trung bình tích lũy CAR.

$H_0: CAR=0$

$H_1: CAR \neq 0$

Với mức ý nghĩa  $\alpha$  chúng ta bác bỏ giả thiết  $H_0$  khi P nhỏ hơn  $\alpha$ . Điều này có nghĩa là median của CAR là khác 0.

#### 4. Kết quả

Bảng 1 trình bày lợi suất bất thường trung bình sử dụng hai phương pháp tiếp cận là Market Model và Market Adjusted Return tương ứng là  $AAR_1$  và  $AAR_2$  và lợi suất bất thường trung bình tích lũy của Market Model là  $CAAR_1$ . Để đảm bảo đồng nhất trong kết luận nghiên cứu, nhóm sử dụng và thảo luận dựa trên kết quả được tính toán bằng mô hình Market Model ( $AAR_1$  và  $CAR_1$ ), kết quả từ mô hình còn lại sẽ dùng để so sánh và tham khảo thêm.

Kết quả không có sự khác biệt đáng kể giữa hai mô hình được sử dụng (Market Model và Market Adjusted Return), các kiểm định thống kê (T-test và WCSRT). Thông báo mua lại cổ phiếu có lợi suất bất thường trung bình AAR dương 0.36% vào ngày 0 và 0.78% vào ngày +1 (đối với Market Model) và 0.31% vào ngày 0 và 0.69% vào ngày +1 (đối với Market Adjusted Return) với mức ý nghĩa 5%. Nếu nhà đầu tư đang nắm giữ cổ phiếu và có thông báo mua lại thì nhà đầu tư đó đạt được lợi suất bất thường là 1.14% (Market Model) sau 2 ngày thông báo.

Nhóm tiếp tục tiến hành kiểm định phi tham số WCSRT. Các kết quả của kiểm định WCSRT với mức ý nghĩa 5% vào ngày 0 và 10% đối với ngày +1 cả hai mô hình đưa ra bằng chứng củng cố rằng thông báo mua lại có ảnh hưởng quan trọng đến lợi suất bất thường vào ngày 0 và +1.

Bảng 1: Bảng kết quả kiểm định lợi suất bất thường trung bình (AAR) xung quanh sự kiện

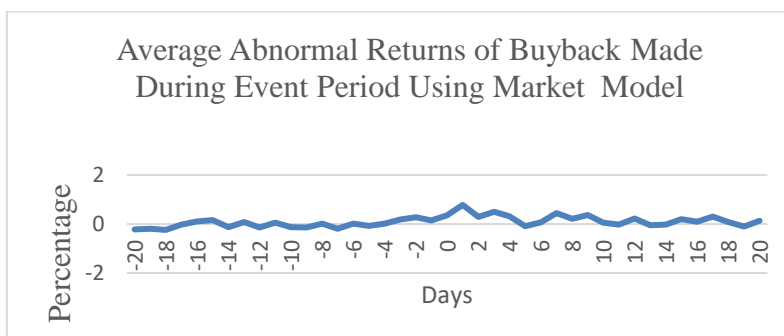
Day	Market Model					Market Adjusted Return					
	AAR (%)	T-test	P-value	z	p value	CAA R (%)	AAR (%)	t test	p value	z	p value
-20	-0.21	-1.457	0.146	-1.915	<b>0.056**</b>	-0.21	-0.26	-1.767	<b>0.079**</b>	-2.340	<b>0.019*</b>
-19	-0.19	-1.180	0.239	-2.043	<b>0.041**</b>	-0.40	-0.25	-1.581	0.115	-2.325	<b>0.020*</b>
-18	-0.24	-1.571	0.118	-2.01	<b>0.045**</b>	-0.64	-0.29	-1.895	<b>0.059**</b>	-2.309	<b>0.021*</b>
-17	-0.02	-0.158	0.875	-0.789	0.430	-0.67	-0.16	-1.086	0.279	-1.572	0.116
-16	0.11	0.722	0.471	0.155	0.877	-0.56	-0.08	-0.530	0.597	-0.809	0.419
-15	0.16	0.760	0.448	-0.259	0.796	-0.40	0.05	0.206	0.837	-1.175	0.240
-14	-0.13	-0.900	0.369	-1.579	0.114	-0.54	-0.29	-1.947	<b>0.053**</b>	-2.717	<b>0.007*</b>
-13	0.08	0.499	0.618	0.352	0.725	-0.46	0.00	-0.026	0.979	-0.083	0.934
-12	-0.15	-0.001	0.368	-1.291	0.197	-0.61	-0.27	-1.714	<b>0.088**</b>	-1.958	<b>0.050**</b>
-11	0.05	0.332	0.740	-0.053	0.958	-0.56	-0.10	-0.699	0.485	-1.137	0.255
-10	-0.13	-0.857	0.392	-0.735	0.463	-0.69	-0.27	-1.850	<b>0.066**</b>	-1.596	0.111
-9	-0.14	-0.941	0.348	-0.779	0.436	-0.83	-0.28	-1.774	<b>0.077**</b>	-1.573	0.116
-8	0.02	0.106	0.916	0.262	0.793	-0.81	-0.20	-1.399	0.163	-1.384	0.167
-7	-0.20	-1.173	0.242	-1.191	0.234	-1.01	-0.41	-2.410	<b>0.017*</b>	-2.600	<b>0.009*</b>
-6	0.01	0.067	0.946	-0.216	0.829	-1.00	-0.14	-0.819	0.414	-0.823	0.410
-5	-0.08	-0.536	0.593	-1.387	0.166	-1.08	-0.21	-1.301	0.195	-2.053	<b>0.040*</b>
-4	0.02	0.107	0.915	-0.099	0.921	-1.06	-0.13	-0.863	0.389	-0.922	0.357
-3	0.18	1.111	0.268	0.421	0.674	-0.88	0.10	0.603	0.547	0.117	0.907
-2	0.27	1.610	0.109	1.328	0.184	-0.61	0.20	1.149	0.252	1.055	0.292
-1	0.14	0.902	0.368	1.171	0.242	-0.47	0.05	0.311	0.756	0.587	0.557
0	0.36	2.329	<b>0.021*</b>	1.937	<b>0.053**</b>	-0.11	0.31	2.000	<b>0.047*</b>	1.574	0.115
1	0.78	4.410	<b>0*</b>	3.807	<b>0.0001*</b>	0.67	0.69	3.914	<b>0.0001*</b>	3.561	<b>0.0004*</b>
2	0.29	1.821	<b>0.07**</b>	1.126	0.260	0.96	0.20	1.261	0.209	0.868	0.385
3	0.50	2.951	<b>0.004*</b>	2.586	<b>0.01*</b>	1.46	0.33	1.956	<b>0.051**</b>	1.970	<b>0.049*</b>
4	0.32	1.855	<b>0.065**</b>	1.426	0.154	1.78	0.17	1.023	0.307	0.544	0.586
5	-0.09	-0.533	0.595	-0.702	0.483	1.69	-0.20	-1.243	0.215	-1.280	0.201
6	0.07	0.499	0.619	0.604	0.546	1.76	-0.01	-0.061	0.951	-0.313	0.754
7	0.45	2.973	<b>0.003*</b>	2.828	<b>0.005**</b>	2.22	0.35	2.310	<b>0.022*</b>	2.420	<b>0.016*</b>
8	0.21	1.496	0.136	1.271	0.204	2.43	0.11	0.729	0.467	0.597	0.550
9	0.36	2.418	<b>0.016**</b>	2.288	<b>0.022**</b>	2.80	0.28	1.853	<b>0.065**</b>	1.363	0.173
10	0.06	0.390	0.697	0.213	0.832	2.85	-0.01	-0.047	0.962	-0.299	0.765
11	-0.03	-0.164	0.870	-0.238	0.812	2.83	-0.11	-0.682	0.496	-0.608	0.543
12	0.22	1.610	0.109	1.112	0.266	3.05	0.13	0.933	0.352	0.725	0.469
13	-0.04	-0.323	0.747	-1.166	0.244	3.00	-0.12	-0.852	0.395	-1.833	<b>0.067**</b>
14	-0.03	-0.195	0.845	-0.203	0.839	2.98	-0.15	-1.051	0.294	-1.186	0.236
15	0.19	1.315	0.190	0.961	0.337	3.17	0.03	0.222	0.825	0.024	0.981
16	0.09	0.651	0.516	0.694	0.488	3.26	-0.01	-0.079	0.937	0.202	0.840
17	0.30	2.101	<b>0.037*</b>	2.648	<b>0.008*</b>	3.56	0.24	1.627	0.105	2.206	<b>0.028*</b>
18	0.08	0.522	0.602	0.569	0.569	3.64	0.00	-0.020	0.984	-0.148	0.883
19	-0.11	-0.710	0.479	-0.562	0.574	3.54	-0.28	-1.956	<b>0.052**</b>	-1.815	<b>0.07**</b>
20	0.13	0.880	0.380	-0.076	0.939	3.67	0.01	0.041	0.967	-0.826	0.409

Ngày thông báo

\*Mức ý nghĩa 5%

\*\* Mức ý nghĩa 10%

Hình 1. Biểu đồ thể hiện lợi suất bất thường trung bình sử dụng mô hình market model



Từ hình 1 trên, lợi suất bất thường trung bình dương từ ngày  $t = -4$  đến ngày  $t = +4$ , điều này cho thấy thị trường phản ứng tích cực với thông báo mua lại và nhà đầu tư thu được lợi suất dương trong khoảng thời gian ngắn xung quanh ngày thông báo. Hơn nữa, lợi suất bất thường có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5% trong các ngày  $t = 0$ ,  $t = +1$ ,  $t = +3$  và mức ý nghĩa 10% đối

với ngày  $t = +2$ ,  $t = +4$  và có giá trị cao hơn các ngày trước thông báo rõ ràng chỉ ra rằng thị trường phản ứng tích cực hơn sau khi thông tin mua lại cổ phiếu được công bố.

Tuy nhiên, lợi suất bất thường âm và không có ý nghĩa thống kê vào các ngày  $t = +5$  và  $t = +11$  sau ngày thông báo hàm ý rằng nhà đầu tư không thể tìm kiếm lợi suất bất thường dương liên tục và trong dài hạn sau ngày thông báo mua lại.

Bảng 1 cũng chỉ ra rằng CAAR trong giai đoạn -20 đến -1 là -0.468% (t-test -0.5155) nhưng lại có giá trị tích cực ngay sau ngày thông báo mua lại kể từ ngày 1 đến ngày 20 là 3,668% (t-test 4.445). Do đó, giá trị cổ phiếu trung bình giảm trước khi ngày thông báo và tăng lên khi có thông báo mua lại.

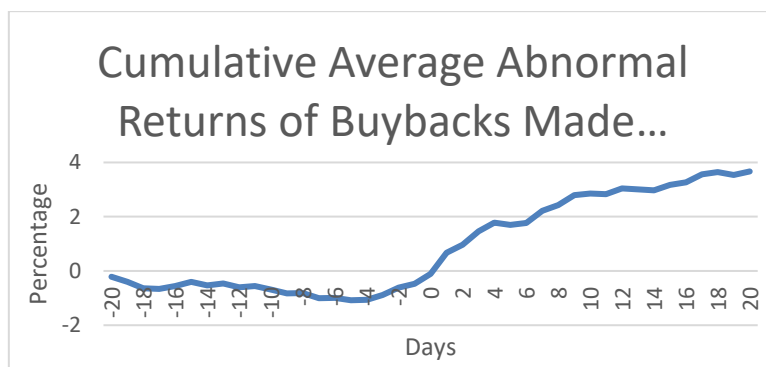
Hình 2 phác họa trực quan CAAR trong cửa sổ sự kiện tập trung quanh ngày thông báo. Một lần nữa chứng minh giá cổ phiếu trung bình của toàn bộ mẫu giảm trước khi thông báo, và tăng lên khi có thông báo mua lại.

Kết quả kiểm định của lợi suất bất thường trung bình tích lũy cũng đã củng cố thêm bằng chứng về sự tồn tại của lợi suất bất thường.

Bảng 2 trên thể hiện kết quả kiểm định lợi nhuận bất thường trung bình tích lũy (CAAR) trong tất cả khung sự kiện xung quanh ngày thông báo qua kiểm định T-test và WCSRT với mức ý nghĩa 5% đều có ý nghĩa thống kê, cho thấy rằng thông báo mua lại có tác động mạnh lên lợi suất bất thường trung bình tích lũy trên các khung thời gian. Một lần nữa, khẳng định rõ ràng xung quanh ngày thông báo mua lại cổ phiếu đều xuất hiện lợi suất bất thường trung bình tích lũy, tức là Thị trường Chứng khoán Việt Nam không hiệu quả ở dạng bán mạnh.

Tuy nhiên, nhóm nghiên cứu tiếp tục thực hiện kiểm định khác cũng dựa vào các khung sự kiện trên nhưng chia thành hai phía quanh ngày thông báo thì thu được kết quả khá bất ngờ như bảng 3.

**Hình 2. Biểu đồ thể hiện lợi suất bất thường trung bình tích lũy sử dụng mô hình market model**



**Bảng 2: Lợi suất bất thường trung bình tích lũy (CAAR)**

Event Window	T- test			WCSRT	
	CAAR	t-statistic	p-value	z value	p value
(-1;1)	0.0128	4.3003	0	3.502	0.0005
(-3;3)	0.0253	5.0518	0	4.37	0
(-5;5)	0.0269	4.2116	0	3.84	0.0001
(-7;7)	0.0303	3.9423	0.0001	3.889	0.0001
(-10;10)	0.0341	3.8499	0.0002	3.637	0.0003
(-20;20)	0.0366	2.6292	0.0091	2.702	0.0069

Theo kết quả trên, với các khung sự kiện trước thông báo, ngoại trừ khung (-3;-1) thì lợi suất bất thường trung bình tích lũy không có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 10%, một điều thú vị là kết quả này trái ngược với kỳ vọng của nhóm tác giả khi cho rằng ở thị trường Việt Nam, có

một số nhà đầu tư đã biết trước thông tin mua lại cổ phiếu và phản ứng với thông tin này để thu được lợi nhuận bất thường. Ở đây, kết quả CAAR trước ngày thông báo đã chỉ ra rằng không có bằng chứng để kết luận đã có sự rò rỉ thông tin ra bên ngoài hoặc đã có hành vi của giao dịch nội gián trước khi sự kiện mua lại chính thức được thông báo.

**Bảng 3: Lợi suất bất thường trung bình tích lũy (CAAR) khung hai phía so với ngày thông báo**

Event Window	CAAR (%)	T-statistic	P-value
(-20;-1)	-0.466	-0.516	0.6067
(+1;+20)	3.7552	4.4452	<b>0</b>
(-10;-1)	0.0878	0.1466	0.8836
(+1;+10)	2.9468	4.9974	<b>0</b>
(-7;-1)	0.3439	0.678	0.4985
(+1;+7)	2.314	4.6044	<b>0</b>
(-5;-1)	0.5273	1.2848	0.2001
(+1;+5)	1.7956	4.1386	<b>0</b>
(-3;-1)	0.5917	1.8793	<b>0.0615</b>
(+1;+3)	1.5658	4.9283	<b>0</b>

Kết quả cũng chỉ ra rằng giá cổ phiếu tăng và giữ ở mức cân bằng mới mà không bị đảo chiều trong khoảng thời gian 20 ngày sau ngày thông báo. Bằng chứng là tồn tại lợi suất bất thường trung bình tích lũy dương ở các khung sự kiện sau ngày thông báo đều có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 5% và cửa sổ sự kiện càng dài thì giá trị lợi suất bất thường trung bình tích lũy càng lớn, cụ thể CAAR (+1;+20): 3.75% > CAAR (+1;+10): 2.95% > CAAR (+1;+3): 1.57% %, và điều này cũng hàm ý rằng các nhà đầu tư thu được lợi suất bất thường cao hơn và chủ yếu đến từ các ngày sau thông báo mua lại.

## 5. Kết luận và đề xuất

### 5.2 Kết luận

Qua quá trình thực nghiệm, kiểm định t-test và kiểm định phi tham số Wilcoxon signed rank test để củng cố, cho thấy có lợi suất bất thường xung quanh ngày thông báo mua lại. Điều này hàm nghĩa là thị trường chứng khoán Việt Nam không đạt hiệu quả dạng bán mạnh. Kết quả này phù hợp với kỳ vọng của nhóm nghiên cứu và các nghiên cứu trước đây. Từ kết quả thu được nhóm nghiên cứu đưa ra một số đề xuất sau.

### 5.2 Đề xuất

#### 5.2.1. Đối với Nhà đầu tư

Các phản ứng tích cực của thị trường chứng khoán thông qua thông báo mua lại cổ phiếu sẽ hữu ích cho Nhà đầu tư tiềm năng. Với chiến lược mua cổ phiếu của công ty ngay khi có nghị quyết của Hội đồng quản trị về việc mua lại cổ phiếu, tức là trước một khoảng thời gian (thường là 7 ngày) so với ngày chính thức có thông báo mua lại. Sau đó Nhà đầu tư sẽ bán lại số cổ phiếu này ngay khi có thông báo mua lại để kiếm được lợi nhuận bất thường.

#### 5.2.2. Đối với Doanh nghiệp

##### Xác định rõ mục đích mua lại

Trong trường hợp công ty đang dư vốn, có bốn phương án công ty có thể thực hiện: chi tiêu vốn hoặc đầu tư theo cách khác vào kinh doanh hiện tại của họ, trả cổ tức bằng tiền mặt cho các cổ đông, mua lại một công ty hoặc đơn vị kinh doanh, hoặc họ có thể sử dụng số tiền đó để mua lại cổ phần của chính mình. Mỗi quan tâm lớn nhất của vấn đề này là chi phí cơ hội. Tiền dùng để mua lại cổ phiếu có thể được sử dụng vào những hoạt động khác kể trên, và sẽ đem lại lợi nhuận, lợi ích lớn hơn cho công ty. Vì vậy, doanh nghiệp cần phải cân nhắc kỹ mục đích mua lại để việc sử dụng đạt được hiệu quả tối ưu.

##### Dành cho nhà quản trị

Các nhà quản trị cần để thị trường có cái nhìn đúng về giá trị doanh nghiệp của mình để thị trường chứng khoán Việt Nam tiến đến là một thị trường hiệu quả trong tương lai. Để thực hiện được điều này, nhà lãnh đạo của các công ty nên thực hiện tốt các quy định trong việc cung cấp thông tin một cách minh bạch để cho công chúng có cái nhìn trực quan và đúng đắn về tình hình



của doanh nghiệp. Trong giai đoạn hội nhập quốc tế như ngày nay bên cạnh việc tạo nên hình ảnh tốt cho công ty trên thị trường trong nước thì việc thu hút các nhà đầu tư nước ngoài cũng là một điều hết sức quan trọng. Việc định giá đúng giá trị của công ty, xây dựng một doanh nghiệp với cấu trúc vốn hoàn chỉnh trong mắt các nhà đầu tư nước ngoài là hết sức cần thiết. Do vậy, nếu nhà quản lý muốn thị trường có cái nhìn đúng đắn về giá trị thực sự của doanh nghiệp mình, ban lãnh đạo cần cố gắng cung cấp thông tin chính xác, đầy đủ và kịp thời về tình hình hoạt động và triển vọng tương lai của doanh nghiệp thông qua các bản báo cáo tài chính và các bản thảo kế hoạch trong ngắn và dài hạn.

### 5.2.3. Đối với chính phủ

Chứng khoán phái sinh được hình thành trên tài sản cơ sở là cổ phiếu, trái phiếu. Vì vậy thị trường chứng khoán phái sinh chịu ảnh hưởng lớn từ thị trường chứng khoán. Việc có một hệ thống thông tin thị trường minh bạch, thị trường chứng khoán hoạt động hiệu quả sẽ tác động tới thị trường chứng khoán phái sinh. Đặc biệt vào ngày 10/8/2017, Việt Nam đã chính thức mở thị trường chứng khoán phái sinh với sản phẩm là hợp đồng tương lai chỉ số VN30, điều này làm cho nhu cầu về thông tin minh bạch, thị trường hiệu quả càng cần thiết hơn bao giờ hết. Ngoài ra, theo bài nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng tới thị trường chứng khoán phái sinh của tác giả Phạm Thị Bích Thảo cho ra kết quả rằng nhân tố chính sách pháp lý có ảnh hưởng lớn nhất tới sự hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán phái sinh. Chính vì vậy, nhu cầu này đặt ra cho chính phủ phải xây dựng một hành lang pháp lý hợp lý, rõ ràng cho thị trường chứng khoán phái sinh và hơn hết là thị trường chứng khoán cơ sở, chính phủ cần phải yêu cầu các doanh nghiệp công bố một cách minh bạch, chính xác các thông tin ra thị trường, hạn chế trường hợp thông tin nội gián và có hình phạt xử lý cho các trường hợp, cá nhân cố ý tiết lộ thông tin hành lang.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Bagwell, L.S., Shoven, J.B., “*Cash Distributions to Shareholders*”, Journal of Economic Perspectives, Vol.3, page 129-140, (1989).
- [2] Bagwell, L.S., Shoven, J.B., “*Cash Distributions to Shareholders*”, Journal of Economic Perspectives, Vol.3, page.129-140, (1989).
- [3] Brown SJ, Warner JB., “*Measuring security price performance*”, Journal of Financial Economics Vol: 8:205–58, (1980).
- [4] Brown SJ, Warner JB., “*Using daily stock returns: the case of event studies*”, Journal of Financial Economics, Vol.14:3-31, (1985).
- [5] Dan Xing, “*The Effects of Share Repurchase on Stock Returns*”, (August 4, 2014).
- [6] Đặng Anh Tuấn, “*Đánh giá mức độ hiệu quả của thị trường vốn Việt Nam ở dạng bán mạnh*”, (2010).
- [7] Dann, L.Y., “*Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders*”, Journal of Financial Economics, Vol. 10, page 113-138, (1981).
- [8] Denis, D.J., Denis, D. and Sarin, A., “*The information content of dividend changes: Cash flow signaling, overinvestment and dividend clienteles*”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.29, page 567–587, (1994).
- [9] Dittmar, A.K., “*Why Do Firms Repurchase Stock*”, Journal of Business, Vol. 73, page. 321–356, (2000).
- [10] Dolley, James Clay., “*Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups*,” Harvard Business Review., Vol.11 pp. 316–26, (1933).
- [11] Erik Lie., “*Operating performance following open market share repurchase announcements*”, (2004).
- [12] Frank K. Reilly; Keith C. Brown, “*Investment Analysis Portfolio Management*”, 10<sup>th</sup> Edition, pages 149.



# ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC SỞ HỮU LÊN HÀNH VI NGỤY TẠO LỢI NHUẬN CỦA DOANH NGHIỆP

SV: Huỳnh Hữu Tài, Đào Gia Tuấn, Bùi Xuân Vĩnh,

Nguyễn Mạnh Trí, Huỳnh Tài Đức

Trường Đại học Ngoại thương Cơ sở II

GVHD: TS Nguyễn Thu Hằng

## TÓM TẮT

Nhóm nghiên cứu tập trung vào hình thức ngụy tạo lợi nhuận bằng hoạt động thực, và ảnh hưởng của sở hữu từ nhà đầu tư tổ chức lên mức ngụy tạo này. Các doanh nghiệp được nghiên cứu được niêm yết trên các sàn giao dịch HNX, HOSE, Upcom, tính từ năm 2007 đến 2016. Dựa vào những nghiên cứu trước, nhóm đề xuất hai giả thuyết về ảnh hưởng của phần trăm sở hữu tổ chức, và ảnh hưởng hai chiều của mức sở hữu 65% lên ngụy tạo lợi nhuận bằng hoạt động thực. Kết quả cho thấy sở hữu tổ chức có ảnh hưởng giảm mức độ ngụy tạo, tuy nhiên mức 65% không có ý nghĩa phân tách hai chiều hiệu ứng trên.

**Từ khóa:** Ngụy tạo lợi nhuận bằng hoạt động thực, Cấu trúc sở hữu, Bất cân xứng thông tin

## 1. Tổng quan về tình hình nghiên cứu

### 1.1. Nghiên cứu nước ngoài

Vì sự khác biệt trong chuyên môn điều hành doanh nghiệp, chủ sở hữu của nhiều doanh nghiệp thường không phải là người quản lý nó, mà là những nhà quản lý được thuê (Berle và Means, 1932). Bất đồng nhất về lợi ích, thông tin, và quyền hành giữa hai bên làm cho nhà quản lý có thể chạy theo lợi ích của mình thay vì lợi ích cổ đông, mà không bị phát hiện ngay (Hall, 1998)

Sự bất cân xứng thông tin thể hiện rõ qua báo cáo tài chính. Các cổ đông cùng các bên liên quan chỉ được tiếp cận báo cáo tài chính cuối năm về kết quả kinh doanh (Maher và Anderson, 1999). Báo cáo này được chuẩn bị bởi nhà quản trị, và có thể được thao túng mà vẫn nằm trong phạm vi quy định kế toán (Healy và Wahlen, 1999).

Nhà quản trị, vì mục đích đạt các ngưỡng chỉ tiêu (Healy, 1999), hoặc vì lợi ích trong giao dịch cổ phần của cá nhân mình (Cheng và Warfield, 2005), hay để huy động vốn (Rangan, 1998), có thể ngụy tạo mức lợi nhuận trên báo cáo tài chính trong khoảng nhất định. Theo Roychowdhury (2006), việc ngụy tạo rút bớt lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp, để bù vào lợi nhuận hiện tại - phần lợi nhuận được các bên liên quan chú ý. Việc vay mượn từ tương lai này phương hại đến lợi ích lâu dài của nhiều cổ đông và bên liên quan.

Theo Jensen và Meckling (1976), việc các cổ đông giám sát hoạt động của nhà quản trị thường tốn kém và đòi hỏi nguồn lực chuyên môn. Nhiều cổ đông nhỏ không muốn chi trả cho việc này. Họ có thể hưởng lợi miễn phí từ hành động của các cổ đông lớn hơn, hoặc đơn giản bán lại cổ phần để tránh rủi ro.

Như vậy việc giám sát có thể còn tùy thuộc vào cơ cấu sở hữu doanh nghiệp (Morck và cộng sự, 1988). Việc cổ đông không phải là cá nhân mà là những nhà đầu tư tổ chức (Dechow và cộng sự, 1996), hay việc một số cổ đông tập trung quyền lực trong tay (Alzoubi, 2015), có thể ảnh hưởng đến mức độ giám sát này, và từ đó ảnh hưởng đến hành vi ngụy tạo lợi nhuận.

### 1.2. Nghiên cứu trong nước

Ở Việt Nam, vấn đề ngụy tạo lợi nhuận của doanh nghiệp cũng được sự quan tâm đáng kể của cộng đồng nghiên cứu. Cụ thể, nghiên cứu của Nguyễn Thu Hằng và Nguyễn Mạnh Hiệp (2016) đã nghiên cứu hành vi ngụy tạo lợi nhuận bằng hoạt động thực của doanh nghiệp Việt Nam. Bài nghiên cứu đã chỉ ra rằng những doanh nghiệp có mức lợi nhuận ghi nhận được gần ngưỡng 0 thì có động cơ ngụy tạo lợi nhuận thông qua những hành vi như đẩy mạnh bán hàng, giảm chi phí tùy nghi hay đẩy mạnh sản xuất. Đào Nam Giang (2017) đóng góp một công trình nghiên cứu

định tính trình bày tổng quan những nghiên cứu về hành vi nguy tạo lợi nhuận công bố bởi ngân hàng thương mại. Bài nghiên cứu chỉ ra đa số những nghiên cứu về hành vi nguy tạo lợi nhuận của ngân hàng ở những nước đang phát triển và chuyển đổi như Việt Nam còn khá mờ nhạt, trong khi các nghiên cứu này chủ yếu sử dụng dữ liệu từ những nước phát triển. Tác giả Huỳnh Thị Vân (2012) kiểm định hành vi nguy tạo lợi nhuận của những công ty cổ phần trong năm đầu tiên niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho rằng những công ty mới niêm yết trên thị trường chứng khoán trước áp lực phải thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư, cũng như được hưởng những ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp càng có khả năng thực hiện hành vi nguy tạo lợi nhuận. Trong khi đó, Phạm Thị Ánh Thùy (2017) đã tiếp cận vấn đề nguy tạo lợi nhuận từ tác động của chất lượng kiểm toán và sở hữu nhà nước. Tác giả chỉ ra rằng các công ty có vốn nhà nước chi phối hành vi nguy tạo lợi nhuận thông qua các khoản dồn tích thấp hơn các công ty tư nhân.

## **2. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước**

### ***Về nguy tạo lợi nhuận***

Nguy tạo lợi nhuận được định nghĩa bởi Healy và Wahlen (1999): "... Khi nhà quản trị sử dụng *quyền ước tính và lựa chọn phương pháp tính* của mình trong việc báo cáo tài chính hoặc trong việc *xếp đặt các giao dịch* nhằm làm lạc hướng các bên liên quan về hiệu quả kinh tế của doanh nghiệp, hoặc nhằm thay đổi những kết quả mà các hợp đồng quy định là sẽ phụ thuộc vào con số báo cáo kế toán".

Định nghĩa này phân loại nguy tạo ra hai hình thức, được biết đến trong các nghiên cứu về sau dưới hai cái tên: Nguy tạo lợi nhuận dựa trên các khoản dồn tích và Nguy tạo lợi nhuận dựa trên hoạt động thực.

Roychowdhury (2006) định nghĩa Nguy tạo lợi nhuận dựa trên hoạt động thực: "Những *hành động trong quản trị* doanh nghiệp đi lệch so với thực tiễn kinh doanh thông thường, được thực hiện với mục tiêu đạt được những ngưỡng lợi nhuận báo cáo nhất định, với động cơ đến từ nhà quản trị là làm những bên có liên quan tin rằng một nguyên tắc báo cáo tài chính vẫn được tuân thủ như quy trình hoạt động thông thường." Mục đích thực hiện thao túng hoạt động thực là để tăng lợi nhuận tạm thời, với cái giá phải trả có thể là hiệu quả lâu dài.

Roychowdhury (2006) đồng thời đã liệt kê các hình thức hoạt động thực nhằm nguy tạo lợi nhuận phổ biến: đẩy nhanh bán hàng thông qua ưu đãi, cắt giảm các chi phí tùy nghi, sản xuất dư thừa. Tác giả còn đưa ra mô hình gồm ba biến số đại diện cho mức độ nguy tạo lợi nhuận bằng các hoạt động thực trên.

### ***Về tính chất của cổ đông là nhà đầu tư tổ chức.***

Bài nghiên cứu của Khorana, Servaes và Tufano (2005) chỉ ra rằng nhà đầu tư tổ chức ngày càng đóng vai trò quan trọng không chỉ trong những thị trường phát triển mà cả những nền kinh tế mới nổi. Miguel A. Feireira, Pedro Matos (2008) cho rằng hầu hết những nhà đầu tư tổ chức có xu hướng đầu tư vào những doanh nghiệp có cơ chế quản trị minh bạch. Và ngược lại cơ chế quản trị doanh nghiệp cũng được cải thiện bởi nhà đầu tư tổ chức.

Miguel A. Feireira, Pedro Matos (2008) chỉ ra rằng những nhà đầu tư tổ chức nước ngoài và tổ chức độc lập ít có mối quan hệ làm ăn với doanh nghiệp thì quan tâm hơn đến vấn đề quản trị của doanh nghiệp. Bài nghiên cứu của Gillan và Starks (2003) chỉ ra rằng lượng tiền của những cổ đông tổ chức đổ vào các doanh nghiệp càng lớn thì càng làm tăng mức độ giám sát, quản lý hoạt động của doanh nghiệp. Bange & De Bondt (1998) và Chung cùng cộng sự (2002) cũng chỉ ra mối tương quan âm giữa sở hữu của nhà đầu tư tổ chức và mức độ thao túng lợi nhuận của doanh nghiệp, khi nhà đầu tư tổ chức sẽ làm giảm động cơ thao túng lợi nhuận của ban lãnh đạo.

Tuy nhiên, có không ít ý kiến trái chiều lại cho rằng nhà đầu tư tổ chức không đóng vai trò đáng kể trong việc giám sát quản lý hoạt động của doanh nghiệp (Claessens & Fan, 2002; Porter, 1992). Theo nghiên cứu của tác giả Duggal và Millar (1999), các nhà đầu tư tổ chức có xu hướng sẵn sàng bán đi cổ phần của mình tại một doanh nghiệp làm ăn tệ hại hơn là tốn kém thời gian và chi phí để giám sát và cải thiện tình hình kinh doanh của doanh nghiệp đó. Theo nghiên cứu của Bushee (1998) và Potter (1992), nhà đầu tư tổ chức dành quá nhiều sự quan tâm vào kết quả tài

chính trước mắt hơn là kết quả dài hạn. Chính vì vậy, ban giám đốc phải chịu sức ép làm sao để xoay sở nhằm đáp ứng được kỳ vọng của nhà đầu tư.

### ***Về độ tập trung quyền sở hữu trong tay cổ đông lớn.***

Theo Jensen và Meckling (1976), các cổ đông lớn làm giảm các hành vi điều hành mang tính chủ nghĩa cơ hội và có xu hướng tăng giá trị cho công ty. Ali và cộng sự (2008) và Iturriaga và Hoffman (2005) thấy rằng mức độ tập trung sở hữu làm giảm các hành vi tùy nghi của các quản lý.

Tuy nhiên, các cổ đông lớn có thể can thiệp vào công tác quản lý của doanh nghiệp, và tạo động cơ cho các nhà quản lý tham gia vào nguy tạo lợi nhuận để làm tối đa hóa lợi ích cá nhân (Jaggi và Tsui, 2007). Vì các nhà quản lý sợ những đánh giá tiêu cực của các cổ đông lớn đến từ hiệu quả công việc giám sát, họ có thể có động cơ mạnh mẽ hơn để tham gia vào việc nguy tạo lợi nhuận. Choi, Jean và Park (2004); Kim và Yoon (2008) dẫn chứng rằng hành vi nguy tạo lợi nhuận có mối tương quan dương với mức tập trung quyền sở hữu.

### **3. Phương pháp nghiên cứu**

Trong nghiên cứu này, nhóm nghiên cứu kiểm tra ảnh hưởng của cơ cấu sở hữu lên mức nguy tạo lợi nhuận thực, trên một số biến kiểm soát khác. Sau đây phương pháp đo lường và giải thích cho biến độc lập (nguy tạo lợi nhuận thực), biến phụ thuộc (sở hữu của nhà đầu tư tổ chức, độ tập trung quyền sở hữu), và các biến kiểm soát được trình bày.

Mức độ nguy tạo lợi nhuận bằng hoạt động thực (REAL):

Đề đo lường mức độ nguy tạo lợi nhuận (bằng hoạt động thực), nhóm tác giả sử dụng 3 biến số đại diện xây dựng bởi Roychowdury (2006):

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO):

+ Bán hàng chiết khấu, bán hàng trả chậm cũng làm *dòng tiền thấp bất thường* cho kỳ hiện tại.

+ Ngược lại, việc cắt giảm chi phí tùy nghi lại giảm dòng tiền ra, và nhờ đó có tác dụng ngược lại so với đây nhanh bán hàng: tăng dòng tiền ròng từ hoạt động kinh doanh.

Tổng các khoản chi phí tùy nghi: như R&D, chi phí đào tạo nhân viên, quảng cáo, bảo dưỡng. Trong kỳ bị cắt giảm, *tổng các chi phí này sẽ thấp bất thường*.

Chi phí sản xuất: *Chi phí sản xuất sẽ cao bất thường* nếu tồn tại sản xuất dư thừa.

Ba biến số trên được hồi quy cho một số chỉ số khác đại diện cho tình trạng kinh tế - tài chính của doanh nghiệp. Các chỉ số này được tính từ doanh thu thuần và tổng tài sản.

Sau đây là mô hình hồi quy để xác định mức thông thường của:

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh:

$$\frac{CFO_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 * \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 * \frac{S_t}{A_{t-1}} + \beta_3 * \frac{S_t - S_{t-1}}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (1)$$

### ***Trong đó***

CFO<sub>t</sub>: Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên báo cáo thu nhập của năm t.

A<sub>t</sub>: Tổng tài sản của doanh nghiệp, năm t.

S<sub>t</sub>: Doanh thu thuần báo cáo của doanh nghiệp, năm t.

Tính toán từ kết quả hồi quy của mô hình (1), giá trị xử lý thông của CFO<sub>t</sub>/A<sub>t-1</sub> được ký hiệu là NORM\_CFOA<sub>t</sub>.

NORM\_CFOA<sub>t</sub> mang ý nghĩa là giá trị thông thường của Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh/Tổng tài sản năm trước, tương ứng với các biến số còn lại trong mô hình. Ý tưởng là: với tổng tài sản như một năm trước quan sát, với thay đổi doanh thu thuần như trong một năm trước quan sát, thì NORM\_CFOA<sub>t</sub> được xem là mức dòng tiền thông thường nên có trong năm quan sát.

$$ACFOA_t = \frac{CFO_t}{A_{t-1}} - NORM\_CFOA_t$$



ACFOA được tính từ chênh lệch giữa mức thực tế và mức thông thường của CFO/A<sub>t-1</sub>. ACFOA mang ý nghĩa là lượng dòng tiền bất thường đến từ doanh nghiệp trong năm. Dòng tiền này, cùng với những mức bất thường còn lại dưới đây, đóng vai trò biến phụ thuộc trong mô hình của nhóm nghiên cứu. Trong ngắn hạn, dòng tiền vào thuần sẽ thấp bất thường. Do đó, ACFOA càng thấp chỉ định mức ngắn hạn tạo lợi nhuận càng cao.

**Tổng chi phí tùy nghi:**

$$\frac{DIS_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 * \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 * \frac{S_{t-1}}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (2)$$

**Trong đó:**

*DIS<sub>t</sub>*: Tổng các chi phí tùy nghi, năm t. Được tính bằng  $DIS_t = SALE\_EXP_t + AD\_EXP_t$

*SALE\_EXP<sub>t</sub>*: Chi phí bán hàng (gồm chi phí...), năm t.

*AD\_EXP<sub>t</sub>*: Chi phí quản trị, năm t.

*A<sub>t</sub>*: Tổng tài sản của doanh nghiệp, năm t.

*S<sub>t</sub>*: Doanh thu thuần báo cáo của doanh nghiệp, năm t.

Tính toán từ kết quả hồi quy của mô hình (2), giá trị xử lý thông của *DISA* được ký hiệu là *NORM\_DISA*.

$$ADISA_t = \frac{DIS_t}{A_{t-1}} - NORM\_DISA_t$$

*ADISA* bằng với phần dư của mô hình hồi quy mô hình (2). Việc ngắn hạn bằng cắt giảm chi phí tùy nghi làm các chi phí này thấp bất thường. Do đó, *ADISA* càng thấp chỉ định mức ngắn hạn tạo lợi nhuận càng cao.

Chi phí sản xuất:

$$\frac{PROD_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 * \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 * \frac{S_t}{A_{t-1}} + \beta_3 * \frac{S_t - S_{t-1}}{A_{t-1}} + \beta_4 * \frac{S_{t-1} - S_{t-2}}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (3)$$

**Trong đó:**

*PROD<sub>t</sub>*: Chi phí sản xuất, năm t. Được tính bằng  $PROD_t = COSG_t + (INV_t - INV_{t-1})$  (Giá vốn hàng bán, cộng với thay đổi trong lượng tồn kho trong vòng 1 năm).

*COSG<sub>t</sub>*: Giá vốn hàng bán, năm t.

*INV<sub>t</sub>*: Tổng tồn kho, năm t.

*A<sub>t</sub>*: Tổng tài sản của doanh nghiệp, năm t.

*S<sub>t</sub>*: Doanh thu thuần báo cáo của doanh nghiệp, năm t.

Tính toán từ kết quả hồi quy của mô hình (3), giá trị xử lý thông của *PRODA* được ký hiệu là *NORM\_PRODA*.

$$APRODA_t = \frac{PROD_t}{A_{t-1}} - NORM\_PRODA_t$$

*APRODA* bằng với phần dư của mô hình hồi quy (3). Sản xuất dư thừa làm chi phí sản xuất cao bất thường. Do đó, *APRODA* càng cao chỉ định mức ngắn hạn tạo lợi nhuận càng cao.

Dựa theo Cohen và cộng sự (2008), nhóm nghiên cứu sử dụng một biến số tích hợp cả ba biến đại diện trên, nhằm đo lường mức ngắn hạn tạo lợi nhuận tổng hợp từ các loại hoạt động đã nêu:

$$REAL_t = -ACFOA_t - ADISA_t + APRODA_t$$

*REAL* càng cao chỉ định mức ngắn hạn bằng hoạt động thực càng cao.

Giải thích biến chính

Mức sở hữu của nhà đầu tư tổ chức (INSTITUTION)

Biến INSTITUTION được đo lường bằng tổng phần trăm sở hữu có trọng số của tất cả những nhà đầu tư tổ chức nắm giữ cổ phần hơn 5% tại doanh nghiệp.

Biến INSTITUTION dùng để kiểm nghiệm lý thuyết đại diện, khi lý thuyết này chỉ ra rằng sự tham gia của nhà đầu tư tổ chức góp phần quan trọng trong việc quản lý các hoạt động của doanh nghiệp. Cách đo lường này cũng được Andres Almazan, Jay C.Hartzell, và Laura T. Stark áp dụng trong bài nghiên cứu của mình. Ngoài ra, còn nhiều thước đo khác cũng được nhiều nhà

nghiên cứu sử dụng để kiểm định mức độ sở hữu nhà đầu tư tổ chức. Cụ thể, Miguel A. Ferreira, Pedro Matos (2008) sử dụng số phần trăm sở hữu của tất cả nhà đầu tư tổ chức của doanh nghiệp chia cho vốn hóa thị trường của doanh nghiệp đó. Bài nghiên cứu của Rashidah Abdul Rahman và Azlina Abdul Jalil (2010) dùng tổng phần trăm sở hữu của năm nhà đầu tư tổ chức lớn nhất để tính mức độ sở hữu doanh nghiệp của nhà đầu tư tổ chức.

Bange & De Bondt (1998), Chung cùng các cộng sự (2002) và Gillan và Starks (2003) chỉ ra mối tương quan âm giữa sở hữu của nhà đầu tư tổ chức và mức độ thao túng lợi nhuận của doanh nghiệp, khi nhà đầu tư tổ chức sẽ làm giảm động cơ thao túng lợi nhuận của ban lãnh đạo. Bushee (1998) và Potter (1992), Duggal và Millar (1999) đưa ra kết quả ngược lại khi cho rằng sự sở hữu của nhà đầu tư tổ chức góp phần làm tăng động cơ ngụy tạo lợi nhuận của doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, mức độ tập trung quyền sở hữu của nhà đầu tư tổ chức cũng có nhiều ảnh hưởng lên hành vi ngụy tạo lợi nhuận của doanh nghiệp. Trong nghiên cứu của Alves (2012), phần trăm sở hữu của nhà đầu tư tổ chức cung cấp một cơ chế giám sát những hành động ngụy tạo lợi nhuận của doanh nghiệp. Shleifer và Vishny (1986) cho rằng các nhà đầu tư lớn, nghĩa là sở hữu một lượng lớn cổ phần của doanh nghiệp, sẽ có nhiều động cơ để chủ động giám sát và gây ảnh hưởng lên ban quản lý của doanh nghiệp để bảo vệ khoản đầu tư của mình. Jensen và Meckling (1976) cũng có đồng quan điểm khi cho rằng những cổ đông lớn giúp làm giảm những hành vi điều hành mang tính chủ nghĩa cơ hội. Chính vì vậy, nhóm nghiên cứu cho rằng mối quan hệ giữa sự sở hữu của nhà đầu tư tổ chức và hành vi ngụy tạo lợi nhuận của doanh nghiệp không chỉ dừng lại ở mối quan hệ tuyến tính, mà có thể tồn tại mối quan hệ hai chiều tùy thuộc vào mức độ tập trung sở hữu của các cổ đông tổ chức này.

Ling Lin (2012) đã kiểm nghiệm hành vi ngụy tạo lợi nhuận của doanh nghiệp bị thay đổi khi có sự sở hữu của nhà đầu tư tổ chức ở mức độ khác nhau. Nhóm nghiên cứu cho rằng có một mức phần trăm sở hữu nhất định của nhà đầu tư tổ chức làm thay đổi hành vi ngụy tạo lợi nhuận của doanh nghiệp. Theo Luật Việt Nam, điều 144 luật Doanh nghiệp 2014, nếu được số cổ đông đại diện ít nhất 65% tổng số phiếu biểu quyết của tất cả các cổ đông dự họp tán thành, Nghị quyết về vấn đề thay đổi ngành, nghề, lĩnh vực kinh doanh, cơ cấu tổ chức quản lý công ty, dự án đầu tư hoặc bán tài sản có giá trị lớn hơn hoặc bằng 35% tổng giá trị tài sản được ghi trong báo cáo tài chính gần nhất của công ty, tổ chức lại, giải thể công ty. Mức 65% là mức có nhiều ý nghĩa trong sự thay đổi quyền lực của các cổ đông tổ chức trong việc tạo ảnh hưởng lên kế hoạch kinh doanh của doanh nghiệp. Ở Việt Nam, nhiều doanh nghiệp nhà nước mới chỉ được thoái vốn từng phần, nhưng có sự tham gia đầu tư của nhiều nhà đầu tư tổ chức, dẫn đến lượng cổ phần được nắm giữ bởi mỗi nhà đầu tư tổ chức chưa thật sự đủ lớn để giúp nhà đầu tư có tiếng nói trong việc quyết định những nghị quyết trong Đại hội đồng cổ đông.

Nhóm nghiên cứu quyết định chọn mức tổng sở hữu của các nhà đầu tư tổ chức bằng 65% sẽ bắt đầu có sự thay đổi trong việc ảnh hưởng lên hành vi ngụy tạo lợi nhuận của doanh nghiệp. Nhóm nghiên cứu cho rằng, đối với những doanh nghiệp được sở hữu thấp hơn 65% bởi nhà đầu tư tổ chức, thì sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức sẽ làm tạo thêm động cơ cho doanh nghiệp thao túng lợi nhuận. Khi doanh nghiệp được sở hữu nhiều hơn 65% bởi nhà đầu tư tổ chức, nhà đầu tư tổ chức sẽ có tiếng nói hơn và góp phần làm giảm hành vi ngụy tạo lợi nhuận của doanh nghiệp. Để kiểm định mối quan hệ hai chiều này, nhóm nghiên cứu dùng ba biến để đo lường: biến INSTITUTION, biến giả D, và biến tương tác giữa biến INSTITUTION và biến giả D, với biến giả D nhận giá trị 0 khi có tổng sở hữu bởi nhà đầu tư tổ chức thấp hơn 65%, và nhận giá trị 1 khi có tổng sở hữu bởi nhà đầu tư tổ chức cao hơn 65%.

Giả thuyết H1: sự sở hữu của nhà đầu tư tổ chức có tương quan âm với hành vi ngụy tạo lợi nhuận của doanh nghiệp.

Mô hình nghiên cứu (1):

$$REAL_{it} = \beta_0 + \beta_1 * INSTITUTION_{it} + \beta_2 * ACCRUAL_{it} + \beta_3 * LEVERAGE_{it} + \beta_4 * SIZE_{it} + \beta_5 * MTB_{it} + \beta_6 * ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Doanh nghiệp i, Năm t)

Giả thuyết H2 : Sự sở hữu của nhà đầu tư tổ chức, có tương quan dương với hành vi nguy tạo lợi nhuận của doanh nghiệp khi được sở hữu thấp hơn 65% bởi nhà đầu tư tổ chức, có tương quan âm với hành vi nguy tạo lợi nhuận khi được sở hữu hơn 65% bởi nhà đầu tư tổ chức.

**Mô hình nghiên cứu (2):**

$$REAL_{it} = \beta_0 + \beta_1 * INSTITUTION_{it} + \beta_2 * D + \beta_3 * D * INSTITUTION + \beta_4 * ACCRUAL_{it} + \beta_5 * LEVERAGE_{it} + \beta_6 * SIZE_{it} + \beta_7 * MTB_{it} + \beta_8 * ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Doanh nghiệp i, Năm t)

Giải thích các biến kiểm soát

Tỷ số lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA)

Tỷ số lợi nhuận trên tài sản (ROA) là một chỉ số đại diện cho mức lợi nhuận của công ty so với tổng tài sản công ty đó sở hữu. ROA giúp cho các nhà quản lý, nhà đầu tư và các nhà phân tích có một góc nhìn rõ hơn về việc công ty sử dụng nguồn vốn hiệu quả như thế nào. Chỉ số lợi nhuận trên tài sản (ROA) được tính theo công thức sau:

$$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Dechow và cộng sự (1995) cho rằng: nếu tính toán mức bất thường các khoản dồn tích bằng các loại mô hình so sánh với một mức “thông thường”, sẽ có thể dẫn đến sai số đo lường. Điều này bắt nguồn từ tương quan với chính hiệu quả thực sự của doanh nghiệp. Để kiểm soát cho sai số do tương quan này, Roychowdhury (2006) sử dụng một biến số tương tự với chỉ số ROA, như một biến kiểm soát.

Đòn bẩy (LEVERAGE)

Là biến xác định tỉ lệ nợ của doanh nghiệp, được Roychowdhury (2006) cho rằng có ảnh hưởng đến mức độ nguy tạo lợi nhuận, với lập luận rằng nhiều hợp đồng cho vay có điều khoản thắt chặt chính sách nếu doanh nghiệp báo lỗ, từ đó tạo động cơ cho hành vi nguy tạo để tránh việc thắt chặt này.

Ngoài ra, tỉ lệ nợ của doanh nghiệp đại diện cho việc có bao nhiêu tài sản của doanh nghiệp là tài sản vay mượn, điểm khác biệt của tài sản vay mượn và tài sản của doanh nghiệp là tài sản vay mượn bao gồm chi phí vay nợ, điều này làm cho tài sản thực tế không hoàn toàn bằng với tổng tài sản trên báo cáo tài chính nếu chúng ta tính tới số chi phí phải bỏ ra cho các tài sản đó.

$$Leverage = \frac{\text{Tổng nợ dài hạn}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Quy mô doanh nghiệp (SIZE) và Hệ số giá thị trường trên giá trị sổ sách (MTB)

SIZE và MTB là hai biến dùng trong việc kiểm soát đặc tính của doanh nghiệp. Biến SIZE thể hiện quy mô tương đối của công ty, được đo bằng logarit cơ số tự nhiên của số lượng cổ phiếu hiện hành nhân với thị giá của mã cổ phiếu cuối năm quan sát. Với sức ép từ lượng lớn cổ đông và giá trị thị trường, các công ty có quy mô hay vốn hóa cao có xu hướng nguy tạo cao hơn những công ty có quy mô thấp với ít sự chú ý và kì vọng, cũng như gây quỹ cho các dự án lớn.

$$Size = \ln(N \times P)$$

**Trong đó:**

N: số lượng cổ phiếu hiện hành

P: giá cổ phiếu vào cuối năm

Trong khi đó, biến MTB có so sánh sự tương quan của Giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (kế toán) để đánh giá giá trị thật của công ty. Ngược lại với SIZE, công ty cần giá trị sổ sách tốt giúp hỗ trợ những sự kiện nội bộ, thì MTB đã phản ánh sự lạc quan từ nhà đầu tư và từ đó, các công ty có thể tận dụng sự lạc quan ấy hơn là tiếp tục nguy tạo lợi nhuận, nên tác động của MTB được dự đoán là tương quan âm với REAL. Skinner và Sloan (2002) nhận xét rằng những doanh nghiệp tăng trưởng (với tỷ số MTB cao) sẽ chịu hậu quả nặng nề từ thị trường chứng khoán hơn những doanh nghiệp khác, nếu họ không đáp ứng các ngưỡng lợi nhuận.

Nguyễn Thu Hằng và Nguyễn Mạnh Hiệp (2016) đã chỉ ra lợi ích cộng thêm của việc thao túng lợi nhuận tạo ra tác động nhỏ hơn trong những công ty tốt. Nên nếu công ty đã có tiềm lực, ban lãnh đạo sẽ có thể không xem xét đến việc thao túng vì sự phức tạp của nó.

$$MTB = \frac{\text{Giá trị vốn hóa thị trường}}{\text{Giá trị sổ sách}}$$

Trong đó: Giá trị vốn hóa thị trường = N\*P

N: số lượng cổ phiếu hiện hành

P: giá cổ phiếu vào cuối năm

Roychowdhury (2006) và Guo và cộng sự (2015) cũng đã đưa kết quả ủng hộ cho lý giải trên. Tuy vậy, quy mô doanh nghiệp chỉ tạo ra một tác động quan trọng vừa đủ trong mẫu nghiên cứu so với những biến khác.

Ngụy tạo lợi nhuận dựa trên cơ sở dồn tích (ACCRUAL)

Biến ACCRUAL chỉ ra sự đánh đổi trong việc lựa chọn phương thức thao túng lợi nhuận, và bằng chứng đã chỉ ra sự tồn tại mối quan hệ tương hỗ này (Cohen và cộng sự, 2008; Amy Y. Zang, 2005). Từ đó, chúng ta có 2 lý do chính đã được kiểm nghiệm:

Đầu tiên, vì cả 2 đều là những hoạt động tốn kém, công ty phải đánh đổi giữa thao túng lợi nhuận thực với thao túng lợi nhuận dồn tích dựa trên tương quan chi phí bỏ ra. Qua đó, ta có thể dễ dàng thấy rằng, khi một hoạt động có chi phí lớn, công ty sẽ ưu tiên chọn phương án còn lại.

Thứ hai, thao túng lợi nhuận thực phải được thực hiện trong suốt một năm tài chính và sẽ đạt được kết quả vào cuối năm đó. Tuy vậy, nhà quản lý vẫn còn cơ hội tăng doanh thu nếu chưa đạt mục tiêu thông qua việc thao túng lợi nhuận dồn tích. Sự khác nhau về thời gian chỉ ra rằng nhà quản lý có thể thực hiện việc thao túng lợi nhuận 2 lần. Vì thế, sẽ có một quan hệ trực tiếp và bù trừ giữa 2 phương pháp này, nếu thao túng lợi nhuận thực giúp cho lợi nhuận trở nên quá cao (thấp), nhà quản lý sẽ giảm (tăng) thông qua thao túng lợi nhuận dồn tích để con số đạt đúng kỳ vọng.

Từ đó, chúng ta có thể kỳ vọng một tương quan âm, hay hệ số hồi quy âm với lý do đánh đổi giữa 2 phương thức hay hệ số hồi quy dương với lý do thao túng lợi nhuận phụ trợ của thao túng lợi nhuận dồn tích cho giao túng lợi nhuận thực.

Trong mô hình, nhóm nghiên cứu đã bao gồm cả các khoản dồn tích tùy nghi - một công cụ đo lường cho hoạt động thao túng lợi nhuận dồn tích theo lý thuyết. Nhóm nghiên cứu áp dụng mô hình Jones đã sửa đổi của Dechow và cộng sự (1995) để đo lường các khoản dồn tích tùy nghi (DA<sub>t</sub> - Discretionary Accruals). Khoản này được tính bằng sự chênh lệch giữa tổng các khoản dồn tích thực sự (TA<sub>t</sub> - Total Accruals) với giá trị xử lý thông của các khoản dồn tích - giá trị “thông thường” (NORM\_TA<sub>t</sub> - Normal Accruals). Giá trị xử lý thông, hay giá trị “thông thường” này, tính từ mô hình hồi quy Jones sửa đổi.

$$ACCRUAL_t = \frac{TA_t}{A_{t-1}} - NORM\_TA_t$$

Trong đó:

NORM\_TA<sub>t</sub> là giá trị xử lý thông của TA<sub>t</sub>/A<sub>t-1</sub> trong (4):

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 * \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 * \frac{S_t - S_{t-1}}{A_{t-1}} + \beta_3 * \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (4)$$

TA<sub>t</sub> là phần khác biệt giữa lợi nhuận hoạt động thuần và dòng tiền hoạt động;

PPE<sub>t</sub> (Property, Plant and Equipment) là giá trị gộp của Tài sản, nhà máy và thiết bị.



#### 4. Kết quả hồi quy và giải thích

**Bảng 1. Kết quả hồi quy**

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	ACFOA	ADISA	APRODA	REAL	REAL
INSTITUTION	0.0200** (0.00910)	0.0134** (0.00593)	-0.00789 (0.0111)	-0.0435** (0.0194)	-0.0195 (0.0240)
D					0.380** (0.153)
D*INSTITUTION					-0.545*** (0.206)
ACCRUAL	-0.0481 (0.0305)	-0.0125 (0.0198)	0.109*** (0.0371)	0.176*** (0.0649)	0.179*** (0.0648)
LEVERAGE	0.0358** (0.0180)	-0.0301** (0.0117)	0.00606 (0.0218)	0.00235 (0.0382)	0.00839 (0.0384)
SIZE	-0.00262 (0.00179)	-0.000318 (0.00117)	0.00452** (0.00218)	0.00738* (0.00382)	0.00815** (0.00383)
MTB	0.00925 (0.00620)	0.0139*** (0.00404)	-0.0256*** (0.00756)	-0.0491*** (0.0132)	-0.0472*** (0.0132)
ROA	0.462*** (0.0343)	0.103*** (0.0223)	-0.650*** (0.0421)	-1.220*** (0.0736)	-1.231*** (0.0735)
Constant	0.0128 (0.0314)	-0.00827 (0.0204)	-0.0424 (0.0382)	-0.0449 (0.0668)	-0.0658 (0.0674)
Số quan sát	2,294	2,294	2,261	2,261	2,261
R-squared	0.095	0.034	0.136	0.157	0.160

Trong đó REAL là biến thể hiện mức độ nguy tạo lợi nhuận bằng hoạt động thực theo mô hình DeChow (1991) và Roychowdhury (2006), INSTITUTION phần trăm sở hữu trên 5% của nhà đầu tư tổ chức, D = 1 nếu sở hữu của nhà đầu tư tổ chức trên 65%, ngược lại bằng 0, ACCRUAL đo mức độ nguy tạo lợi nhuận bằng các khoản dồn tích, LEVERAGE: nợ dài hạn/ tổng tài sản, SIZE = ln(Giá trị vốn hóa doanh nghiệp), MTB = Giá trị thị trường/ giá trị sổ sách của doanh nghiệp, ROA = lợi nhuận sau thuế/ tổng tài sản.

\*\*\*, \*\*, \* ứng với mức ý nghĩa thống kê 1%, 5%, 10%, giá trị t-statistic được thể hiện trong dấu ngoặc đơn.

Kết quả cho thấy hệ số R-squared của mô hình dao động trên dưới 16% với  $p < 0.01$ . Điều này chỉ ra độ bao quát và phù hợp của mô hình.

#### **Biến chính**

##### **Sở hữu của nhà đầu tư tổ chức:**

Ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức lên mức nguy tạo lợi nhuận bằng hoạt động thực của doanh nghiệp được đo lường thông qua ba biến số: INSTITUTION, biến giả D, và biến tương tác D\*INSTITUTION.

Ở mô hình hồi quy (4), nhóm nghiên cứu dùng biến INSTITUTION để kiểm định đơn thuần ảnh hưởng của sở hữu nhà đầu tư tổ chức lên hành vi nguy tạo lợi nhuận. Kết quả INSTITUTION nhận hệ số mang dấu âm, -0.0435 với ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Mô hình (5) kiểm định sự khác biệt trong lượng cổ phần được nhà đầu tư tổ chức nắm giữ lên hành vi nguy tạo lợi nhuận, được đo lường thông qua ba biến số: INSTITUTION, biến giả D và biến tương tác D\*INSTITUTION. Kết quả hồi quy của mô hình (5) cho thấy biến INSTITUTION không có ý nghĩa thống kê, trong khi biến giả D và biến tương tác D\*INSTITUTION đạt ý nghĩa thống kê ở mức 5%.

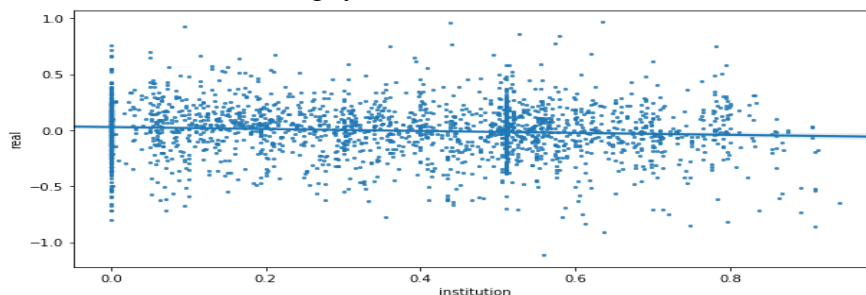
Từ kết quả mô hình (4), với hệ số của biến INSTITUTION mang giá trị âm, chỉ ra rằng việc những doanh nghiệp càng được sở hữu bởi nhà đầu tư tổ chức thì giúp làm giảm hành vi nguy tạo lợi nhuận của doanh nghiệp. Kết quả này tương đồng với kết quả của Bange và De Bondt (1998), Chung và các cộng sự (2002) và theo đúng như kỳ vọng ban đầu của nhóm nghiên cứu. Điều này có thể được hiểu là ở Việt Nam, sự góp mặt của những nhà đầu tư tổ chức đóng vai trò quan trọng trong việc quản lý doanh nghiệp. Chính nhờ năng lực giám sát của nhà đầu tư tổ chức, những hành vi nguy tạo lợi nhuận của doanh nghiệp được giảm thiểu.



Giả thiết H1 được chấp nhận rằng: sự sở hữu của nhà đầu tư tổ chức có tương quan âm lên hành vi nguy tạo lợi nhuận của doanh nghiệp.

Từ kết quả mô hình (5), mặc dù biến giả D và biến tương tác D\*INSTITUTION đều có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, nhưng biến INSTITUTION lại không mang ý nghĩa thống kê, cho thấy mức sở hữu 65% của nhà đầu tư tổ chức chưa thực sự tạo ra những tác động theo chiều hướng khác nhau của sở hữu nhà đầu tư tổ chức lên hành vi nguy tạo lợi nhuận của doanh nghiệp. Theo điều 144 Luật Doanh nghiệp, nếu được số cổ đông đại diện ít nhất 65% tổng số phiếu biểu quyết của tất cả các cổ đông dự họp tán thành, Nghị quyết về vấn đề thay đổi ngành, nghề, lĩnh vực kinh doanh, cơ cấu tổ chức quản lý công ty. Chính vì vậy, mức 65% có nhiều ý nghĩa trong sự thay đổi quyền lực của nhà đầu tư tổ chức về việc quyết định chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp, nên được kỳ vọng sẽ có ảnh hưởng lên hành vi nguy tạo lợi nhuận của doanh nghiệp. Tuy nhiên kết quả hồi quy lại không theo kỳ vọng ban đầu. Điều này có thể là do Việt Nam đang trong giai đoạn cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước. Nhiều doanh nghiệp nhà nước đang tiến hành thoái vốn từng phần, nhưng lại có nhiều nhà đầu tư tổ chức tham gia đồng sở hữu, dẫn đến phần trăm sở hữu của mỗi tổ chức chưa thực sự đủ cao để có thể những ảnh hưởng trong quyết định kinh doanh của doanh nghiệp. Theo quan điểm của Shleifer và Vishny (1986), các nhà đầu tư lớn, nghĩa là sở hữu một lượng lớn cổ phần của doanh nghiệp, sẽ có nhiều động cơ để chủ động giám sát và gây ảnh hưởng lên ban quản lý của doanh nghiệp để bảo vệ khoản đầu tư của mình. Điều này có thể là lời lý giải cho kết quả hồi quy, khi những nhà đầu tư tổ chức chưa thực sự nắm giữ một lượng cổ phần đủ lớn để cho họ sẵn sàng dành đủ thời gian và chi phí cho việc giám sát những hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Do đó mức 65% chưa phải là mức tối ưu để kiểm định tác động hai chiều của nhà đầu tư tổ chức lên hành vi nguy tạo lợi nhuận của doanh nghiệp.

Vậy giả thiết H2 bị bác bỏ. Không thể kết luận rằng phần trăm sở hữu của nhà đầu tư tổ chức có tác động hai chiều từ mức 65% lên nguy tạo lợi nhuận.



**Hình 1. Đồ thị mô tả mối tương quan giữa mức sở hữu của nhà đầu tư tổ chức và hành vi nguy tạo lợi nhuận của doanh nghiệp.**

*Nguồn: Nhóm tác giả nghiên cứu dựa trên kết quả hồi quy*

### **Các biến kiểm soát**

Nguy tạo lợi nhuận trên cơ sở dồn tích (ACCRUAL)

Ngược với kỳ vọng và với lý luận của Cohen và cộng sự (2008), hệ số của ACCRUAL mang dấu dương với mức ý nghĩa 5% ở cả hai mô hình. Có thể giải thích hệ số dương này bằng tính minh bạch của nhà quản trị và doanh nghiệp. Một doanh nghiệp kém minh bạch sẽ có mức độ nguy tạo cao, kể cả bằng hoạt động thực hay bằng khoản dồn tích tùy nghi. Do đó, mức bất thường của hai loại biến số đại diện sẽ có xu hướng đồng hành cùng chiều. Hai loại nguy tạo có thể không hẳn đánh đổi cho nhau, mà bắt nguồn từ cùng một nguyên nhân, là tính minh bạch của mỗi doanh nghiệp.

### **Đòn bẩy (LEVERAGE)**

Trái với kỳ vọng ban đầu, kết quả hồi quy mức đòn bẩy của doanh nghiệp không những không có quan hệ đồng biến với mức độ nguy tạo lợi nhuận bằng hoạt động thực mà kết quả hồi quy thu được còn không có ý nghĩa thống kê ở các mô hình.

Quy mô doanh nghiệp (SIZE) và Hệ số giá thị trường trên giá trị sổ sách (MTB)

Hệ số hồi quy của SIZE và MTB lần lượt mang dấu dương và âm, với ý nghĩa thống kê ở mức 5% đối với SIZE và 1% đối với MTB ở cả hai mô hình. Kết quả này phù hợp với kết quả từ Roychowdhury (2006) và Guo và cộng sự (2015), cũng như với kỳ vọng ban đầu.

Hệ số thu nhập trên tổng tài sản (ROA)

Trái với kỳ vọng ban đầu, hệ số thu nhập trên tổng tài sản có tương quan âm với mức độ nguy tạo lợi nhuận, có kết quả hồi quy với mức ý nghĩa 1%. Hệ số ROA đo lường hiệu quả sử dụng vốn, cũng như lợi nhuận của công ty, là một biến kiểm soát bớt sai sót trong đo lường, gây ra do hiệu quả thật sự, không phải do nguy tạo, của một số doanh nghiệp (Dechow và cộng sự 1995, 1996).

## **5. Kết luận**

### **5.1. Kết luận vấn đề nghiên cứu**

Từ kết quả của bài nghiên cứu, chúng ta có thể thấy mức nguy tạo lợi nhuận dựa trên hoạt động thực của các công ty niêm yết thay đổi dựa trên nhiều yếu tố khác nhau. Đối với phạm vi của bài nghiên cứu, nhóm tác giả xin trình bày hai nhóm chính. Đầu tiên là nhóm nhân tố liên quan đến tính chất của cổ đông và sở hữu, được thể hiện qua biến institution xác định mức độ sở hữu của các tổ chức lớn và công ty, tiếp theo là mức độ cô đặc của sở hữu của công ty đó, phần còn lại là các chỉ số tài chính cơ bản của công ty.

Từ các kết quả và mối liên hệ rút ra được qua việc phân tích các số liệu thuộc hai nhóm yếu tố trên, cùng việc xem xét và phân tích bản chất của thị trường Việt Nam cũng như hành vi của các công ty niêm yết. Nhóm tác giả xin đưa ra một số kiến nghị cho các bên liên quan và trực tiếp chịu sự ảnh hưởng cũng như điều phối thị trường nói chung, và thị trường chứng khoán nói riêng, cụ thể đó là Nhà đầu tư, Cơ quan quản lý (Bộ Tài chính, các sở giao dịch chứng khoán) và các công ty niêm yết. Với mục đích rằng, nhà đầu tư có thể áp dụng các kiến nghị để cải thiện hiệu quả đầu tư, các cơ quan quản lý có thể có thể đưa ra các quyết định khách quan hơn và hiệu quả hơn, các công ty niêm yết cũng tối ưu được vốn huy động cho hoạt động của doanh nghiệp.

Đề nhà đầu tư cũng như các cơ quan quản lý có góc nhìn chính xác và chân thật nhất từ các thông tin được công bố chính thức từ doanh nghiệp, tránh khỏi lạm dụng lợi nhuận do các doanh nghiệp ghi nhận không đúng với bức tranh thực tế, nhóm tác giả xin đưa ra một số khuyến nghị dựa trên các thông tin cũng như các kết luận đã rút ra được từ bài nghiên cứu.

### **5.2. Hạn chế của đề tài**

REAL là một chỉ số tốt để đo lường mức độ lợi nhuận dựa trên các hoạt động thực tế, tuy nhiên giống như bất kỳ chỉ số trung gian nào (tạm dịch từ proxy) tính hiệu quả của REAL vẫn ở mức tương đối. Trên thực tế các hoạt động và nghiệp vụ của riêng lẽ từng doanh nghiệp làm cho việc đưa ra những thước đo hoàn hảo cho các vấn đề trừu tượng như nguy tạo lợi nhuận là rất khó và thiếu tính chi tiết, việc phân tích phần lớn vẫn còn mang tính chất bao quát và chỉ ra được các mối tương quan chứ chưa thể chỉ ra được chính xác và cụ thể đến từng ngành nghề và nghiệp vụ của các doanh nghiệp.

Ngoài ra, mức lợi nhuận biên còn mang tính chất tương đối cho từng ngành, do đó việc so sánh trực tiếp được thực hiện trong bài nghiên cứu vẫn còn nhiều hạn chế, tuy nhiên do giới hạn về mặt dữ liệu, cũng như số mẫu, nếu tiếp tục đào sâu hơn nữa mức độ chính xác của các nhận định sẽ giảm xuống.

Nghiên cứu chưa so sánh và chỉ ra được mối tương quan giữa việc nguy tạo lợi nhuận và tâm lý của nhà đầu tư, chưa chỉ ra được mức độ quan tâm của nhà đầu tư đến lợi nhuận của doanh nghiệp trong thực tiễn của thị trường Việt Nam.

### **5.3. Đề xuất cho các nghiên cứu tiếp theo**

Nhóm tác giả mong muốn các nghiên cứu tiếp theo sẽ mở rộng thêm về mức độ chi tiết cũng như số mẫu nghiên cứu, có nhiều thông tin hơn về tâm lý của nhà đầu tư và mức độ quan tâm của nhà đầu tư có thay đổi khi các chỉ số được nêu trên thay đổi hay không, liệu các chỉ số có ảnh hưởng thực tiễn tới định giá của doanh nghiệp trên thị trường hay không.

## **TÀI LIỆU THAM KHẢO.**

- [1] Alves, S. (2012). Ownership structure and earnings management: Evidence from  
[2] Almazan, A., Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2005). Active institutional shareholders and  
[3] Choi, J. S., Kwak, Y. M., & Choe, C. (2014). Earnings management surrounding CEO turnover: evidence from Korea. *Abacus*, 50(1), 25-55.  
[4] Evidence from Japan. *Journal of International Accounting Research*, 14(2), 185-213.

## **TÁC ĐỘNG CỦA TIÊU CHUẨN THỰC HÀNH NÔNG NGHIỆP TỐT (VIETGAP) LÊN LỰA CHỌN RAU AN TOÀN CỦA NGƯỜI TIÊU DÙNG THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

**SV: Hồ Bích Nguyệt, K53D/A11, Nguyễn Thị Minh Châu, K55B/A03,  
Hoàng Thị Mỹ Linh, K55C/N01, Tạ Danh Tín Phong, K56/A02,  
Đại học Ngoại Thương Cơ sở 2  
GVHD: Th.S NGUYỄN THÚY PHƯƠNG**

### **TÓM TẮT**

*Nghiên cứu này nhằm khảo sát tác động của tiêu chuẩn Thực hành Nông nghiệp tốt (VietGAP) lên lựa chọn rau an toàn của người tiêu dùng TP.HCM cũng như phân tích mức độ sẵn sàng chi trả của họ cho các đặc tính khác nhau của rau an toàn. Đề tài sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng với kỹ thuật thí nghiệm lựa chọn kết hợp và hồi quy đa biến với ba thuộc tính của rau an toàn bao gồm: (1) thuộc tính về an toàn (thông qua chỉ tiêu hàm lượng Nitrat có trong rau), (2) thuộc tính về chỉ số đo lường (thông qua nhãn VietGAP) và (3) thuộc tính tín hiệu (thông qua giá rau). Kết quả phân tích hồi quy cho thấy sự tương quan chặt chẽ giữa độ thỏa dụng trung bình và nhãn VietGAP, trong khi hàm lượng Nitrat và giá lại cho thấy sự tương quan này chỉ ở mức trung bình.*

**Từ khóa:** Tiêu chuẩn Nông nghiệp tốt Việt Nam (VietGAP), Lựa chọn của người tiêu dùng, Rau an toàn, Rau hữu cơ

### **1. ĐẶT VẤN ĐỀ**

Ở Việt Nam, sự thật về thực phẩm bẩn liên tiếp được báo đài phanh phui như việc khô bò làm từ phổi heo thối, gia cầm nhuộm bằng bột sắt, rau củ tẩm ướp hóa chất (Vietnamnet, 2013), hay như các vụ ngộ độc thực phẩm tập thể với mức độ ngày càng nghiêm trọng gây ảnh hưởng đến tâm lý người tiêu dùng nhất là tại các khu vực đô thị (Người Lao động, 2016). Ngoài ra, theo các chuyên gia hàng đầu về ung bướu chia sẻ thông tin thì Việt Nam đứng top 2 thế giới về bệnh ung thư (Dân Trí, 2016). Tất cả những thực trạng trên không chỉ tác động đến sức khỏe mà vô hình chung ảnh hưởng đến tâm lý người dân qua đó làm thay đổi hành vi tiêu dùng thực phẩm trong cộng đồng, họ bắt đầu chuyển sang săn lùng và sử dụng rau quả sạch thịt có nguồn gốc rõ ràng (Phương Nhi, 2016).

Nhu cầu tìm kiếm nguồn thông tin đáng tin cậy để xác định chất lượng ngày càng cao (Samapundo và cộng sự, 2016). Đặc biệt ở các khu đô thị phát triển, người tiêu dùng thể hiện một sự quan tâm rất lớn đến việc ghi nhãn an toàn hay nhãn hiệu chất lượng của thực phẩm. Các chương trình thực hành nông nghiệp tốt đã nhận được sự chú ý nhiều hơn và trở thành một công cụ hiệu quả tăng niềm tin cho người tiêu dùng vì mục tiêu sức khỏe và môi trường (Bleda và Valente, 2009), trong đó, VietGAP vẫn đang là cái tên có độ tin cậy cao trong lòng người tiêu dùng (Diem và cộng sự, 2017).

Mục tiêu chính của nghiên cứu là đo lường tác động của nhãn VietGAP lên lựa chọn mua rau an toàn của người tiêu dùng tại TP.HCM. Nghiên cứu nhằm mục đích tạo bối cảnh sát thực tế để người tiêu dùng dễ dàng chọn lựa, yếu tố an toàn (hàm lượng Nitrat) và giá cho thấy sự tương quan giữa các kết hợp thuộc tính hàng hóa đối với quyết định mua hàng đồng thời cung cấp các giải pháp giúp nhà sản xuất tham khảo nhằm đưa ra cách thức thu hút, thuyết phục việc mua và sử dụng nhiều thực phẩm sạch, an toàn. Từ những lý do trên, nhóm tác giả đã quyết định chọn đề tài: **“Tác động tiêu chuẩn Thực hành Nông nghiệp Tốt (VietGAP) lên lựa chọn rau an toàn của người tiêu dùng TP.HCM”** làm nội dung nghiên cứu. Nhóm chọn phạm vi nghiên cứu là

TP.HCM vì đây là đô thị lớn và đông dân nhất cả nước (năm 2014 là 8.244.400 người), có lượng tiêu thụ thực phẩm và mức thu nhập cao nhất (3.700 USD/người/năm), là nơi tập trung nhiều nhà cung cấp thực phẩm, hệ thống phân phối rộng khắp, hơn nữa người tiêu dùng ở khu vực này có kiến thức cao và khá nhạy cảm trong việc lựa chọn thực phẩm an toàn (Diem và cộng sự, 2017). Việc nghiên cứu tại TP.HCM sẽ giúp đề tài nghiên cứu sát thực tế hơn, từ đó có một cái nhìn đa chiều và các kiến nghị đề xuất sẽ mang tính khả thi cao.

## **2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT**

### **2.1 Lý thuyết về rau an toàn**

Theo quyết định số 99/2008/QĐ-BNN của Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn Việt Nam (2008) thì rau quả an toàn là sản phẩm rau quả tươi được sản xuất, sơ chế phù hợp với các quy định về đảm bảo an toàn vệ sinh thực phẩm có trong VietGAP hoặc các tiêu chuẩn GAP tương đương VietGAP và mẫu điển hình đạt chỉ tiêu vệ sinh an toàn thực phẩm theo quy định tại Phụ lục 3 của Quy định này. Còn theo khái niệm của WHO trong nghiên cứu cứu của Trần Đăng Hòa và cộng sự (2011, tr.97) thì: “*Những sản phẩm rau tươi (gồm các loại rau ăn củ, lá, thân, hoa và quả) có chất lượng đúng như đặc tính giống của nó, hàm lượng các chất độc, mức độ nhiễm các sinh vật gây hại ở dưới mức tiêu chuẩn cho phép, đảm bảo an toàn cho người tiêu dùng và môi trường thì được coi là rau đảm bảo an toàn vệ sinh thực phẩm, gọi tắt là “rau an toàn”*”. Tuy nhiên, bài nghiên cứu nhằm xác định hành vi lựa chọn của người tiêu dùng, cho nên rau an toàn ở đây được xem là một hàng hóa. Trong kinh tế chính trị Marx-Lenin, hàng hóa được định nghĩa là sản phẩm của lao động thông qua trao đổi, mua bán. Karl Marx định nghĩa hàng hóa trước hết là đồ vật mang hình dạng có khả năng thỏa mãn nhu cầu con người nhờ vào các tính chất của nó. Đồ vật trở thành hàng hóa cần phải có (1) tính ích dụng đối với người dùng; (2) giá trị (kinh tế), nghĩa là được chi phí bởi lao động và (3) sự hạn chế để đạt được nó, nghĩa là độ khan hiếm.

Từ những tiên đề trên, nhóm tác giả đưa ra định nghĩa rau an toàn trong phạm vi nghiên cứu của mình là: (1) được sản xuất theo tiêu chuẩn Thực hành Nông nghiệp Tốt hoặc các tiêu chuẩn khác về chất lượng thực phẩm (VietGAP, GlobalGAP, ISO v.v), (2) hàm lượng các chất độc, mức độ nhiễm các sinh vật gây hại ở mức tiêu chuẩn cho phép và không gây ảnh hưởng đến sức khỏe và tính mạng con người, (3) được đem ra trao đổi mua bán (là sản phẩm thương mại).

### **2.2 Tiêu chuẩn Thực hành Nông nghiệp Tốt Việt Nam (VietGAP) và khung GAP**

#### **2.2.1 Tiêu chuẩn Thực hành Nông nghiệp Tốt Việt Nam (VietGAP)**

VietGAP (Vietnamese Good Agricultural Practices) có nghĩa là Thực hành sản xuất nông nghiệp tốt ở Việt Nam, được định nghĩa như sau: “*VietGAP là những nguyên tắc, trình tự, thủ tục hướng dẫn tổ chức, cá nhân sản xuất, thu hoạch, xử lý sau thu hoạch nhằm đảm bảo an toàn, nâng cao chất lượng sản phẩm, đảm bảo phúc lợi xã hội, sức khỏe người sản xuất và người tiêu dùng; đồng thời bảo vệ môi trường và truy nguyên nguồn gốc sản xuất*” (Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn, 2008).

VietGAP được biên soạn dựa theo ASEANGAP và hệ thống phân tích nguy cơ và xác định điểm kiểm soát giới hạn (HACCP - Hazard Analysis and Critical Control Points). VietGAP áp dụng đối với các tổ chức, cá nhân trong và ngoài nước tham gia sản xuất, kinh doanh, kiểm tra và chứng nhận sản phẩm rau, quả tươi an toàn tại Việt Nam nhằm: *Một là*, tăng cường trách nhiệm của tổ chức, cá nhân trong sản xuất và quản lý an toàn thực phẩm. *Hai là*, tạo điều kiện cho tổ chức cá nhân thực hiện sản xuất và được chứng nhận VietGAP. *Ba là*, đảm bảo được tính minh bạch, truy nguyên nguồn gốc của sản phẩm và *bốn là*, nâng cao chất lượng và hiệu quả cho sản xuất rau quả tại Việt Nam (Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn, 2008).

### **2.2 Các yếu tố tác động đến sự ưa thích lựa chọn rau an toàn của người tiêu dùng**

#### **2.2.1 Thuộc tính bên trong**

*Thuộc tính chỉ tiêu an toàn.* Thuộc tính gắn liền với các đặc tính nội tại trong thực phẩm và là tác nhân quyết định liệu sản phẩm đó có gây hại cho người sử dụng hay không. Những chỉ tiêu an toàn thường được đề cập trong rau xanh là hóa chất, vi sinh vật, nhiễm sâu bệnh, kim loại nặng (Caswell và cộng sự, 2000) hay cũng có thể là các tác nhân gây bệnh, kim loại nặng và độc tố, thuốc trừ sâu, đất và nước bị ô nhiễm v.v (Gao và Schroeder, 2009). Thực phẩm càng ít chất



gây hại đến sức khỏe, càng khuyến khích cầu của người tiêu dùng, hơn thế họ sẵn sàng chi trả nhiều hơn để mua được rau an toàn hơn (Sckokai và cộng sự, 2014). Vì thế, chỉ tiêu an toàn càng nghiêm ngặt (hàm lượng chất gây hại càng thấp) thì người tiêu dùng càng yêu thích lựa chọn rau hơn.

*Thuộc tính dinh dưỡng.* Dinh dưỡng được xem là giá trị sử dụng của thực phẩm. Nhiều nghiên cứu trên thế giới đề cập đến tầm quan trọng của chất dinh dưỡng trong lựa chọn mua của người tiêu dùng: nghiên cứu của Hosono (2004) đề cập đến tỷ lệ chất béo chứa trong sữa, Isayama và Oura (2004) tìm hiểu về tác động của hàm lượng vitamin C, sắt và axit nitrit của rau bina mùa hè đến sự lựa chọn của người tiêu dùng nội địa Nhật Bản v.v. Đây là động lực chính để con người chọn loại thực phẩm phù hợp với nhu cầu sử dụng của bản thân. Trong khảo sát của Food Marketing Institute và Prevention Magazine (1995) thông tin rằng 72% người tiêu dùng nói rằng họ ngừng mua một sản phẩm do hàm lượng chất béo, 27% và 11% đối với natri và cholesterol. Vì thế, thuộc tính dinh dưỡng có tác động tích cực hoặc tiêu cực đến sự ưa thích và lựa chọn của rau an toàn của người tiêu dùng.

*Thuộc tính về cảm giác quan.* Thuộc tính này gồm mùi vị và độ mềm, màu sắc, độ tươi mới, mùi hương (Caswell và cộng sự, 2000). Thuộc tính về giác quan sẽ được chủ yếu đánh giá theo chiều ngang, nghĩa là người tiêu dùng có sở thích không đồng nhất đối với các đặc tính về màu sắc, hình dáng và hương vị của rau xanh (Gao và Schroeder, 2009). Các nghiên cứu của Baker và cộng sự (2004); Padel và Foster (2005) đều đưa ra những bằng chứng về tác động tích cực của mùi vị đến xu hướng lựa chọn rau hữu cơ của người tiêu dùng. Vì thế, thuộc tính giác quan có tác động tích cực hoặc tiêu cực đến ưa thích và lựa chọn của rau an toàn của người tiêu dùng.

*Thuộc tính chức năng.* Thuộc tính này bao gồm những đặc điểm vật lý được thể hiện ra bên ngoài của sản phẩm như kích cỡ, độ bền, độ dẻo dai, v.v (Gao và Schroeder, 2009). Tương tự như thuộc tính về thành phần và cảm giác quan, thuộc tính chức năng cũng được đánh giá theo chiều ngang vì sở thích của người tiêu dùng rất đa dạng, có tác động tích cực hoặc tiêu cực đến ưa thích và lựa chọn của rau an toàn của người tiêu dùng.

### **2.2.2 Thuộc tính bên ngoài**

*Thuộc tính về chỉ số đo lường.* Chỉ số đo lường bao gồm giấy chứng nhận, nhãn hiệu, tiêu chuẩn chất lượng tối thiểu, giấy phép kinh doanh v.v (Caswell và cộng sự, 2000). Những thuộc tính này đến từ sự đánh giá bên ngoài vào sản phẩm. Miyazak và cộng sự (2005) nhấn mạnh rằng, những yếu tố này phụ thuộc vào các yếu tố bên trong sản phẩm. Trong mối tương quan với các yếu tố ngoại vi khác, Gao và Schroeder (2009) xếp nhóm chỉ số đo lường này vào thuộc tính tín hiệu của sản phẩm, nghĩa là người tiêu dùng có thể dựa vào dấu hiệu này để lựa chọn sản phẩm vì chúng đại diện cho chất lượng bên trong. Thông thường người tiêu dùng, đặc biệt ở các thành phố lớn, phát triển chú trọng đến các chỉ số đo lường (Diem và cộng sự, 2017). Họ có thiên hướng lựa chọn các sản phẩm có chỉ số đo lường cao, được cấp bởi các tổ chức kiểm định có uy tín (Sporleder và cộng sự, 2014). Hearne và Volcan (2002) cho thấy có tác động tích cực giữa việc dán nhãn xanh cho sản phẩm hữu cơ đến sự lựa chọn sản phẩm của người tiêu dùng, đưa ra kết quả hiệu ứng đồng biến cao giữa việc dán kết hợp các nhãn chứng nhận và lựa chọn của người mua. Vì vậy, chỉ số đo lường cao có tác động tích cực đến ưa thích và lựa chọn của rau an toàn của người tiêu dùng.

*Thuộc tính tín hiệu.* Thuộc tính này được quyết định bởi người phân phối hay buôn bán sản phẩm. Chúng có thể là giá cả, danh tiếng, bảo hành, thương hiệu, quảng cáo, khuyến mãi, v.v Chúng thường được tích hợp trong các chiến lược Marketing - Mix. Đây được xem như bước thứ nhất và quan trọng bậc nhất để kéo người tiêu dùng có ấn tượng đầu tiên đối với sản phẩm. Trong các chiến lược Marketing - Mix hiện nay (4P, 7P v.v), chiến lược chi phí và khác biệt hóa được sử dụng một cách rộng rãi cho thấy tầm quan trọng của giá cả và sự đặc biệt của sản phẩm. Đối với một ngành như ngành thực phẩm (cụ thể là rau xanh), khó thể nào tìm sự đặc biệt chung cho tất cả các chủng loại sản phẩm. Cho nên giá cả được nhiều nhà nghiên cứu lựa chọn để phân tích thuộc tính tín hiệu của sản phẩm. Rau xanh là sản phẩm thông thường, tuân theo quy luật



cung cầu, cho nên giá và lượng cầu sẽ có mối quan hệ tỷ lệ nghịch. Vì thế, giá có tác động tiêu cực đến ưa thích và lựa chọn của rau an toàn của người tiêu dùng.

### 2.3. Mô hình nghiên cứu đề xuất

Như đã phân tích ở trên, xét về đặc tính của rau xanh nói chung, sẽ có rất nhiều khía cạnh để đưa vào nghiên cứu. Tuy nhiên, nhóm tác giả chỉ lựa chọn ba vấn đề quan trọng nhất là: thuộc tính về an toàn, thuộc tính về chỉ số đo lường và thuộc tính tín hiệu.

Nhóm tác giả đưa ra giả thuyết và mô hình nghiên cứu đề xuất như sau:

Vì chỉ số đo lường cao có tác động tích cực đến ưa thích và lựa chọn của rau an toàn của người tiêu dùng, cho nên tác giả đưa ra giả thuyết H<sub>1</sub>: Độ thỏa dụng đối với rau an toàn của người tiêu dùng tăng khi có nhãn VietGAP (+).

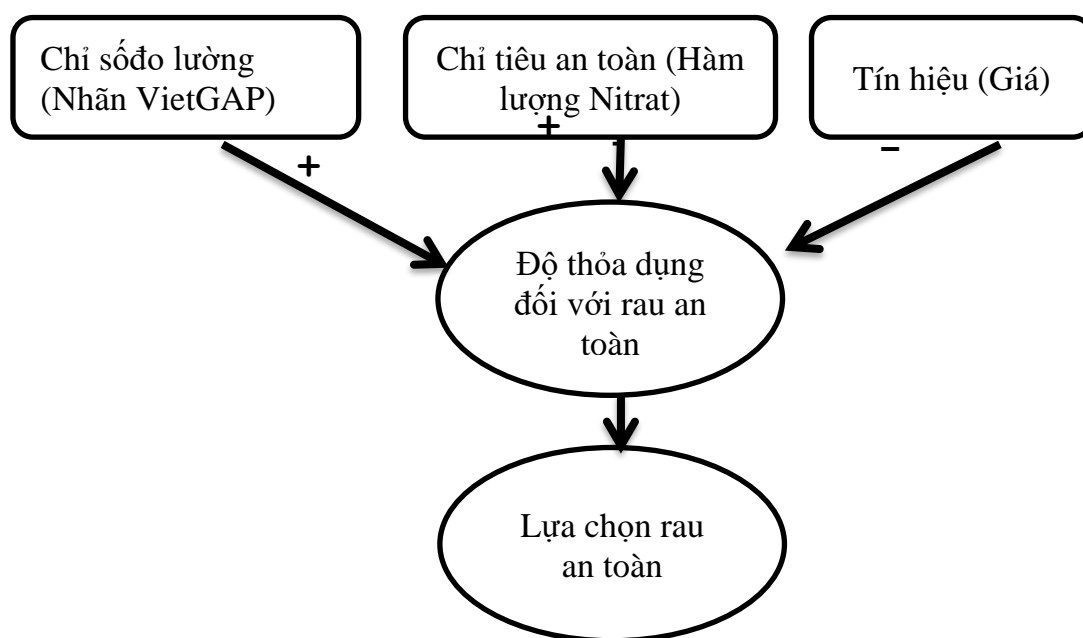
Do chỉ tiêu an toàn càng nghiêm ngặt (hàm lượng chất gây hại càng thấp) thì người tiêu dùng càng ưu thích lựa chọn rau hơn, vì thế tác giả đưa ra giả thuyết H<sub>2</sub>: Độ thỏa dụng đối với rau an toàn của người tiêu dùng tăng khi chỉ tiêu an toàn càng cao (hàm lượng nitrat càng thấp) (+).

Vì giá có tác động tiêu cực đến ưa thích và lựa chọn của rau an toàn của người tiêu dùng, cho nên tác giả đưa ra giả thuyết H<sub>3</sub>: Độ thỏa dụng đối với rau an toàn của người tiêu dùng giảm khi giá tăng (-).

Từ độ thỏa dụng đối với mỗi thuộc tính của rau an toàn, nghiên cứu sẽ tính toán xác suất lựa chọn rau an toàn với mỗi thuộc tính thông qua mô hình logic đa lựa chọn (multinomial logit model-MNL).

Từ đó, nhóm tác giả đưa ra mô hình nghiên cứu đề xuất như hình 2.1.

**Hình 2.2: Mô hình nghiên cứu đề xuất**



### 3. TÓM TẮT TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU

Về lựa chọn hành vi người tiêu dùng, các nghiên cứu về sở thích người tiêu dùng đối với sản phẩm bền vững tăng lên đáng kể trên cả thế giới cũng như ở Việt Nam. Tuy nhiên, các nghiên cứu về hành vi và thái độ của người tiêu dùng ở các nước phát triển và các nước đang phát triển đưa ra các kết luận khá khác nhau.

Trong khi nhóm nước phát triển quan tâm nhiều đến các tín hiệu an toàn thì người tiêu dùng ở các nước đang phát triển lại tỏ ra nhạy cảm về giá cả hơn. Về các nhóm nước phát triển, có các nghiên cứu của Moser và cộng sự (2011), Lehnert (2009), Sporleder và cộng sự (2014), Jin và Zhao (2008), Zhang (2007), Zhou (2004), Yin và cộng sự (2010), Nhung và Pensupar (2015),... Các kết quả chỉ ra rằng hành vi tiêu dùng đã bị ảnh hưởng đáng kể bởi sự quan tâm đến chất

lượng quy trình bền vững và các tổ chức chứng nhận. Xu hướng giá có tác động mạnh hơn đối với các sản phẩm được sản xuất theo quy trình bền vững hơn là những sản phẩm thông thường, nghĩa là người tiêu dùng nhạy cảm về giá hơn đối với các sản phẩm loại này. Nghiên cứu cũng cho rằng sự tin tưởng vào tổ chức kiểm định chất lượng đóng một vai trò đặc biệt quan trọng đối với sự tin tưởng của nhân chứng nhận. Ngược lại, với người tiêu dùng ở các nhóm nước phát triển, các nghiên cứu của Posri và cộng sự (2006), Li (2007), Qing và cộng sự (2006), Tang và cộng sự (2010), Wang và Yu (2007), Zhang và Wang (2009), Zhang (2011) chỉ ra giá cả được xem là một rào cản đáng kể đến hành vi tiêu dùng sản phẩm sạch, an toàn.

Ở Việt Nam, các nghiên cứu gần đây đưa ra nhiều bằng chứng về nhận thức của người tiêu dùng về thực phẩm bị nhiễm bẩn, tuy nhiên hành vi tiêu dùng còn phụ thuộc khá nhiều vào giá cả. Trong cuộc khảo sát 200 hộ gia đình ở Hà Nội năm 2002, có khoảng 90% người được hỏi đồng ý mạnh mẽ rằng rau quả là thức ăn tiềm ẩn nhiều nguy hiểm nhất; tiếp đến là thịt (69,5%), trái cây (46%) và thủy hải sản (37%) (Figuié, 2003). Những vấn đề về thực phẩm bẩn và những hậu quả của nó đối với sức khỏe con người thường được công bố trên các phương tiện truyền thông (Phước Bửu, 2015; An Hồng, 2017). Vì vậy, mối lo ngại về an toàn thực phẩm trở nên rõ nét hơn trong tâm trí của người tiêu dùng khi mua thực phẩm. Sự phổ biến ngày càng tăng của các thông điệp về an toàn thực phẩm đối với rau ở thị trường thực phẩm Việt Nam có thể giải thích tại sao sự an toàn là động lực thúc đẩy người tiêu dùng Việt Nam tập trung vào rau nói riêng và thực phẩm sạch nói chung. Tuy nhiên, cũng giống như hầu hết các nước châu Á đang phát triển khác, giá thành cao là một trong những yếu tố ảnh hưởng đến khả năng tiêu thụ rau củ an toàn. Theo Hoang và Nagayasu (2006) có tới 59% số người được khảo sát cho rằng giá cao là rào cản chính trong việc tiêu dùng rau củ an toàn. Giá cao là một trong những vấn đề lớn đối với gia đình có thu nhập thấp, điều đó dẫn đến nhiều người tiêu dùng không mua rau củ an toàn vì lợi ích kinh tế.

*Về tiêu chuẩn và nhãn sản phẩm.* Trong thập kỷ qua, hàng trăm nhãn hiệu nhằm đảm bảo chất lượng quy trình khác nhau xuất hiện tràn ngập trên thị trường. Đặc biệt kể từ khi có rất nhiều tổ chức (cả tư nhân và chính phủ) đã phát triển các nhãn hiệu riêng theo mục đích khác nhau, việc thiếu quy chuẩn thống nhất đã làm cho việc so sánh của nhãn bền vững khác nhau trở nên khó khăn. Trước những nhãn hiệu xuất hiện tràn lan, nhãn an toàn là một kết hợp các đặc tính cá nhân (nhận thức về sức khỏe) và các lợi ích cộng đồng (lợi ích môi trường) (Bougherara và Combris, 2009). Việc ghi nhãn an toàn có thể tạo ra sự thay đổi hướng tới mô hình tiêu dùng thân thiện với môi trường hơn bằng cách cung cấp cho người tiêu dùng thông tin về tác động môi trường do hành vi tiêu dùng và khuyến khích các nhà sản xuất đầu tư vào thực hành nông nghiệp bền vững hơn. Các sản phẩm được dán nhãn an toàn được ưa chuộng hơn so với các sản phẩm cùng loại (Loureiro và cộng sự, 2001; Daugbjerg và cộng sự, 2014; Galarraga Gallastegui, 2002).

Nhìn chung, việc nghiên cứu hành vi người tiêu dùng nói chung và hành vi mua thực phẩm an toàn nói riêng có các khung lý thuyết vững chắc và rất nhiều nghiên cứu tiền nhiệm đã được tiến hành. Tuy nhiên số bài nghiên cứu ở Việt Nam còn khá ít, đặc biệt là nghiên cứu về tiêu chuẩn VietGAP, dù VietGAP đã được đưa vào thực hiện trong hơn 7 năm. Hơn thế, các nghiên cứu về hành vi tiêu dùng thực phẩm an toàn ở Việt Nam chủ yếu khám phá các nhân tố ảnh hưởng theo Lý thuyết về hành động có lý trí (TRA) (Fishbein và Ajzen, 1975) và Lý thuyết về hành vi theo kế hoạch (TPB) (Ajzen, 1991), các nghiên cứu chưa đi sâu khám phá ảnh hưởng của một yếu tố nhất định (ở đây là nhãn VietGAP) đến hành vi mua sắm của người tiêu dùng. Bên cạnh đó, phương pháp khảo sát được tiến hành trên mẫu lớn được sử dụng chủ yếu, phương pháp này có hiệu quả khi nhà nghiên cứu kiểm soát được độ tin cậy trong câu trả lời của người khảo sát và tốn rất nhiều thời gian để có cỡ mẫu lớn tin cậy.

Nghiên cứu này đi sâu đo lường và phân tích sự ưa thích của người tiêu dùng đối với các loại rau an toàn dưới tác động của nhãn chứng nhận VietGAP ở TP.HCM. Mô hình lựa chọn bằng thí nghiệm kết hợp được sử dụng để đánh giá sở thích cho nhân tố nhãn VietGAP thông qua việc xếp hạng mặt hàng theo lợi ích và sở thích dựa vào lý thuyết độ thỏa dụng đa đặc tính (multi-

attribute utility) (Lancasters,1966) và lý thuyết thỏa dụng ngẫu nhiên (Thurstone, 1927). Thêm đó, trong quá trình nghiên cứu tác giả cũng đo lường mức độ sẵn lòng chi trả của người tiêu dùng đối với rau an toàn dưới tác động của VietGAP.

#### 4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

##### 4.1 Thiết kế nghiên cứu

##### 4.1.1 Lựa chọn các thuộc tính đưa vào thí nghiệm

Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả sử dụng phương pháp sắp xếp ngẫu nhiên (Ranking). Ba đặc điểm chính là thuộc tính an toàn, thuộc tính về chỉ số đo lường và thuộc tính tín hiệu được sử dụng có thể ảnh hưởng nhiều nhất đến quyết định mua rau an toàn của người tiêu dùng, rau an toàn được thí nghiệm là rau xà lách vì loại rau ngắn ngày, được trồng quanh năm và là loại rau ăn sống được sử dụng rất phổ biến. Những thuộc tính này và mức độ của họ đã được lựa chọn dựa trên kết quả của các nghiên cứu trước (Nhưng và Pensupar (2015), Liu và cộng sự (2017), Sckokai và cộng sự (2014)) và việc tham khảo ngưỡng an toàn do Tổ chức Y tế thế giới WHO và Quyết định số 867/ 1998/ QĐ-BYT của Bộ Y tế (1998) ban hành về hàm lượng nitrat tối đa cho phép có trong rau xà lách, cũng như việc khảo sát giá rau xà lách tại khu vực chợ Bình Triệu và trang web bán rau VietGAP (savefood, 2017).

**Bảng 4.1: Bảng mô tả các thuộc tính và bậc của chúng**

Thuộc tính	Nhãn VietGAP	Hàm lượng Nitrat	Giá
Bậc 1	Không	1000 mg/kg rau	40.000 đồng/kg
Bậc 2	Có	600 mg/kg rau	32.000 đồng/kg

##### 4.1.1.1 Thuộc tính an toàn - Hàm lượng Nitrat

Hàm lượng Nitrat ( $\text{NO}_3^-$ ) là một trong những chỉ tiêu nội chất yêu cầu chất lượng của rau an toàn và có thể kiểm soát được. (Caswell và cộng sự, 2000; Tamme và cộng sự, 2006; Tạ Thị Cúc, 2005). Người sản xuất có thể điều chỉnh hàm lượng nitrat trong rau thông qua thói quen canh tác. Tamme và cộng sự (2006) cho rằng hàm lượng nitrat trong rau phụ thuộc vào đặc tính sinh học cây trồng, các yếu tố môi trường, mật độ gieo trồng, chu trình phát triển của rau xanh và nguồn nitơ. Do đó, để giảm dư lượng nitrat trong rau, theo Tạ Thị Cúc (2005), những yếu tố gây trở ngại cho quá trình nitrat hóa có thể điều chỉnh thông qua nhiều biện pháp như bón phân, căn chỉnh mùa vụ, lựa chọn giống

Nitrat khi vào cơ thể ở mức bình thường không gây hại cho cơ thể, nhưng trong hệ tiêu hóa nitrat được khử thành nitric ( $\text{NO}_2$ ) là chất chuyển oxyhaemoglobin (chất vận chuyển oxy trong máu) thành chất không hoạt động được là methaemoglobin. Nếu lượng nitrat vượt quá mức cho phép, lượng nitric sẽ nhiều lên và làm giảm hô hấp của tế bào, ảnh hưởng đến hoạt động của tuyến giáp, gây đột biến và phát triển khối u dẫn đến bệnh ung thư (Sunlarp Sanguandeekul, 1999 được trích dẫn bởi Nguyễn Cẩm Long,2014). Hàm lượng Nitrat tối đa cho cho phép trong rau xà lách theo tiêu chuẩn của Tổ chức Y tế thế giới WHO và Quyết định số 867/ 1998/ QĐ-BYT của Bộ Y tế (1998) là 1500 mg/kg sản phẩm. Vì vậy, trong phạm vi nghiên cứu nhóm tác giả giả sử có hai bậc hàm lượng nitrat là hàm lượng 1000mg nitrat/kg rau là ngưỡng cao, 600mg/kg là ngưỡng thấp.

##### 4.1.1.2 Thuộc tính chỉ số đo lường – Nhãn VietGAP

Nhãn đảm bảo an toàn chất lượng GAP là một nhãn an toàn điển hình vì nó đáp ứng đủ các tiêu chuẩn từ khâu nuôi trồng đến tay người tiêu dùng. Thứ nhất, sự lựa chọn thực phẩm của người tiêu dùng tiêu biểu cho thái độ và quyết định liên quan đến môi trường (Tobler và cộng sự, 2011; Grunert, 1993; Tukker và Jansen, 2006). Thứ hai, động lực về sức khỏe thúc đẩy người tiêu dùng mua nhiều sản phẩm an toàn hơn. Hơn thế nữa, tại Việt Nam, VietGAP là nhãn an toàn quen thuộc nhất đối với người tiêu dùng (Diem và cộng sự, 2017) và có tác động tích cực đến hành vi mua rau an toàn của người tiêu dùng.

Từ luận cứ trên, trong nghiên cứu, nhóm tác giả sử dụng hai bậc cho đặc tính “Nhãn VietGAP” là có dán nhãn và không dán nhãn.

##### 4.1.1.3 Thuộc tính tín hiệu - Giá

Trong hầu hết các nghiên cứu về hành vi tiêu dùng, giá được coi là động lực chính cho người tiêu dùng quyết định mua các sản phẩm an toàn. Đa số các nghiên cứu chỉ ra, giá đều có tác động ngược chiều đối với số lượng sản phẩm và ý định mua của người tiêu dùng. Mô hình WTP được sử dụng để đo lường mức độ chi trả của người tiêu dùng đối với thực phẩm an toàn. Lourciro và cộng sự (2006) phát hiện rằng người tiêu dùng thường đọc nhãn thực phẩm dinh dưỡng trong khi mua sắm và sẵn sàng trả giá cao hơn cho một sản phẩm với nhãn dinh dưỡng. Sau quá trình khảo sát giá ngày 26/10/2017, giá xà lách mỡ theo tiêu chuẩn VietGAP được bán tại công ty TNHH DT – PT – TM - DV TRẦN GIA (sevefood.vn, 2017) có giá 40.000 đồng/kg; trong khi các hộ kinh doanh gia đình tại khu vực chợ Bình Triệu bán cùng loại rau trên (không nhãn mác) với giá 32.000 đồng/kg. Hai mức giá trên được lựa chọn làm hai bậc của thuộc tính về giá.

Sau khi xác định các thuộc tính quan trọng và bậc của chúng, thiết kế giai thừa đầy đủ bao gồm tất cả các lựa chọn thay thế có thể được tạo ra từ sự kết hợp của các cấp thuộc tính này. Nhóm tác giả thiết kế 8 hồ sơ các lựa chọn khác nhau (=2x2x2) cho rô hàng hóa để yêu cầu người được phỏng vấn xem xét (được gọi là thiết kế loại 2<sup>3</sup>). Thành lập hồ sơ lựa chọn và tập các lựa chọn thông qua phương pháp thiết kế nhân tố (factorial design). Thiết kế nhân tố đầy đủ (full factorial design) cho ra kết quả là tất cả các lựa chọn (các kết hợp) và tập các lựa chọn có thể có từ bảng đặc tính và mức độ.

Các tổ hợp lựa chọn được tạo ra với sự hỗ trợ của phần mềm SPSS-20.0. Vì vậy, tổng cộng 8 loại rau được kết hợp bởi 3 thuộc tính và 6 bậc tất cả. Do đó người trả lời (người tiêu dùng) phải đánh giá bảng câu hỏi gồm 8 thẻ (8 loại rau trong giỏ hàng hóa). Người trả lời được yêu cầu xếp hạng ưu tiên cho các loại rau xà lách được mô tả bởi 8 tổ hợp thuộc tính trong tập lựa chọn. Xếp hạng được thu thập bằng thang điểm Likert 8 điểm (1 = Ưu thích nhất, 8 = Ít ưa thích nhất).

**Bảng 4.2: Tập lựa chọn được kết hợp từ các thuộc tính và bậc của chúng**

STT	Nhãn VietGAP	Hàm lượng Nitrat	Giá bán
1	Có	600Mg/Kg	32.000 đồng/Kg
2	Không	600Mg/Kg	32.000 đồng/Kg
3	Có	1000Mg/Kg	40.000 đồng/Kg
4	Có	1000Mg/Kg	32.000 đồng/Kg
5	Không	1000Mg/Kg	40.000 đồng/Kg
6	Không	600Mg/Kg	40.000 đồng/Kg
7	Có	600Mg/Kg	40.000 đồng/Kg
8	Không	1000Mg/Kg	32.000 đồng/Kg

*Nguồn: Kết quả phân tích phần mềm SPSS 20 (2017)*

Các tổ hợp lựa chọn được tạo ra với sự hỗ trợ của phần mềm SPSS-20.0. Vì vậy, tổng cộng 8 loại rau được kết hợp bởi 3 thuộc tính và 6 bậc tất cả. Do đó người trả lời (người tiêu dùng) phải đánh giá bảng câu hỏi gồm 8 thẻ (8 loại rau trong giỏ hàng hóa). Người trả lời được yêu cầu xếp hạng ưu tiên cho các loại rau xà lách được mô tả bởi 8 tổ hợp thuộc tính trong tập lựa chọn. Xếp hạng được thu thập bằng thang điểm Likert 8 điểm (1 = Ưu thích nhất, 8 = Ít ưa thích nhất).

#### **4.2 Mẫu khảo sát**

Dựa trên bối cảnh nghiên cứu và nguồn lực tài chính, tổng thể được nghiên cứu xác định chính là người dân sống trên địa bàn TP.HCM, lấy mẫu phi xác suất thuận tiện. Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả tiến hành khảo sát bằng phỏng vấn trực tiếp người tiêu dùng tại 3 siêu thị và cửa hàng rau sạch lớn là Siêu Thị Co.op Mart - Xa Lộ Hà Nội (địa chỉ tại 191 Quang Trung, Hiệp Phú, Quận 9, TP. HCM), Cửa hàng RAU AN TOÀN ĐÀ LAT (địa chỉ tại 35A Nguyễn Thái Sơn, Phường 3, Quận Gò Vấp, TP.HCM) và Big C An Phú (địa chỉ tại Khu Nhà Phúc Hợp Cantavil An Phú, Khu Phố 5, Phường An Phú, Quận 2, TP. HCM) từ ngày 25/10/2017 đến ngày 17/11/2018. Các bảng hỏi được phát ra một cách độc lập cho từng người tiêu dùng và được hướng dẫn trả lời khách quan nhằm đảm bảo tính trung thực và chính xác của các câu trả lời của từng cá nhân. Ngoài ra, người trả lời còn được yêu cầu trả lời thêm một số thông tin về nhân khẩu học.

#### **4.3. Phương pháp phân tích dữ liệu khảo sát**

##### **4.3.1 Làm sạch dữ liệu**



Sau khi lựa chọn từ 80 bảng hỏi được phát ra, kết quả thu về chỉ có 66 bảng hợp lệ. Những bảng không hợp lệ chủ yếu nằm lẫn giữa việc sắp xếp thứ tự và cho điểm ưa thích. Kích thước mẫu sau khảo sát đáp ứng được yêu cầu của Bunch và Batsell (1989) về cỡ mẫu của phương pháp thí nghiệm.

#### 4.3.2 Mã hóa dữ liệu

Từ số liệu bảng 4.1, tác giả sử dụng một biến giả cho mỗi phẩm chất, như vậy sẽ có 2 biến giả được sử dụng cho hai phẩm chất: Nhãn VietGAP (biến *GAP*), Hàm lượng Nitrat (biến *NITRAT*). Ở mỗi phẩm chất sử dụng biến giả, bậc 1 được mã hóa là 1, bậc 2 được mã hóa là 2. Đối với Giá (Biến *PRICE*), tác giả sử dụng biến định lượng.

Độ thỏa dụng trung bình của 66 đáp viên đối với mỗi hồ sơ hàng hóa (rau xà lách) được kí hiệu là *U*.

**Bảng 4.3 Mã hóa dữ liệu các biến trong mô hình hồi qui**

Biến	Kí hiệu	Mô tả
Nhãn VietGAP	<i>GAP</i>	"1" Nếu không dán nhãn VietGAP "2" Nếu có dán nhãn VietGAP
Hàm lượng Nitrat	<i>NITRAT</i>	"1" nếu hàm lượng nitrat chấp nhận trong rau là 1000mg/kg "2" nếu hàm lượng nitrat chấp nhận trong rau là 600mg/kg
Giá	<i>PRICE</i>	"32000" nếu giá rau là 32.000 đồng/kg "40000" nếu giá rau là 40.000 đồng/kg
Độ hữu dụng trung bình	<i>U</i>	Độ thỏa dụng trung bình của 66 đáp viên đối với mỗi hồ sơ hàng hóa (rau xà lách)

#### 4.3.3 Mô hình phân tích kết hợp

Mô hình phân tích kết hợp là mô hình toán học thể hiện mối quan hệ cơ bản giữa các phẩm chất và lợi ích trong phân tích kết hợp. Dựa vào các lý thuyết thỏa dụng của Lancaster (1966) và Thurstone (1972), Carroll và Green (1995); Haaijer và cộng sự (2000) đã phát triển mô hình phân tích kết hợp như sau:

$$U(x) =$$

Trong đó:

$U(x)$ : Lợi ích chung của mỗi phương án

$k_i$  : Số mức độ của phẩm chất

$m$  : Số phẩm chất

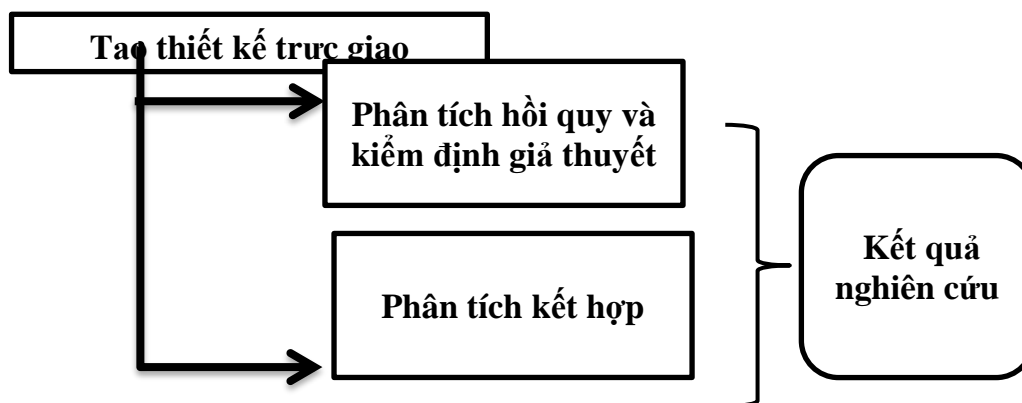
: Hệ số hồi quy

Khi đó, ta có thể viết phương trình độ thỏa dụng khi như sau:

$$U = \beta_1 GAP + \beta_2 NITRAT + \beta_3 PRICE \quad (6)$$

#### 4.3.4 Quy trình phân tích dữ liệu

**Hình 4.4. Quy trình phân tích dữ liệu**





**Bước 1: Tạo thiết kế trực giao (*Generating an Orthogonal Design*)** Bước đầu tiên trong phân tích kết hợp là tạo ra sự kết hợp của các mức độ yếu tố được trình bày dưới dạng hồ sơ sản phẩm cho các đối tượng. Nếu ở thiết kế nhân tử không đầy đủ (số lượng kết hợp quá lớn) có thể không thể kiểm soát được số sản phẩm hàng hóa, ta cần phải tạo một tập con đại diện được gọi là mảng trực giao. *Orthogonal Design* dựa theo phương pháp xác định số tập con tối thiểu của Green và cộng sự (2001), Kuhfel và cộng sự (1994). Theo đó số lựa chọn trong tập con tối thiểu phải bằng tổng số bậc của tất cả thuộc tính trừ số thuộc tính và cộng thêm 1 (Minimum number of stimuli = Total Levels – Number of attributes + 1). Tuy nhiên, vì số thuộc tính và bậc trong nghiên cứu khá ít nên nghiên cứu sử dụng thiết kế nhân tử đầy đủ và có 8 lựa chọn đầy đủ trong giỏ hàng hóa.

### **Bước 2: Phân tích hồi quy và kiểm định giả thuyết**

Tác giả sử dụng phân tích tương quan hệ số Pearson để xem xét mức độ tương quan giữa biến phụ thuộc và các biến độc lập. Sau đó, tiến hành hồi quy và đánh giá mức độ phù hợp của mô hình dựa vào hệ số xác định  $R^2$  và  $R^2$  hiệu chỉnh (Adjusted R square). Cuối cùng, tác giả dò tìm và kiểm định một số khuyết tật của mô hình và sửa chữa khuyết tật (nếu có).

### **Bước 3: Phân tích kết hợp**

Tác giả sử dụng phân tích kết hợp nhằm kiểm tra lại tính chính xác của mô hình hồi quy thông qua độ lớn của hệ số hồi quy và xác định các đối tượng có ước tính không khớp với hướng mong đợi thông qua mô hình kiểm tra LINEAR giữa thuộc tính dự báo (biến độc lập) và tổng độ thỏa dụng. Kiểm tra LINEAR chỉ ra mối quan hệ tuyến tính mong đợi giữa nhân tố và điểm số hoặc cấp bậc. MORE cho thấy mối quan hệ tỷ lệ thuận của thuộc tính và thứ hạng với tổng độ thỏa dụng, trong khi LESS lại chỉ ra mối quan hệ tỷ lệ nghịch. Chỉ định MORE hoặc LESS sẽ không ảnh hưởng đến ước tính của các tiện ích.

Bên cạnh đó, phân tích kết hợp còn dùng để đo lường điểm quan trọng của từng thuộc tính tác động lên biến phụ thuộc cũng như tính toán xác suất lựa chọn và mức giá sẵn lòng chi trả thêm cho rau an toàn theo các thuộc tính thông qua mô hình logit đa lựa chọn (Multinomial Logit Model-MNL) và mô hình tối đa hóa hữu dụng ngẫu nhiên (Random Utility Maximization-RUM).

## **5. KẾT QUẢ HỒI QUY VÀ PHÂN TÍCH KẾT QUẢ HỒI QUY**

### **5.1 Kết quả thống kê mô tả**

Tổng số bảng hỏi khảo sát được phát ra là 80 bảng, các câu hỏi khảo sát sau khi đọc các đối tượng khảo sát trả lời sẽ được thu thập lại, sau khi kiểm tra và sànlọc các phiếu không hợp lệ, số bảng khảo sát hợp lệ được sử dụng là 66 bảng (*chi tiết tại tệp dữ liệu đính kèm*).

### **5.2 Phân tích hồi quy**

#### **5.2.1 Kiểm tra sự tương quan giữa biến phụ thuộc và các biến độc lập**

Kiểm tra sự tương quan (Correlations) thông qua hệ số tương quan Pearson. Hệ số cung cấp các dữ liệu liên quan đến sự tương quan giữa các sở thích được quan sát và dự đoán. Đối với hệ số Pearson, tương quan yếu nếu  $r$  từ 0,2 ~ 0,4; tương quan trung bình nếu  $r$  từ 0,4 đến 0,6; tương quan mạnh nếu từ 0,6 đến 0,8; tương quan rất mạnh từ 0,8 đến <1 (Nguyễn Quang Đông và Nguyễn Thị Minh, 2012).

Kết quả chạy SPSS 20 cho thấy có sự tương quan chặt chẽ giữa độ thỏa dụng trung bình và nhân VietGAP ( $r=0,687\%$ ), trong khi đó, nitrat và giá lại cho thấy sự tương quan này chỉ ở mức trung bình ( $r$  lần lượt bằng 0,481 và - 0,342).

**Bảng 5.3: Ma trận hệ số tương quan Pearson**

	U	GAP	NITRAT	Price
U	1	.768	.481	-.342
GAP	.768	1	0.000	0.000
NITRAT	.481	0.000	1	0.000

Price	-0.342	0.000	0.000	1
-------	--------	-------	-------	---

Nguồn: Kết quả phân tích phần mềm SPSS 20 (2017)

### 5.2.2 Đánh giá sự phù hợp của mô hình

Kết quả hồi quy tuyến tính cho thấy mô hình có hệ số xác định  $R^2 = 0,939$  và  $R^2$  hiệu chỉnh = 0,892. Mô hình giải thích được 89,2% sự biến thiên của biến phụ thuộc của mẫu.

**Bảng 5.4: Đánh giá sự phù hợp của mô hình**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.969 <sup>a</sup>	.939	.892	.411

a. Predictors: (Constant), Price, NITRAT, GAP

Nguồn: Kết quả phân tích phần mềm SPSS 20 (2017)

Kiểm định F trong phân tích ANOVA được dùng để đánh giá sự phù hợp của mô hình khi suy rộng ra tổng thể. Mục đích của kiểm định F trong bảng ANOVA chính là để kiểm tra xem mô hình hồi quy tuyến tính này có suy rộng và áp dụng được cho tổng thể hay không. Kết quả phân tích ANOVA cho thấy F có giá trị Sig. = 0,007 < 0,01. Vì vậy, mô hình hồi quy tuyến tính xây dựng được phù hợp với tổng thể với mức ý nghĩa 1%.

**Bảng 5.5: Phân tích ANOVA**

ANOVA<sup>a</sup>

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	
1	Regression	10.340*	3	3.447	20.364	.007 <sup>b</sup>
	Residual	.677	4	.169		
	Total	11.017	7			

a. Dependent Variable: U

b. Predictors: (Constant), Price, NITRAT, GAP

(\*) Mức ý nghĩa 1%

Nguồn: Kết quả phân tích phần mềm SPSS 20 (2017)

### 5.2.3 Kiểm tra đa cộng tuyến

Ma trận hệ số tương quan được trình bày ở bảng 5.3 cho thấy giữa các biến độc lập không có mối quan hệ tương quan với nhau. Điều đó có thể dự đoán rằng không có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra trong mô hình. Tuy nhiên, để chắc chắn, tác giả sử dụng hệ số phóng đại phương sai VIF (Variance Inflation Factor) và độ chấp nhận của biên (Tolerance = 1/VIF) và để kiểm tra lại vi phạm đa cộng tuyến. Về nguyên tắc, nếu giá trị VIF nhỏ hơn 10 sẽ không có đa cộng tuyến (Theo Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc, 2008).

**Bảng 5.6: Bảng kiểm tra đa cộng tuyến**

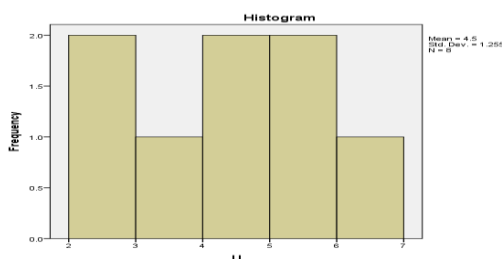
Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
GAP	1.000	1.000
NITRAT	1.000	1.000
Price	1.000	1.000

Nguồn: Kết quả phân tích phần mềm SPSS 20 (2017)

Kết quả của mô hình cho thấy VIF = Tolerance = 1 ở tất cả các biến độc lập. Do đó có thể khẳng định, không có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra trong mô hình.

### 5.2.4 Kiểm định tính chuẩn của sai số ngẫu nhiên

**Hình 5.4: Biểu đồ phân phối sai số ngẫu nhiên**



Nguồn: Kết quả phân tích phần mềm SPSS 20 (2017)

**Bảng 5.7: Bảng mô tả phân phối sai số ngẫu nhiên**

Descriptives

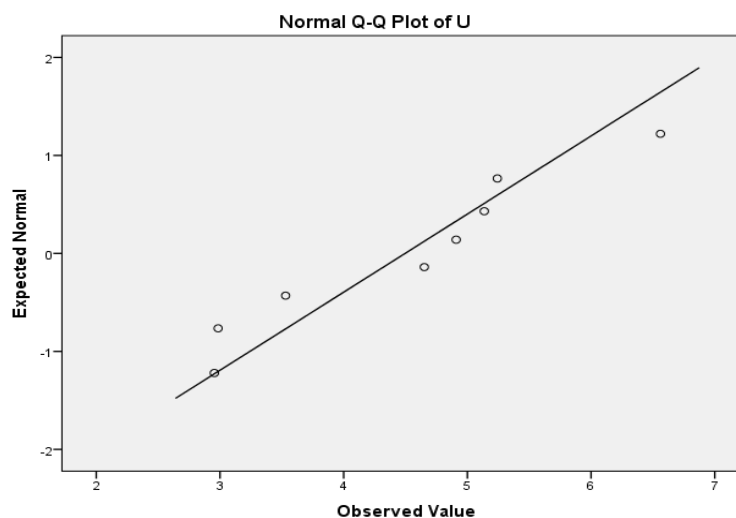
		Statistic	Std. Error
U	Mean	4.50	.444
	Median	4.78	
	Std. Deviation	1.255	
	Skewness	.148	.752

Nguồn: Kết quả phân tích phần mềm SPSS 20 (2017)

Hình 5.4 thể hiện biểu đồ phân phối sai số ngẫu nhiên, tuy nhiên dạng hình chuông đối xứng chưa được thể hiện rõ. Bảng 5.3 mô tả các thông số của mô hình, trong đó Trị trung bình (mean)= 4,50, trung vị (median)= 4,78 và độ xiên (skewness)=0,148. Trong phân phối này, trị số trung bình và trung vị gần bằng nhau và độ xiên dao động từ -1 đến +1, vì vậy được coi như có phân phối chuẩn.

Tiếp theo, tiến hành vẽ biểu đồ xác suất chuẩn (normal Q-Q plot), các trị số quan sát và trị số mong đợi đều gần như nằm gần trên một đường chéo. Điều đó củng cố thêm căn cứ mô hình có phân phối chuẩn.

**Hình 5.5: Biểu đồ xác suất chuẩn (normal Q-Q plot)**



Nguồn: Kết quả phân tích phần mềm SPSS 20 (2017)

**Bảng 5.8: Kết quả kiểm định Kolmogorov-Smirnov và Shapiro-Wilk**

	Kolmogorov-Smirnov		Shapiro-Wilk			
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
U	.174	8	.200	.925	8	.469

Nguồn: Kết quả phân tích phần mềm SPSS 20 (2017)

Cuối cùng, kiểm định Shapiro-Wilk với cặp giả thuyết:

$H_0$ : U có phân phối chuẩn

$H_1$ : U không có phân phối chuẩn.

Nhận xét: kiểm định Shapiro-Wilk có Sig.=0,469 (>0,05), chấp nhận H<sub>0</sub>, tức là U có phân phối chuẩn. Vậy mô hình có phân phối chuẩn với mức ý nghĩa 5%.

### 5.2.5 Kiểm định phương sai sai số thay đổi

Giả thuyết:

H<sub>0</sub>: không xảy ra hiện tượng phương sai sai số thay đổi

H<sub>1</sub>: có hiện tượng phương sai sai số thay đổi

**Bảng 5.9: Kết quả kiểm định tương quan hạng Spearman**

Correlations

		ABS_RES	GAP	NITRAT	Price
Spearman's rho	ABS_RES	1.000	.000	-.327	.000
			1.000	.429	1.000

Nguồn: Kết quả phân tích phần mềm SPSS 20 (2017)

Dựa vào kết quả bảng 5.10, giá trị Sig. tương quan hạng giữa phần giá trị tuyệt đối của phần dư chuẩn hóa và các biến độc lập đều lớn hơn 10%. Do đó, ta chấp nhận giả thuyết H<sub>0</sub>: phương sai đồng nhất, hay không có hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

### 5.2.6 Phương trình hồi quy tuyến tính và kiểm định các giả thuyết

**Bảng 5.10: Bảng hệ số hồi quy của mô hình**

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	Constant	3.712	1.455		2.552	.063		
	GAP	1.803*	.291	.768	6.198	.003	1.000	1.000
	NITRAT	1.129**	.291	.481	3.880	.018	1.000	1.000
	Price	-0.0001***	0.000036	-.342	-2.760	.051	1.000	1.000

a. Dependent Variable: U

b. (\*), (\*\*), (\*\*\*) Mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%

Nguồn: Kết quả phân tích phần mềm SPSS 20 (2017)

Dựa vào phương trình (6) và kết quả từ kết quả phân tích, ta có phương trình phương trình độ thỏa dụng khi như sau:

$$U = 1,803GAP + 1,129NITRAT - 0,0001PRICE$$

Trong đó:

U: mức thỏa dụng trung bình

GAP: Sự xuất hiện nhãn VietGAP

NITRAT: hàm lượng nitrat có trong rau

PRICE: giá rau

Kiểm định t được dùng để xem xét ảnh hưởng của biến độc lập lên biến phụ thuộc. H<sub>0</sub> đưa ra giả thuyết hệ số  $\beta_k = 0$ . Kết quả cho thấy biến bác bỏ H<sub>0</sub> với hệ số biến VIETGAP ở mức ý nghĩa 1% (Sig. = 0,003), bác bỏ H<sub>0</sub> với hệ số biến NITRAT ở mức ý nghĩa 5% (Sig. = 0,018), và bác bỏ H<sub>0</sub> với hệ số biến PRICE với mức ý nghĩa 10% (Sig. = 0,051).

Tóm lại, các biến của mô hình đều ảnh hưởng đến biến phụ thuộc. Các hệ số hồi quy đều có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 10%, điều này cho thấy các giả thuyết H<sub>1</sub>, H<sub>2</sub>, H<sub>3</sub> đều được chấp nhận trong mô hình nghiên cứu lý thuyết.

Giả thuyết H<sub>1</sub>: Độ thỏa dụng đối với rau an toàn của người tiêu dùng tăng khi có nhãn VietGAP (+). Dấu của hệ số hồi quy là dấu dương đúng với kỳ vọng của mô hình, với  $\beta = 1,803$

cho thấy độ thỏa dụng sẽ tăng lên 1,803 đơn vị thỏa dụng giữa một sản phẩm rau có dán nhãn và không dán nhãn.

Giả thuyết H<sub>2</sub>: Độ thỏa dụng đối với rau an toàn của người tiêu dùng tăng khi chỉ tiêu an toàn càng cao (+). Đối với hàm lượng Nitrat, độ thỏa dụng sẽ tăng lên 1.062 đơn vị nếu hàm lượng nitrat thấp (hơn so với hàm lượng nitrat cao).

Giả thuyết H<sub>3</sub>: Độ thỏa dụng đối với rau an toàn của người tiêu dùng giảm khi giá tăng (-). Đối với giá cả, nếu giá tăng lên 10.000 đồng/kg rau, thì độ thỏa dụng sẽ giảm đi 1 đơn vị.

### 5.3 Phân tích kết hợp

#### 5.3.1 Điểm quan trọng và độ thỏa dụng của từng thuộc tính.

Rõ ràng, nhãn VietGAP có tác động mạnh mẽ đến việc lựa chọn rau an toàn của người tiêu dùng. Điểm trung bình của tầm quan trọng VietGAP chiếm đến 41,359% trong cả 3 thuộc tính được đưa vào nghiên cứu. Người tiêu dùng tỏ ra rất tin tưởng vào nhãn an toàn cụ thể là nhãn VietGAP trong thị hiếu tiêu dùng rau an toàn của mình. Hàm lượng nitrat chiếm vị trí quan trọng thứ (31.301%) sự ưu thích rau của đáp viên. Người tiêu dùng quan trọng yếu tố an toàn nội chất của sản phẩm, nhìn chung các tín hiệu và nội chất an toàn cả sản phẩm được ưu tiên lựa chọn nhiều hơn. Giá cả ít được chú ý nhất, người tiêu dùng ít quan trọng giá đối với sản phẩm an toàn (chiếm 27.340%).

**Bảng 5.11: Bảng tổng hợp phân tích độ quan trọng và thỏa dụng thuộc tính**

Thuộc tính	Điểm quan trọng (%)	Bậc thuộc tính	Độ thỏa dụng
Nhãn VietGAP	41.359	Không	1.803
		Có	3.606
Hàm lượng Nitrat	31.301	1000 mg/Kg	1.129
		600 mg/Kg	2.258
Giá	27.340	32.000 đồng/Kg	-3.212
		40.000 đồng/Kg	-4.015

Nguồn: Tổng hợp từ kết quả phân tích dữ liệu (2017)

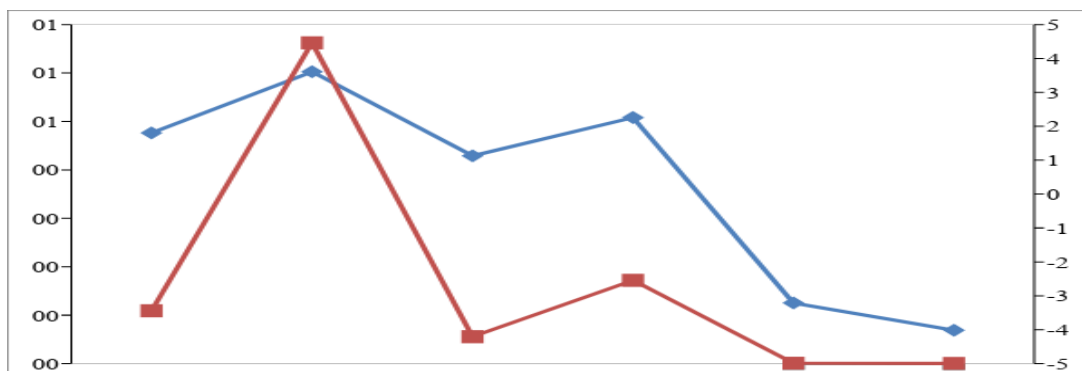
Tuy nhiên, xét về khía cạnh độ thỏa dụng, người tiêu dùng tỏ ra rất nhạy cảm với giá, khi độ thỏa dụng với giá cao sẽ giảm giá trị cao nhất (4,015 đơn vị thỏa dụng). Trong các mức độ của mỗi thuộc tính nếu hệ số lợi ích của mức độ nào cao nhất thì được khách hàng ưa chuộng nhất. Theo đó, khách hàng thích 1kg sản phẩm rau xà lách được gắn nhãn VietGAP ( $\beta_{1b} = 3,606$ ) và hàm lượng nitrat thấp ( $\beta_{2b} = 2,258$ ) và có giá tầm 32.000 đồng ( $\beta_{3a} = -3,212$ ). Khi đó, độ thỏa dụng của người này là:

$$U = 3,606 + 2,258 - 3,212 = 2,652 \text{ (đơn vị thỏa dụng)}$$

#### 5.3.2 Xác suất lựa chọn rau an toàn của mỗi thuộc tính

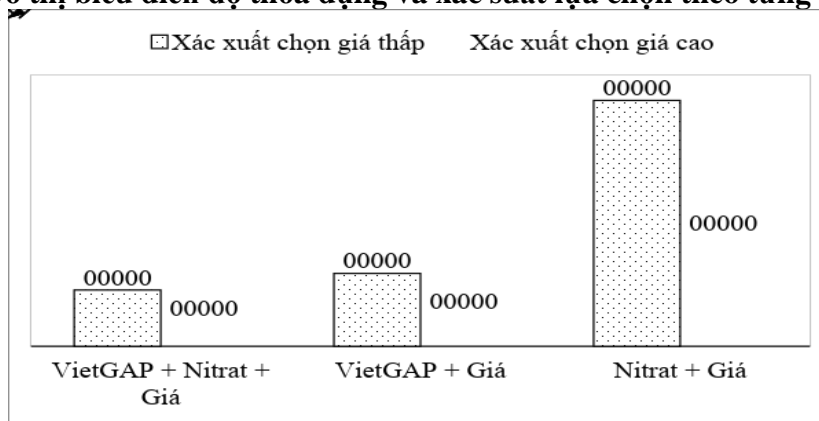
Từ đồ thị hình 5.6 cho biết xác suất chọn sản phẩm có nhãn VietGAP là lớn nhất (66,23%). Xác suất chọn rau có hàm lượng Nitrat thấp đứng thứ hai với 17,19%. Xác suất người tiêu dùng chọn rau dựa vào giá khá thấp (bé hơn 1%). Đồ thị cũng cho thấy sự tương quan tỷ lệ thuận của sự ưu thích các thuộc tính và quyết định lựa chọn mua của thuộc tính đó. Xác suất lựa chọn của một loại hàng hóa bằng tổng các xác suất lựa chọn các thuộc tính cấu thành. Từ đó có thể rút ra, xác suất lựa chọn loại rau có nhãn VietGAP, hàm lượng Nitrat thấp và giá khoảng 32.000 đồng là cao nhất ( $p = 0,8349$ ).





Nguồn: Tổng hợp từ kết quả phân tích dữ liệu (2017)

**Hình 5.6: Đồ thị biểu diễn độ thỏa dụng và xác suất lựa chọn theo từng thuộc tính**



Nguồn: Tổng hợp từ kết quả phân tích dữ liệu (2017)

**Hình 5.7: Đồ thị biểu diễn xác suất lựa chọn theo giá khi loại bỏ các thuộc tính khác**

Đồ thị hình 5.7 biểu diễn xác suất lựa chọn rau an toàn theo giá trong các trường hợp không có thuộc tính khác. Rõ ràng rằng, trong trường hợp đầy đủ thông tin về nhãn VietGAP, hàm lượng Nitrat và Giá (trung quan), xác suất để người tiêu dùng lựa chọn theo giá sẽ ít hơn, nghĩa là ít phụ thuộc vào giá. Trong khi đó, nếu loại bỏ các biến nhãn VietGAP hoặc hàm lượng Nitrat, người tiêu dùng có khuynh hướng phụ thuộc vào giá nhiều hơn, đặc biệt khi không có thông tin về Nhãn VietGAP xác suất người tiêu dùng chọn giá thấp tăng lên đáng kể ( $p=0,0032$ ), điều đó yêu cầu người bán hàng phải có nhiều chiến dịch tiếp thị nghiên về giá cả hơn. Ở đây, nhãn VietGAP và hàm lượng Nitrat đã thay thế độ thỏa dụng về giá trong trường hợp thiếu thông tin.

#### 4.3.3 Mức độ sẵn lòng chi trả của người tiêu dùng đối với các thuộc tính

Trong mô hình RUM, mức độ sẵn lòng chi trả của người tiêu dùng đối với nhãn VietGAP là:

$$WTP_{\text{VietGAP}} = 18.030 \text{ (đồng/kg)}$$

Kết quả tính WTP là 18.030 đồng/kg, có nghĩa người tiêu dùng sẵn lòng chi trả thêm 18.030 đồng để mua một kg rau có chứng nhận nhãn VietGAP, với điều kiện các thuộc tính khác không thay đổi. Mức sẵn lòng này khá cao, tương thích với kiểm tra truyền thống quan trọng tương đối, cho thấy động lực chính khiến người tiêu dùng mua rau chính là nhãn VietGAP

Tương tự đối với mức sẵn lòng chi trả của người tiêu dùng đối với thuộc tính “Hàm lượng Nitrat” đại diện cho chỉ tiêu an toàn của rau xà lách là:

$$WTP_{\text{Nitrat}} = 11.290 \text{ (đồng/kg)}$$

Người tiêu dùng sẵn lòng chi trả thêm 11.290 đồng để mua một kg rau có thể hiện hàm lượng nitrat thấp (chỉ tiêu an toàn cao), với điều kiện các thuộc tính khác không thay đổi.

## 6. KẾT LUẬN

Nghiên cứu đã khảo sát tác động của tiêu chuẩn Thực hành Nông nghiệp tốt (VietGAP) lên lựa chọn rau an toàn của người tiêu dùng TP.HCM cũng như phân tích mức độ sẵn sàng chi trả của họ cho các đặc tính khác nhau của rau an toàn. Kết quả cho thấy hầu hết người tiêu dùng rau đánh giá cao mức độ quan trọng của nhãn VietGAP đến sự ưa thích và quyết định lựa chọn rau an toàn của mình. Mức độ sẵn lòng chi trả (WTP) cao nhất đối với nhãn chứng nhận VietGAP,

bên cạnh đó, người tiêu dùng cũng sẵn sàng trả thêm cho rau an toàn có thể hiện chỉ tiêu an toàn trên bao bì rau. Tầm quan trọng của giá không được đánh giá cao trong nghiên cứu, trong trường hợp đầy đủ thông tin về nhãn VietGAP, hàm lượng Nitrat và Giá (tương quan), xác suất để người tiêu dùng lựa chọn theo giá sẽ ít hơn, nghĩa là ít phụ thuộc vào giá. Tuy nhiên, nếu loại bỏ các biến nhãn VietGAP hoặc hàm lượng Nitrat, người tiêu dùng có khuynh hướng phụ thuộc vào giá nhiều hơn, đặc biệt khi không có thông tin về nhãn VietGAP xác suất người tiêu dùng chọn giá thấp tăng lên đáng kể.

Từ kết quả nghiên cứu trên, nghiên cứu có những đóng góp cho nhà sản xuất và phân phối. Đầu tiên, cung cấp cái nhìn tổng quát về sở thích và xu hướng tiêu dùng của người tiêu dùng từ đó có những phân bổ nguồn lực phù hợp để đầu tư sản xuất và tiếp thị một cách hiệu quả nhất. Thứ hai, nhà kinh doanh nên đầu tư vào chi phí quảng cáo và bao bì để nâng cao độ nhận biết và sự an toàn của nhãn VietGAP cung cấp đầy đủ thông tin về nhãn an toàn và chỉ tiêu an toàn có trong sản phẩm, từ đó nâng giá thành sản phẩm. Chiến lược này mang tính bền vững hơn vì đánh mạnh vào ý thức thay vì chiến lược giá thấp đánh vào thu nhập của người dân. Cuối cùng, nghiên cứu này có thể là cơ sở để nhà kinh doanh định giá lại sản phẩm của mình trên thị trường phù hợp với yêu cầu và khả năng chi trả của người tiêu dùng.

### DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Ahmad, S.N.B.B., 2010. Organic food: A study on demographic characteristics and factors influencing purchase intentions among consumers in Klang Valley, Malaysia. *International journal of business and management*, 5(2), p.105.
- [2] Aizaki, H. and Sato, N., 2008. Comparing consumers' valuations of good agricultural practice in the Tokyo metropolitan area and Miyagi Prefecture: applications of the contingent valuation method. In *World conference on agricultural information and IT*

### NGHIÊN CỨU SỰ HÀI LÒNG CỦA DU KHÁCH QUỐC TẾ ĐỐI VỚI DỊCH VỤ KHÁCH SẠN TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

SV: Nguyễn Huỳnh Ngọc Trâm, Nguyễn Huỳnh Đoàn Trang,  
Phạm Bình Minh Hoàng, Sầm Tấn Phước  
Trường Đại học Ngoại thương, cơ sở II tại TP.HCM  
GVHD: TS. Nguyễn Thị Quỳnh Nga.

#### TÓM TẮT

Xu hướng mang tính quy luật cơ cấu kinh tế thế giới chỉ ra kinh tế dịch vụ sẽ ngày càng chiếm vai trò quan trọng. Trong đó, ngành du lịch mà đặc biệt là du lịch khách sạn có đóng góp quan trọng đến GDP và sự phát triển kinh tế. Dù vậy, hiện nay doanh thu ngành dịch vụ khách sạn ở Việt Nam tương đối thấp so với các nước trong khu vực. Nhận thức được điều này, nhóm tác giả quyết định chọn đề tài: “Nghiên cứu sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM” nhằm xác định các yếu tố ảnh hưởng đến sự hài lòng của du khách quốc tế. Phương pháp định tính sơ bộ kết hợp với định lượng phân tích nhân tố và phân tích hồi quy đa biến được sử dụng để đo lường mức độ ảnh hưởng của các yếu tố này. Kết quả cho thấy 3 nhóm yếu tố ảnh hưởng đến sự hài lòng của du khách quốc tế tại Tp. HCM, theo thứ tự giảm dần của mức độ ảnh hưởng gồm (1) Sự tin cậy, (2) Sự giao tiếp, (3) Năng lực cạnh tranh. Theo đó, nghiên cứu đưa ra một số đề xuất cho bản thân khách sạn và các cơ quan chức năng của chính phủ nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động ngành khách sạn.

#### LỜI MỞ ĐẦU

##### 1. Giới thiệu

Cùng với sự lớn mạnh của ngành du lịch, dịch vụ khách sạn cần được quan tâm và phát triển bởi lẽ dịch vụ khách sạn đóng một vai trò rất quan trọng trong cơ sở hạ tầng du lịch và đem lại một nguồn doanh thu lớn. Tuy nhiên, hiện tại doanh thu ngành dịch vụ khách sạn ở Việt Nam

tương đối thấp so với các nước trong khu vực. Điều này cho thấy rằng ngành dịch vụ khách sạn của Việt Nam cũng chưa phát huy tối đa tính hiệu quả.

Đối với Tp. HCM, theo Báo điện tử Kinh tế - Tài chính FBNC, nguồn cầu trong lĩnh vực du lịch, đặc biệt là dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM trong tương lai sẽ tăng trưởng mạnh mẽ vì Tp. HCM là trung tâm kinh tế - văn hóa - du lịch cả nước với hệ thống cơ sở hạ tầng đang phát triển. Với sự tăng trưởng mạnh mẽ về cầu, dịch vụ khách sạn cần được chú trọng đầu tư với những chính sách hợp lý và đúng đắn nhằm đạt được mục tiêu kinh tế - xã hội; chất lượng dịch vụ khách sạn cần được nâng cao nhằm đem lại sự hài lòng cho du khách, đặc biệt là du khách quốc tế.

Theo Valdani (2009), doanh nghiệp tồn tại bởi vì họ có khách hàng để phục vụ. Chìa khóa để duy trì sự hài lòng của khách hàng là đem đến chất lượng phục vụ tốt cho họ (Shemwell et al, 1998). Do đó, các khách sạn đang tăng cường đầu tư để cải thiện chất lượng dịch vụ và giá trị nhận thức để tăng sự hài lòng của khách hàng và theo đó, xây dựng mối quan hệ tốt đối với từng khách hàng (Jones và cộng sự, 2007).

Trên thực tế, có một vài công cụ để đo lường sự hài lòng của khách hàng. Trong lĩnh vực khách sạn, theo Gilbert and Horsnell (1998) và Su (2004), công cụ phổ biến nhất được sử dụng để đo lường sự hài lòng của khách hàng đối với chất lượng dịch vụ khách sạn là thẻ ý kiến khách hàng (Guest comment card – GCC). Khi phân tích dữ liệu bằng cách thu thập GCC, quản lý khách sạn có thể biết được các yếu tố quyết định sự hài lòng của khách hàng khi lưu trú tại khách sạn. Tuy nhiên, các nghiên cứu cũng cho thấy rằng có nhiều chuỗi khách sạn sử dụng phương pháp đánh giá mức độ hài lòng dựa trên những câu hỏi chưa rõ ràng và những cơ sở chưa đủ tin cậy để đưa ra những quyết định quản lý quan trọng (Barsky, 1992; Barsky và Huxley, 1992; Jones và Ioannou, 1993, Gilbert và Horsnell, 1998; và Su, 2004).

Do đó, cùng với những lí do trên, đồng thời nhằm tìm hiểu về sự hài lòng của du khách quốc tế và đưa ra các giải pháp nâng cao chất lượng dịch vụ khách sạn, nhóm tác giả quyết định chọn đề tài: “Nghiên cứu sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại TP. HCM”.

Bài nghiên cứu tập trung vào 3 mục tiêu nghiên cứu chính, bao gồm: Thứ nhất, tổng hợp lý thuyết đã có trên thế giới về vấn đề nghiên cứu sự hài lòng của du khách đối với dịch vụ khách sạn và các vấn đề liên quan; Thứ hai, tìm ra các yếu tố trong mô hình có ảnh hưởng đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM, đánh giá sự tác động giữa các yếu tố trên đến sự hài lòng và chỉ ra thực trạng đánh giá mức độ hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM; Thứ ba, đưa ra các giải pháp và đề xuất cho khách sạn, cụ thể là người làm trong lĩnh vực khách sạn từ cấp độ nhân viên đến quản lý và cơ quan chức năng của chính phủ.

## **2. Khung lý thuyết**

### **2.1. Sự hài lòng của khách hàng**

Theo Blanchard và Galloway (1994), Heskett và cộng sự (1990) và Zeithaml (1990), sự hài lòng của khách hàng là kết quả của sự nhận thức của khách hàng về các giá trị họ nhận được trong giao dịch hoặc mối quan hệ với một công ty, khi các giá trị đó bằng với chất lượng dịch vụ mà khách hàng nhận được so sánh với các giá trị mà họ mong đợi từ công ty đối thủ. Sự hài lòng của khách hàng là nhân tố chủ yếu quyết định sự thành công của một doanh nghiệp (Gronoos, 1990; Parasuraman, 1988).

Sự hài lòng của khách hàng có thể bị ảnh hưởng bởi những yếu tố chủ quan như nhu cầu của khách hàng hay cảm xúc và những yếu tố khách quan như tính năng sản phẩm hay dịch vụ. Trong lĩnh vực khách sạn, một số học giả trên thế giới đã nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến sự hài lòng của khách hàng đối với chất lượng dịch vụ khách sạn. Knutson (1998) kết luận rằng sự thoải mái và sạch sẽ của phòng, vị trí thuận lợi, sự phục vụ nhanh chóng, độ an toàn, bảo mật cao và sự thân thiện của nhân viên ảnh hưởng đến mức độ hài lòng của du khách đối với chất lượng dịch vụ khách sạn. Một nghiên cứu khác của Choi and Chu (2001) kết luận rằng chất lượng nhân viên, chất lượng phòng và giá trị là ba nhân tố hàng đầu ảnh hưởng đến độ hài lòng của du khách.

## **2.2. Dịch vụ và chất lượng dịch vụ**

Gronroos (1990) định nghĩa dịch vụ là một hoạt động hoặc một chuỗi hoạt động ít nhiều có tính chất vô hình, diễn ra trong các mối tương tác giữa nhân viên phục vụ hay các nguồn lực vật chất – hàng hóa hay các hệ thống cung ứng dịch vụ với khách hàng, đem đến cho khách hàng giải pháp nhằm giải quyết nhu cầu của khách hàng. Theo Bùi Nguyên Hùng (2004), dịch vụ là một quá trình bao gồm các hoạt động hậu đãi và các hoạt động phía trước, nơi mà khách hàng và nhà cung cấp dịch vụ tương tác lẫn nhau.

**Dịch vụ có các đặc điểm cơ bản như sau:**

- Tính vô hình;
- Tính không thể tách rời giữa cung cấp và tiêu dùng dịch vụ;
- Tính dị biệt, không đồng đều về chất lượng;
- Tính không dự trữ được.

Parasuraman và cộng sự (1988) định nghĩa *chất lượng dịch vụ* là đánh giá tổng quan của khách hàng về một món hàng hóa hay dịch vụ dựa trên sự ưu việt của nó. Trong lĩnh vực du lịch và khách sạn, việc cung cấp chất lượng dịch vụ tốt là điểm mấu chốt chiến lược, có liên quan đến sự hình thành thói quen tiêu dùng và tăng tính cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong ngành (Grande và cộng sự, 2002) và nó có ảnh hưởng đến hành vi tiêu dùng trong quá trình ra quyết định cũng như tác động đến mối quan hệ giữa người tiêu dùng và doanh nghiệp, ảnh hưởng mức độ trung thành của khách hàng (Henning-Thurau và cộng sự, 2001). Chất lượng dịch vụ là nguồn gốc tạo nên sự hài lòng của khách hàng (Cronin và Taylor, 1992).

## **2.3. Khách sạn**

Hiện nay trên thế giới và trong nước, tùy theo mỗi nơi khác nhau có cách định nghĩa về khách sạn khác nhau. Tuy nhiên, nhìn chung khách sạn có những đặc trưng sau: là cơ sở cung cấp dịch vụ lưu trú, là nơi cung cấp các dịch vụ tiện nghi và giải trí, thường được xây dựng tại các địa điểm du lịch, thành phố lớn, nơi tập trung du khách.

## **2.4. Tình hình khách du lịch quốc tế đến Việt Nam và Tp. HCM năm 2016**

Theo số liệu từ Tổng cục Du lịch, lượng khách quốc tế đến Việt Nam trong tháng 10/2016 ước đạt 812.017 lượt, giảm 0,1% so với tháng 9/2016 và tăng 23,2% so với cùng kỳ năm 2015. Tính chung 10 tháng năm 2016 ước đạt 8.077.397 lượt khách, tăng 25,4% so với cùng kỳ năm 2015.

Đối với riêng TP. HCM, trong báo cáo tại Hội nghị sơ kết 6 tháng đầu năm và phương hướng nhiệm vụ 6 tháng cuối năm 2016 giữa Sở Du lịch và Ủy ban Nhân dân các quận/ huyện, tổng khách quốc tế đến TP. HCM 6 tháng đầu năm ước đạt 2.430.386 lượt khách, tăng 12,2% so cùng kỳ năm 2015; mang lại tổng doanh thu du lịch ước là 49.487 tỷ đồng, tăng 5,3% so cùng kỳ năm 2015 và đạt 47,7% kế hoạch năm.

Với số lượng khách quốc tế đến Tp. HCM ngày càng tăng, nhu cầu cho việc lưu trú tại các khách sạn cũng tăng theo đó. Việc nâng cao chất lượng dịch vụ khách sạn để tăng sự hài lòng của du khách là một điều cần thiết và cấp bách nhằm đạt được hiệu quả trong ngành du lịch – khách sạn.

## **2.5. Mối quan hệ giữa sự hài lòng của khách hàng và chất lượng dịch vụ**

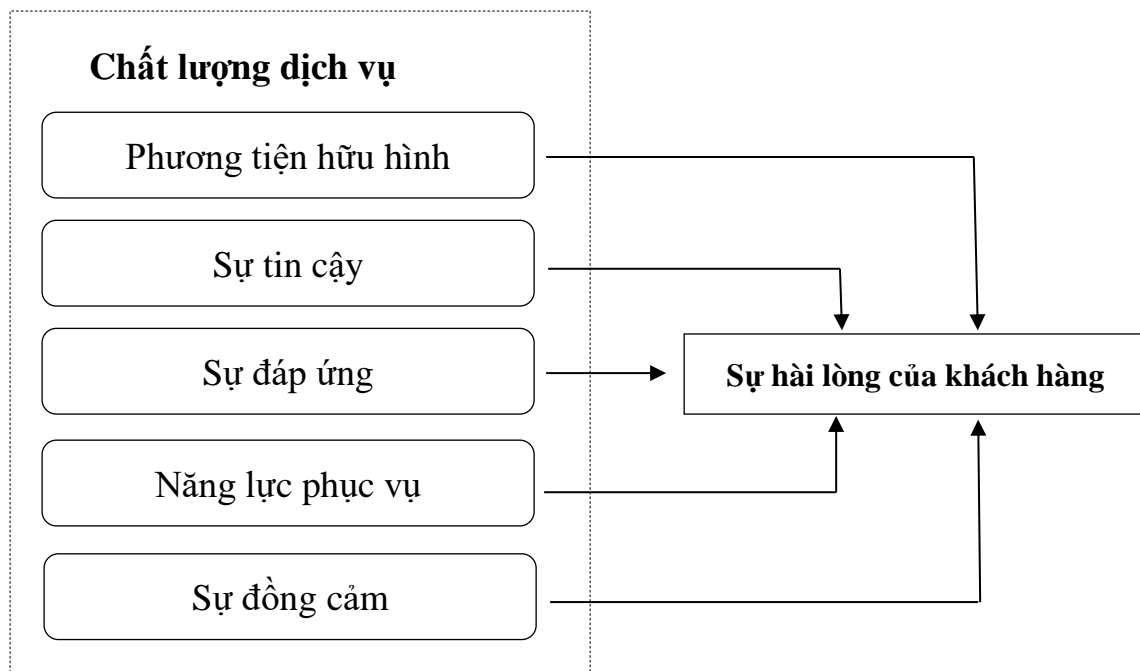
Sự hài lòng của khách hàng và chất lượng dịch vụ có mối quan hệ chặt chẽ với nhau. Theo Hackl và Westlund (2000), chất lượng dịch vụ sẽ thúc đẩy sự hài lòng của khách hàng, kích thích ý định quay trở lại hoặc giới thiệu truyền miệng cho những người xung quanh. Zeithml và Bitner (2000) cho rằng sự hài lòng bị tác động bởi giá trị cảm nhận về chất lượng. Theo Ali Dehghan (2006), việc nghiên cứu chất lượng dịch vụ là tiền đề cho sự hài lòng là hợp lý. Cronin và Taylor (1992) cho rằng cảm nhận về chất lượng dịch vụ sẽ dẫn đến sự hài lòng. Chất lượng dịch vụ đi đôi với sự hài lòng, chất lượng dịch vụ tốt sẽ làm tăng sự hài lòng (Parasuraman và cộng sự, 1985).

## **2.6. Các mô hình nghiên cứu liên quan**

### **2.6.1. Mô hình chất lượng dịch vụ kỹ thuật – chức năng của Gronroos (1984)**



Gronroos cho rằng có hai yếu tố chính cấu tạo nên mô hình chất lượng dịch vụ: Chất lượng dịch vụ kỹ thuật (Kết quả) và chất lượng dịch vụ chức năng (Quy trình).



Trong mô hình của Gronroos, chất lượng dịch vụ được đánh giá bằng cách so sánh giữa giá trị mà khách hàng mong đợi trước khi sử dụng dịch vụ và giá trị mà khách hàng nhận được sau khi sử dụng dịch vụ.

### 2.6.2. Mô hình nghiên cứu chất lượng dịch vụ khoảng cách của Parasuraman & cộng sự (1985)

Theo Parasuraman và cộng sự (1985), chất lượng dịch vụ là khoảng cách giữa sự mong đợi (kỳ vọng) của khách hàng và nhận thức (cảm nhận) của họ khi đã sử dụng dịch vụ. Ở mô hình này, Parasuraman và cộng sự chỉ ra 5 khoảng cách chất lượng dịch vụ ảnh hưởng đến sự hài lòng của khách hàng. Khoảng cách 5 phụ thuộc vào bốn khoảng cách trước:

$$GAP5 = f(GAP1, GAP2, GAP3, GAP4)$$

Do đó, để rút ngắn khoảng cách 5 hay làm tăng chất lượng dịch vụ, nhà cung cấp dịch vụ phải nỗ lực rút ngắn các khoảng cách trước.

### 2.6.3. Mô hình SERVQUAL của Parasuraman và cộng sự (1988, 1991)

Mô hình chất lượng dịch vụ khoảng cách (Parasuraman và cộng sự, 1985) đã được Parasuraman tiếp tục phát triển, hiệu chỉnh và đưa ra bộ mô hình đo lường chất lượng dịch vụ ảnh hưởng đến sự hài lòng của khách hàng SERVQUAL (Parasuraman và cộng sự, 1988) với 10 thành phần:

Mặc dù mô hình thể hiện được tính bao quát mọi mặt của chất lượng dịch vụ với 10 yếu tố, mô hình này có nhược điểm là phức tạp, còn mang tính lý thuyết và chưa đạt được giá trị phân biệt. Do đó, Parasuraman và cộng sự (1991) đã kết hợp các biến có tính tương quan lại với nhau, điều chỉnh và giảm xuống còn 5 thành phần như: (1) phương tiện hữu hình; (2) sự tin cậy; (3) sự đáp ứng; (4) năng lực phục vụ; (5) sự đồng cảm và đưa ra bộ thang đo SERVQUAL gồm 22 biến quan sát để đo lường chất lượng kỳ vọng và dịch vụ cảm nhận của khách hàng.

### 2.6.4. Mô hình SERVPERF của Cronin và Taylor (1992)

Việc sử dụng mô hình SERVQUAL làm cơ sở cho việc đánh giá chất lượng dịch vụ cũng có nhiều tranh luận (Babakus & Boller, 1992; Cronin & Taylor, 1992). Cronin và Taylor (1992) đã phát triển mô hình SERVPERF từ SERVQUAL, cho rằng mức độ cảm nhận của khách hàng đối với sự thực hiện dịch vụ của doanh nghiệp phản ánh tốt nhất chất lượng dịch vụ.

*Nguồn: Cronin và Taylor (1992)*

### Sơ đồ 1. Mô hình SERVPERF của Cronin và Talor (1992)



Theo mô hình SERVPERF thì: Chất lượng dịch vụ = Mức độ cảm nhận. Và chất lượng dịch vụ đo lường sự hài lòng của khách hàng. Kết luận này đã được đồng tình bởi các tác giả khác như Lee và cộng sự (2000), Brady và cộng sự (2002). Bộ thang đo SERVPERF cũng sử dụng 22 mục phát biểu tương tự như phần hỏi về cảm nhận của khách hàng trong mô hình SERVQUAL nhưng bỏ qua phần hỏi về kỳ vọng.

Nhược điểm của SERVQUAL: Bên cạnh việc bảng câu hỏi dài theo mô hình SERVQUAL, khái niệm sự kỳ vọng gây khó hiểu cho người trả lời.

Ưu điểm của SERVPERF: bảng câu hỏi trong mô hình SERVPERF ngắn gọn hơn phân nửa so với SERVQUAL, tiết kiệm được thời gian và có thiện cảm hơn cho người trả lời.

#### 2.6.5. Mô hình nghiên cứu của Kumar và cộng sự (2009)

Kumar và cộng sự (2009) đã phát triển một mô hình từ mô hình thang đo SERVQUAL của Parasuraman và cộng sự (1988), bổ sung thêm yếu tố “sự thuận tiện” và đưa ra mô hình đo lường chất lượng dịch vụ gồm 6 thành phần với 26 biến quan sát.

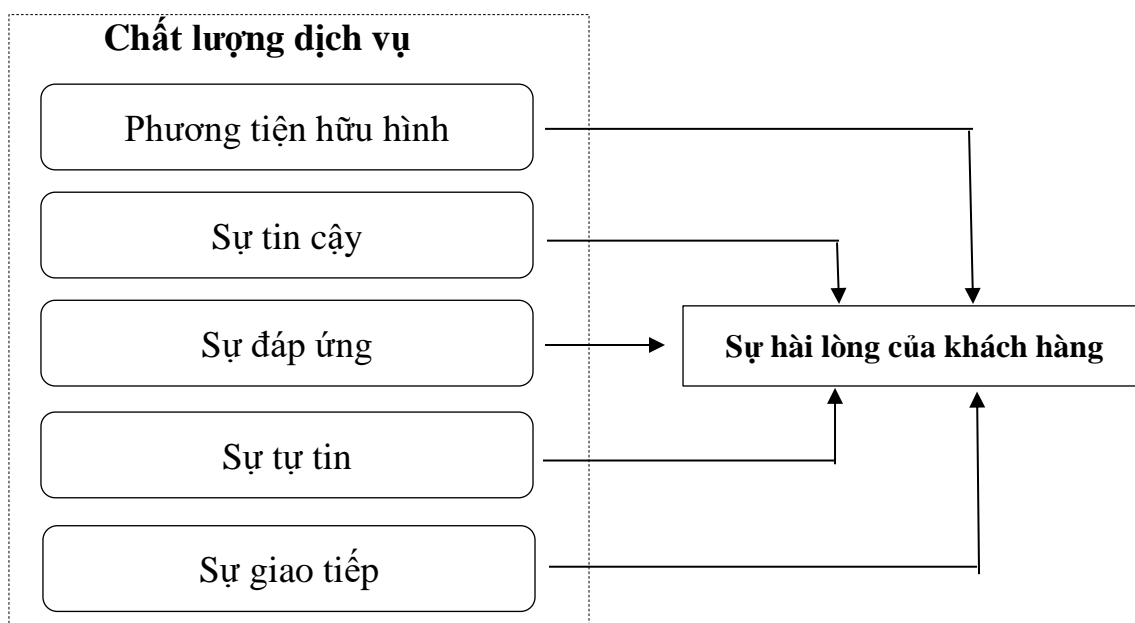
Đánh giá về “sự thuận tiện” của khách hàng có thể ảnh hưởng đến việc đánh giá tổng thể về chất lượng dịch vụ dẫn đến sự hài lòng của khách hàng. Sau khi chạy mô hình, tác giả đưa ra kết luận chất lượng dịch vụ bị ảnh hưởng bởi 4 yếu tố: (1) phương tiện hữu hình; (2) tin cậy; (3) năng lực phục vụ; và (4) tính thuận tiện.

#### 2.6.6. Mô hình Chỉ số chất lượng nơi ở Lodging Quality Index (LQI) của Getty và Thompson (2003)

Mô hình LQI được xây dựng dựa trên mô hình SERVQUAL của Parasuraman, 1988. Getty và Thompson thực hiện phỏng vấn khách du lịch và nhà quản trị tại các khách sạn cao cấp và thông thường. Thang đo LQI bắt đầu với 10 yếu tố theo như phiên bản đầu tiên của SERVQUAL (Parasuraman và cộng sự, 1985). 10 yếu tố này được Betty đo lường bởi 63 thang đo. Sau khi sàng lọc và kiểm định, thang đo được rút ngắn lại còn 26 thang đo và được giữ làm phiên bản cuối cùng của LQI. Mô hình bao gồm 26 thang đo với 5 yếu tố bao gồm:

- (1) Phương tiện hữu hình.
- (2) Sự tin cậy (hàm ý sự tin cậy và sự tín nhiệm trong mô hình SERVQUAL).
- (3) Sự đáp ứng.
- (4) Sự tự tin (hàm ý các yếu tố năng lực phục vụ, sự lịch thiệp, sự an toàn và sự tiếp cận trong mô hình SERVQUAL).
- (5) Sự giao tiếp (bao gồm việc giao tiếp và thấu hiểu).

Được cải thiện từ mô hình SERVQUAL, mô hình LQI được đánh giá phù hợp hơn khi sử dụng trong các nghiên cứu liên quan đến lĩnh vực khách sạn.



## Sơ đồ 2. Mô hình nghiên cứu LQI của Getty và Thompson (2003)

### 2.7. Các giả thuyết và mô hình nghiên cứu đề xuất

Tác giả sử dụng mô hình Chỉ số chất lượng nơi ở Lodging Quality Index – LQI của Getty và Thompson (2003) và tham khảo thang đo mô hình SERVQUAL của Parasuman (1988, 1991) làm cơ sở cho nghiên cứu sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM. Trong bài nghiên cứu này, tác giả kết hợp 2 mô hình này để xây dựng thang đo với 5 biến độc lập: (1) yếu tố hữu hình, (2) sự tin cậy, (3) sự đáp ứng, (4) sự tự tin, (5) sự giao tiếp.

#### 2.7.1. Yếu tố phương tiện hữu hình

Phương tiện hữu hình được định nghĩa là bề mặt của các yếu tố vật lý (Parasuraman và cộng sự, 1988). Trong ngữ cảnh khách sạn, phương tiện hữu hình liên quan đến bàn tiếp tân, sự ngăn nắp, sạch sẽ và các yếu tố khác ảnh hưởng đến sự hài lòng của khách hàng (Lai, 2004; Kumar và cộng sự, 2010).

Vì vậy, trong mô hình này, tác giả đặt ra giả thuyết:

H1: Phương tiện hữu hình có quan hệ cùng chiều đối sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM.

#### 2.7.2. Sự tin cậy

Theo Parasuraman (1988), sự tin cậy có nghĩa là cung cấp dịch vụ một cách chính xác như nhà cung cấp đã hứa với khách hàng. Sự tin cậy đảm bảo cho khách hàng cảm giác yên tâm khi sử dụng dịch vụ. Sự tin cậy có ảnh hưởng đến sự hài lòng của khách hàng (Arasli và cộng sự, 2015; Kheng và cộng sự, 2010). Bên cạnh đó theo Markovic và Raspor (2010), sự tin cậy là yếu tố quan trọng nhất quyết định chất lượng dịch vụ cảm nhận. Theo Dabholkar và cộng sự (1996), sự tin cậy chỉ khả năng tiếp tân cung cấp dịch vụ theo như đã hứa với khách hàng một cách chính xác. Dịch vụ phải được cung cấp đúng thời gian và không xảy ra lỗi.

Vì thế, giả thuyết sau được đề nghị

H2: Sự tin cậy có quan hệ cùng chiều đối sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM.

#### 2.7.3. Sự đáp ứng

Trong mô hình LQI của Getty và Thompson (2003), sự đáp ứng ở đây được thể hiện ở việc nhân viên sẵn lòng trả lời câu hỏi của khách hàng, nhân viên phản ứng nhanh để giải quyết vấn đề của khách hàng hay thực hiện yêu cầu của khách hàng và phục vụ phòng nhanh chóng.

Từ đó, tác giả đặt ra giả thuyết:

H3: Sự đáp ứng có quan hệ cùng chiều đối sự hài lòng của du khách quốc tế đối với chất lượng dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM.

#### 2.7.4. Sự tự tin

Trong mô hình LQI của Getty và Thompson (2003), sự tự tin có ảnh hưởng cùng chiều đến sự hài lòng của khách hàng. Trong mô hình này, yếu tố sự tự tin hàm ý các yếu tố năng lực phục vụ, sự lịch thiệp, sự an toàn và sự tiếp cận trong mô hình SERVQUAL của Parasuraman (1988). Qua đó, sự tự tin được thể hiện ở việc nhân viên biết những địa điểm xung quanh để giới thiệu cho khách hàng, nhân viên lịch sự và đối xử khách hàng với sự tôn trọng.

Dựa vào đó, giả thuyết sau được đặt ra:

H4: Sự tự tin có quan hệ cùng chiều đối sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM.

#### 2.7.5. Sự giao tiếp

Theo Getty và Thompson (2003), sự giao tiếp bao gồm việc giao tiếp giữa nhân viên và khách hàng, sự thấu hiểu khách hàng và sự giao tiếp có sự tác động đến sự hài lòng của khách hàng. Trong mô hình LQI, sự giao tiếp được thể hiện ở việc mọi khoản thu được thông báo rõ ràng cho khách hàng, khách hàng được hoàn toàn chú ý tại bàn tiếp tân, nhân viên cố gắng tìm hiểu và dự đoán nhu cầu của khách hàng.

Trong bài nghiên cứu này, tác giả đặt ra giả thuyết sau:

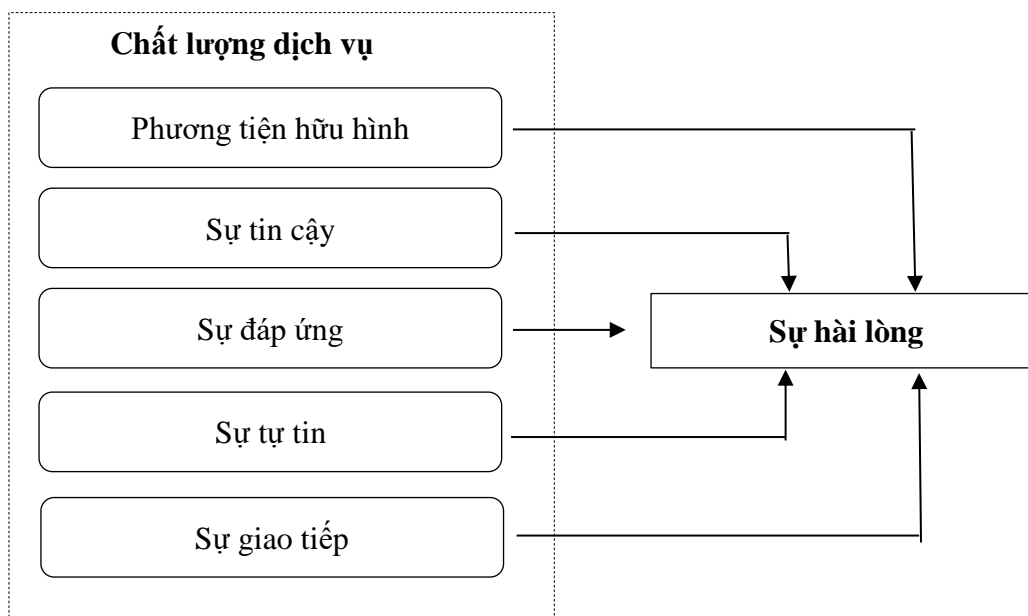
H5: Sự giao tiếp có quan hệ cùng chiều đối với sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM.

### 2.8. Mô hình nghiên cứu đề xuất

Từ các giải thuyết nêu trên, trong đề tài “Nghiên cứu sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM” này, tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu sau:

- Biến phụ thuộc: Sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM, gọi tắt là sự hài lòng.

- 5 biến độc lập tác động đến biến phụ thuộc bao gồm: Phương tiện hữu hình; sự tin cậy; sự đáp ứng; sự tự tin; sự giao tiếp.



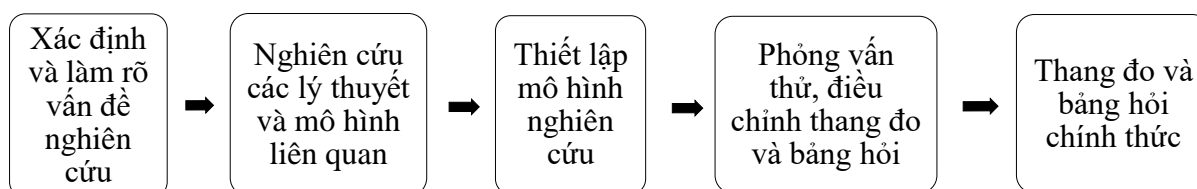
*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp*

### Sơ đồ 2. Mô hình nghiên cứu đề xuất các yếu tố ảnh hưởng đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Phương pháp nghiên cứu sơ bộ

Ở giai đoạn nghiên cứu sơ bộ, tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính.



*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp*

### Sơ đồ 4. Quy trình nghiên cứu sơ bộ

Tác giả kết hợp mô hình LQI của Getty và Thompson (2003) và mô hình SERVQUAL của Parasuraman (1988, 1991) làm cơ sở để xây dựng thang đo ban đầu cho bài nghiên cứu này với 5 biến độc lập và 1 biến phụ thuộc. Sau đó, tác giả tiến hành phỏng vấn thử nghiệm 15 người thỏa yêu cầu của đề tài để điều chỉnh thang đo và hoàn thành thang đo chính thức. Thang đo chính thức được xây dựng với 27 biến quan sát như sau:

**Bảng 1. Thang đo ban đầu các yếu tố ảnh hưởng đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM**

Thang đo	Nguồn tham khảo	Biến mã hóa
PHƯƠNG TIỆN HỮU HÌNH (TAN)		

Bàn tiếp tân nhìn thu hút thị giác	Mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	TAN1
Nhân viên ăn mặc đồng phục ngăn nắp và sạch sẽ	Mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	TAN2
Cảnh vật xung quanh thu hút thị giác	Mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	TAN3
Khách sạn được thập sáng tốt	Mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	TAN4
Mọi thứ bên trong và bên ngoài khách sạn được trang trí và bảo trì tốt	Mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	TAN5
<b>SỰ TIN CẬY</b>		
Việc đặt phòng của tôi được thực thi một cách hiệu quả	Mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	REL1
Phòng của tôi được chuẩn bị sẵn sàng như đã hứa	Mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	REL2
TV, sóng vô tuyến, máy lạnh, đèn và các thiết bị cơ học khác hoạt động hiệu quả	Mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	REL3
Giá cả dịch vụ xứng đáng với chất lượng	Điều chỉnh từ mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	REL4
Tôi được thông báo đầy đủ về chỗ ở và dịch vụ của khách sạn	Điều chỉnh từ mô hình SEFVQUAL của Parasuraman và cộng sự (1988, 1991) và mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	REL5
<b>SỰ ĐÁP ỨNG (RES)</b>		
Nhân viên phản hồi nhanh để giải quyết vấn đề/ yêu cầu của tôi	Điều chỉnh từ mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	RES1
Nhân viên có khả năng thực hiện dịch vụ	Tác giả đề xuất đưa vào mô hình	RES2
Nhân viên sẵn lòng trả lời những câu hỏi của tôi	Mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	RES3

Nhân viên trung thực trong việc giải quyết vấn đề và thực hiện dịch vụ	Tác giả đề xuất đưa vào mô hình	RES4
Dịch vụ phòng được thực hiện nhanh chóng	Mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	RES5
<b>SỰ TỰ TIN (CON)</b>		
Nhân viên biết về những địa điểm thú vị xung quanh khách sạn	Mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	CON1
Nhân viên đối xử tôi một cách tôn trọng	Mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	CON2
Nhân viên lịch sự khi trả lời câu hỏi của tôi	Mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	CON3
Khách sạn cung cấp cho tôi một môi trường an toàn	Mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	CON4
Cơ sở vật chất được bố trí thuận tiện	Mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	CON5
<b>SỰ GIAO TIẾP (COM)</b>		
Những khoản thu phí được thể hiện rõ ràng	Mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	COM1
Tôi nhận được sự chú ý hoàn toàn tại bàn tiếp tân	Mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	COM2
Tiếp tân cố gắng tìm hiểu nhu cầu cụ thể của tôi	Điều chỉnh từ mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	COM3
Nhân viên dự đoán được nhu cầu của tôi	Mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	COM4
Nhân viên có kỹ năng giao tiếp tốt	Tác giả đề xuất đưa vào mô hình	COM5
<b>SỰ HÀI LÒNG (SAT)</b>		
Nhìn chung, tôi hài lòng với dịch vụ khách sạn. Điều tra, thu thập dữ liệu	Điều chỉnh từ mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	SAT1
Tôi sẽ giới thiệu khách sạn này đến bạn bè của tôi	Mô hình LQI của Getty và Thompson (2003)	SAT2

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp*

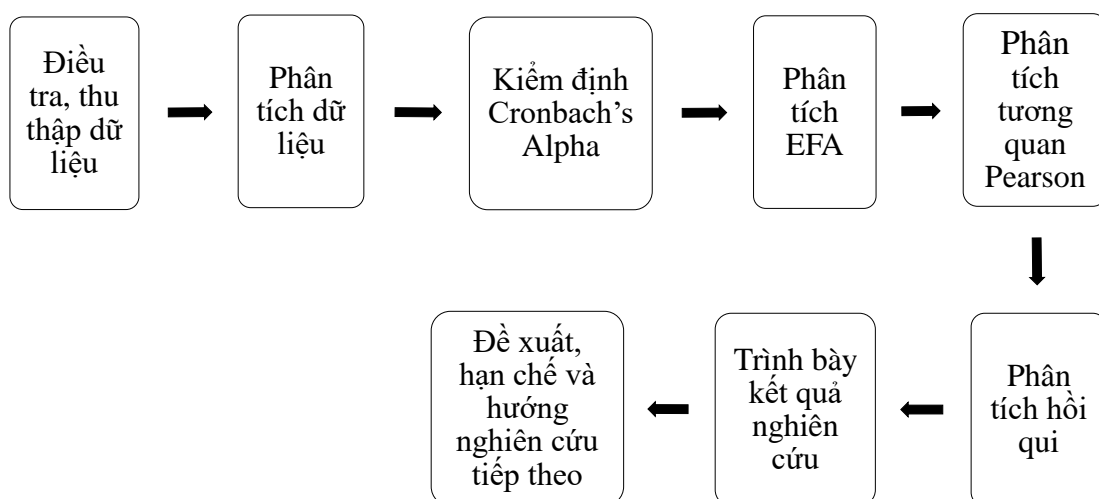
### **3.2. Phương pháp nghiên cứu chính thức**

Nhóm tác giả chọn phương pháp thu thập dữ liệu chính thức là phỏng vấn trực tiếp (in-person surveys) và khảo sát trực tuyến (online survey). Sau khi tiến hành thực hiện khảo sát và làm sạch dữ liệu thu thập được, nhóm tiến hành phân tích bằng phần mềm hỗ trợ phân tích SPSS 20.0. Áp dụng các phương pháp nghiên cứu định lượng bao gồm: đánh giá độ tin cậy của thang đo thông qua hệ số tin cậy Cronbach's Alpha, phân tích nhân tố khám phá EFA để nhóm các nhân tố và loại bỏ các biến không phù hợp. Các nhân tố sau cùng được đưa vào phân tích hệ số tương quan



Pearson. Sau khi thang đo được xử lý, tiến hành phân tích hồi quy để thấy mối quan hệ giữa các yếu tố ảnh hưởng và sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM.

Cuối cùng, nhóm tiến hành kiểm định sự ảnh hưởng của các biến định tính tới biến phụ thuộc sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM thông qua kiểm định ANOVA một chiều.



*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp*

**Sơ đồ 5. Quy trình nghiên cứu chính thức**

#### 4. Kết quả nghiên cứu

##### 4.1. Kết quả thống kê mẫu nghiên cứu

Trong 170 mẫu tác giả thực hiện khảo sát, tác giả sàng lọc được 157 mẫu đạt yêu cầu để đưa vào tiếp tục việc thực hiện nghiên cứu.

Với phương pháp chọn mẫu thuận tiện - phi xác suất, số lượng mẫu nghiên cứu thu được sau khi đã sàng lọc đạt 157 bảng. Trong đó có 108 quan sát thu được thông qua bảng hỏi bằng giấy được khảo sát trực tiếp và 49 bảng hỏi trực tuyến thông qua công cụ hỗ trợ Google form để lấy ý kiến về sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM.

**Bảng 2. Kết quả thống kê mẫu**

	Tần số (người)	Tần suất (%)	Phần trăm tích lũy (%)
<b>Khu vực (Quốc gia)</b>			
Châu Á	54	34,39	34,39
Châu Âu	37	23,57	57,96
Nước Anh	17	10,83	68,79
Nước Mỹ	19	12,10	80,89
Nước Úc	19	12,10	92,99
Khác	11	7,01	100
<i>Tổng</i>	<i>157</i>	<i>100</i>	
<b>Độ tuổi</b>			
Dưới 18	2	1,27	1,27
Từ 18 đến 24	32	20,38	21,65
Từ 25 đến 39	70	44,59	66,24
Từ 40 đến 54	42	26,75	92,99
Từ 55 trở lên	11	7,01	100
<i>Tổng</i>	<i>157</i>	<i>100</i>	
<b>Giới tính</b>			
Nam	85	54,14	54,14
Nữ	72	45,86	100

<i>Tổng</i>	<i>157</i>	<i>100</i>	
Mục đích ở tại khách sạn tại Tp. HCM			
Du lịch	122	77,71	77,7
Công tác	32	20,38	98,09
Khác	3	1,91	100
<i>Tổng</i>	<i>157</i>	<i>100</i>	
Loại khách sạn đã ở			
4 sao, 5 sao	57	36,31	36,31
3 sao	69	43,95	80,26
2 sao trở xuống	31	19,75	100
<i>Tổng</i>	<i>157</i>	<i>100</i>	
Thu nhập			
Dưới 300 USD	18	11,46	11,46
Từ 301 đến 600 USD	17	10,83	22,29
Từ 601 đến 1000 USD	40	25,48	47,77
Trên 1000 USD	82	52,23	100
<i>Tổng</i>	<i>157</i>	<i>100</i>	

Nguồn: Kết quả tổng hợp từ SPSS

#### 4.2. Kiểm định thang đo bằng hệ số tin cậy Cronbach's Alpha

Năm nhóm biến: Phương tiện hữu hình, Sự tin cậy, Sự đáp ứng Sự tự tin, Sự giao tiếp được kiểm định độ tin cậy bằng hệ số Cronbach's Alpha. Các biến có hệ số tương quan biến - tổng (item - total correlation) nhỏ hơn 0,3 sẽ bị loại (Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc, 2014). Tiêu chuẩn chọn thang đo khi độ tin cậy Cronbach Alpha phải từ 0,7 trở lên (Nunnally và Bernstein, 1994).

Qua kiểm định thang đo bằng hệ số tin cậy Cronbach's Alpha, tác giả nhận thấy cả 27 biến quan sát thuộc 5 biến độc lập và 2 biến quan sát thuộc biến phụ thuộc (sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM) đạt yêu cầu để tiếp tục sử dụng trong phân tích nhân tố khám phá EFA. Trong đó hệ số Cronbach's Alpha của cả năm thang đo đều lớn hơn 0,7 ngay trong lần phân tích đầu tiên. Thang đo có hệ số tin cậy cao nhất chính là Phương tiện hữu hình (0,915) và thấp nhất là Sự tin cậy (0,856). Đồng thời, hệ số tương quan biến-tổng hiệu chỉnh của các biến quan sát đều lớn hơn 0,3.

#### 4.3. Phân tích nhân tố khám phá

**Bảng 2. Tổng hợp kết quả các hệ số trong phân tích nhân tố EFA đối với các biến độc lập lần đầu**

Yếu tố cần đánh giá	Giá trị chạy bằng	So sánh
Giá trị Sig. trong kiểm định Bartlett	0,000	$0,000 < 0,05$
Hệ số KMO	0,930	$0,5 < 0,930 < 1$
Phương sai trích	68,591	$68,591\% > 50\%$
Giá trị Eigenvalue	1,108	$1,108 > 1$

Nguồn: Kết quả tổng hợp từ SPSS

Theo bảng 4.3, kết quả của các hệ số trên đều thỏa mãn điều kiện để phân tích nhân tố khám phá EFA lần 1.

- Theo kết quả kiểm định Bartlett, mức ý nghĩa Sig =  $0,000 < 0,05$ . Như vậy, giả thuyết các biến quan sát không có tương quan với nhau trong tổng thể bị bác bỏ. Điều này chứng tỏ dữ liệu dùng để phân tích nhân tố hoàn toàn phù hợp.

- Hệ số KMO bằng 0,930 ( $0,5 < 0,930 < 1$ ) nên phân tích nhân tố là hoàn toàn phù hợp.

- Kết quả tiêu chuẩn giá trị Eigenvalue lớn hơn 1 và có 4 nhân tố được trích ra. Đồng thời phương sai trích là  $68,591\% > 50\%$  đạt yêu cầu. Khi đó, có thể nói rằng 4 nhân tố này giải thích 68,591% biến thiên của dữ liệu.

Tuy nhiên, ở ma trận xoay nhân tố có 2 biến quan sát không đạt điều kiện hệ số tải nhân tố. Cụ thể là biến quan sát COM1 có hệ số tải nhân tố lớn hơn 0,5 nhưng xuất hiện 2 lần ở 2 nhóm nhân tố và không chênh lệch nhiều nên không thỏa điều kiện về giá trị phân biệt. Biến quan sát REL1 không hiển thị hệ số tải nhân tố (tức hệ số trọng tải nhân tố nhỏ hơn 0,5) do tác giả đặt giới hạn hệ số tải nhân tố là 0,5. Do đó, tác giả loại 2 biến quan sát COM1 và REL1.

Đồng thời, 5 biến độc lập với 25 biến quan sát được rút trích thành 4 nhóm tố. Trong đó, các biến quan sát về sự tự tin và sự đáp ứng CON1, CON2, CON3, CON4, CON5, RES1, RES2, RES3, RES4 và RES5 được nhóm thành 1 nhóm nhân tố. Thang đo này bao gồm các nhận định về sự nhanh chóng trong dịch vụ phòng; các nhận định liên quan đến nhân viên của khách sạn bao gồm sự phản hồi nhanh, sẵn lòng và khả năng thực hiện hoặc giải quyết đối với những vấn đề hay yêu cầu khách hàng đặt ra, thái độ nhân viên lịch sự, tôn trọng khách hàng, trung thực trong việc giải quyết vấn đề hay thực hiện dịch vụ và biết những địa điểm thú vị xung quanh để giới thiệu cho khách; nhận định về môi trường an toàn của khách sạn và sự thuận tiện của cơ sở vật chất. Đây là những yếu tố rất quan trọng trong việc cung cấp dịch vụ, quyết định doanh nghiệp này thành công hơn doanh nghiệp khác; có thể được thay đổi hoặc phát triển để trở nên tốt hơn và được xem như là năng lực cạnh tranh của khách sạn. Do đó, tác giả nhóm các biến quan sát này lại và đặt tên lại cho thang đo này là “*Năng lực cạnh tranh*” (ký hiệu là ADV) và tiến hành kiểm định hệ số Cronbach’s Alpha. Tác giả lần lượt ký hiệu lại cho các biến quan sát RES1, RES2, RES3, RES4, RES5, CON1, CON2, CON3, CON4 và CON5 là ADV1, ADV2, ADV3, ADV4, ADV5, ADV6, ADV7, ADV8, ADV9 và ADV10. Sau khi loại 2 biến quan sát COM1 và REL1, các thang đo còn lại về phương tiện hữu hình, sự tin cậy, sự giao tiếp vẫn được giữ nguyên.

Như vậy, mô hình nghiên cứu được thay đổi với các giả thuyết được đặt lại như sau:

- *Giả thuyết H1*: Năng lực cạnh tranh có quan hệ cùng chiều đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM.

- *Giả thuyết H2*: Phương tiện hữu hình có quan hệ cùng chiều đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM.

- *Giả thuyết H3*: Sự tin cậy có quan hệ cùng chiều đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM.

- *Giả thuyết H4*: Sự giao tiếp có quan hệ cùng chiều đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM.

Sau khi gộp biến và loại 2 biến quan sát COM1 và REL1 như đã trình bày ở lần phân tích EFA với các biến độc lập đầu tiên, tác giả tiến hành chạy phân tích nhân tố khám phá EFA lần hai. Tiêu chuẩn của kết quả lần 2 đều thỏa mãn điều kiện để sử dụng nhân tố khám phá EFA trong kiểm định mô hình: Giá trị Sig. trong kiểm định Bartlett = 0,000 < 0,05; hệ số KMO = 0,928 > 0,5; phương sai trích = 69,540% > 50% và rút ra 4 nhóm nhân tố giải thích 69,54% biến thiên của dữ liệu. Bên cạnh đó, 23 biến quan sát của các biến độc lập đều có hệ số tải lớn hơn 0,5 và được phân thành 4 nhóm nhân tố: *Năng lực cạnh tranh, phương tiện hữu hình, sự tin cậy và sự giao tiếp*.

Đối với biến phụ thuộc các hệ số đều thỏa mãn điều kiện để phân tích nhân tố khám phá EFA:

- Theo kết quả kiểm định Bartlett, mức ý nghĩa Sig. = 0,000 < 0,05. Như vậy, dữ liệu dùng để phân tích nhân tố hoàn toàn phù hợp.

- Hệ số KMO bằng 0,5 ( $0,5 = 0,5 < 1$ ) nên phù hợp trong việc sử dụng phân tích nhân tố.

- Tiêu chuẩn giá trị Eigenvalue: Dựa trên kết quả và tiêu chuẩn giá trị Eigenvalue = 1,827 > 1 thì nhân tố được kiểm định vẫn được giữ nguyên. Đồng thời phương sai trích là 91,3322% > 50% nên đạt yêu cầu.

**Bảng 4. Tổng hợp kết quả các hệ số trong phân tích nhân tố EFA đối với biến phụ thuộc**

Yếu tố cần đánh giá	Giá trị chạy bằng	So sánh
Giá trị Sig. trong kiểm định Bartlett	0,000	0,000 < 0,05
Hệ số KMO	0,5	0,5 = 0,5 < 1
Phương sai trích	91,332	91,332% > 50%

Giá trị Eigenvalue	1,827	1,827 > 1
--------------------	-------	-----------

Nguồn: Kết quả tổng hợp từ SPSS

#### 4.4. Phân tích tương quan Pearson

Theo kết quả của ma trận tương quan, hệ số tương quan Pearson giữa biến phụ thuộc *Sự hài lòng* và các biến độc lập *Phương tiện hữu hình*, *Sự tin cậy*, *Năng lực cạnh tranh*, *Sự giao tiếp* cao (mức hệ số tương ứng 0,758; 0,582; 0,720; 0,726). Thêm vào đó, các giá trị Sig. đều bằng 0 (nhỏ hơn 0,05) do vậy các cặp biến phụ thuộc – biến độc lập đều có tương quan với nhau và các hệ số Pearson có ý nghĩa thống kê. Ngoài ra, các cặp biến độc lập cũng có tương quan mạnh với nhau (hệ số Pearson lớn hơn 0,4). Do đó cần chú ý đến vấn đề đa cộng tuyến giữa các biến này khi phân tích hồi quy.

#### 4.5. Kết quả nghiên cứu

Sau khi kiểm định độ tin cậy của thang đo và phân tích khám phá nhân tố, kết quả từ 25 biến quan sát của các biến độc lập còn lại 23 biến quan sát và được nhóm thành 4 nhóm nhân tố: (1) *Phương tiện hữu hình (TAN)*, (2) *Sự tin cậy (REL)*, (3) *Năng lực cạnh tranh (ADV)*, (4) *Sự giao tiếp (COM)* để đưa vào phân tích hồi quy. Sau khi phân tích hồi quy, 3 yếu tố: (1) *Sự tin cậy (REL)*, (2) *Năng lực cạnh tranh (ADV)*, (3) *Sự giao tiếp (COM)* có ý nghĩa thống kê trong quan hệ ảnh hưởng đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM.

Phương trình hồi quy như sau:  $SAT = 0,264 ADV + 0,318 REL + 0,289 COM$ .

Trong đó, yếu tố sự tin cậy có hệ số Beta = 0,318 với giá trị Sig. = 0,000 là nhân tố ảnh hưởng quan trọng nhất đến sự hài lòng, đóng vai trò quan trọng nhất trong mô hình nghiên cứu. Kết quả các yếu tố còn lại cụ thể như sau:

- Theo kết quả ở bảng , hệ số Beta của biến sự giao tiếp là 0,289 với giá trị Sig. = 0,000 (< 0,05). Như vậy, sự giao tiếp có ảnh hưởng cùng chiều đối với sự hài lòng và là biến có tác động mạnh thứ 2 sau biến sự tin cậy.

- Kết quả ước lượng của cho thấy năng lực cạnh tranh có ảnh hưởng cùng chiều đến sự hài lòng, thể hiện ở hệ số Beta = 0,264 với ý nghĩa thống kê Sig. = 0,001 (< 0,05).

- Mỗi quan hệ giữa sự hài lòng và yếu tố phương tiện hữu hình là 0,105, tuy nhiên với mức ý nghĩa sig = 0,072 > 0,05, tác giả bác bỏ giả thuyết phương tiện hữu hình có ảnh hưởng đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn do biến này không có ý nghĩa thống kê trong mô hình nghiên cứu với độ tin cậy 95%.

- Mỗi quan hệ giữa sự hài lòng và sự giao tiếp là 0,289 với giá trị sig = 0,000 < 0,05. Điều này đồng nghĩa với việc khách sạn càng nâng cao sự giao tiếp thì du khách càng hài lòng.

- Hệ số R<sup>2</sup> hiệu chỉnh bằng 69,3% có nghĩa là 69,3% sự biến động của biến phụ thuộc sự hài lòng được giải thích bởi 3 nhóm nhân tố trên; 30,7% còn lại là do sai số và các biến khác vắng mặt trong mô hình.

Đối với sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM, giá trị trung bình của thang đo về sự hài lòng đạt 3,7325 (< 4) trên thang đo 5. Điều này có nghĩa là sự hài lòng của du khách chỉ ở trên mức trung lập và tổng thể chưa đạt đến mức độ đồng ý đối với các nhận định về sự hài lòng trong thang đo của nghiên cứu này.

**Bảng 5. Bảng kết quả phân tích hồi quy**

Variables Entered/Removed <sup>a</sup>			
Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	COM, REL, TAN, ADV <sup>b</sup>	.	Enter
a. Dependent Variable: SAT			
b. All requested variables entered.			

Model Summary <sup>b</sup>									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.837 <sup>a</sup>	.701	.693	.49270	.701	88.944	4	152	.000
a. Predictors: (Constant), COM, REL, TAN, ADV									

b. Dependent Variable: SAT

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	86.366	4	21.591	88.944	.000 <sup>b</sup>
	Residual	36.898	152	.243		
	Total	123.264	156			

a. Dependent Variable: SAT

b. Predictors: (Constant), COM, REL, TAN, ADV

Coefficients <sup>a</sup>								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.547	.244		-2.242	.026		
	ADV	.339	.098	.264	3.462	.001	.340	2.943
	TAN	.110	.061	.105	1.810	.072	.581	1.720
	REL	.357	.071	.318	4.994	.000	.484	2.065
	COM	.300	.072	.289	4.186	.000	.412	2.425

a. Dependent Variable: SAT

Nguồn: Kết quả tổng hợp từ SPSS

## 5. Kết quả và một số biện pháp đề xuất cho khách sạn và chính phủ

### 5.1. Kết quả

Nghiên cứu sơ bộ được thực hiện dựa trên việc kế thừa nền tảng các lý thuyết của một số nhóm tác giả nước ngoài đi trước. Từ đó, tác giả đưa ra được 5 nhân tố ảnh hưởng đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM như sau: Phương tiện hữu hình (TAN), Sự tin cậy (REL), Sự đáp ứng (RES), Sự tự tin (CON), Sự giao tiếp (COM).

Sau khi kiểm định độ tin cậy của thang đo và phân tích khám phá nhân tố, kết quả từ 25 biến quan sát của các biến độc lập còn lại 23 biến quan sát và được nhóm thành 4 nhóm nhân tố: (1) Phương tiện hữu hình (TAN), (2) Sự tin cậy (REL), (3) Năng lực cạnh tranh (ADV), (4) Sự giao tiếp (COM) để đưa vào phân tích hồi quy. Sau khi phân tích hồi quy, 3 yếu tố: (1) Sự tin cậy (REL), (2) Năng lực cạnh tranh (ADV), (3) Sự giao tiếp (COM) có ý nghĩa thống kê trong quan hệ ảnh hưởng đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM.

Phương trình hồi quy như sau:  $SAT = 0,264 ADV + 0,318 REL + 0,289 COM$ .

Trong đó, yếu tố sự tin cậy có hệ số Beta = 0,318 với giá trị Sig. = 0,000 là nhân tố ảnh hưởng quan trọng nhất đến sự hài lòng, đóng vai trò quan trọng nhất trong mô hình nghiên cứu. Kết quả các yếu tố còn lại cụ thể như sau:

- Theo kết quả ở bảng 4.11, hệ số Beta của biến sự giao tiếp là 0,289 với giá trị Sig. = 0,000 (< 0,05). Như vậy, sự giao tiếp có ảnh hưởng cùng chiều đối với sự hài lòng và là biến có tác động mạnh thứ 2 sau biến sự tin cậy.

- Kết quả ước lượng của cho thấy năng lực cạnh tranh có ảnh hưởng cùng chiều đến sự hài lòng, thể hiện ở hệ số Beta = 0,264 với ý nghĩa thống kê Sig. = 0,001 (< 0,05).

- Mỗi quan hệ giữa sự hài lòng và yếu tố phương tiện hữu hình là 0,105, tuy nhiên với mức ý nghĩa sig = 0,072 > 0,05, tác giả bác bỏ giả thuyết phương tiện hữu hình có ảnh hưởng đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn do biến này không có ý nghĩa thống kê trong mô hình nghiên cứu với độ tin cậy 95%.

- Mỗi quan hệ giữa sự hài lòng và sự giao tiếp là 0,289 với giá trị sig = 0,000 < 0,05. Điều này đồng nghĩa với việc khách sạn càng nâng cao sự giao tiếp thì du khách càng hài lòng.

- Hệ số R<sup>2</sup> hiệu chỉnh bằng 69,3% có nghĩa là 69,3% sự biến động của biến phụ thuộc sự hài lòng được giải thích bởi 3 nhóm nhân tố trên; 30,7% còn lại là do sai số và các biến khác vắng mặt trong mô hình.



Đối với sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM, giá trị trung bình của thang đo về sự hài lòng đạt 3,7325 ( $< 4$ ) trên thang đo 5. Điều này có nghĩa là sự hài lòng của du khách chỉ ở trên mức trung lập và tổng thể chưa đạt đến mức độ đồng ý đối với các nhận định về sự hài lòng trong thang đo của nghiên cứu này.

### **5.2. Nhóm giải pháp và đề xuất cho khách sạn và chính phủ**

Thông qua những kết quả nghiên cứu vừa được trình bày, nhóm tác giả đưa ra một số đề xuất cho khách sạn và chính phủ nhằm nâng cao sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại TP. HCM như sau:

*Đầu tiên*, để sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM, các cơ quan chức năng của chính phủ như Sở tư pháp và Tổng cục Du lịch cần kiểm tra gắt gao về sự chính xác thông tin của khách sạn khi họ đăng kí kinh doanh, duyệt kỹ các tiêu chuẩn của khách sạn đối với từng loại sao và kiểm tra, rà soát thường xuyên.

Bên cạnh những nỗ lực của chính phủ, các khách sạn nên chủ động nghiên cứu kỹ các tiêu chuẩn về xếp hạng khách sạn để đưa ra thông tin cho du khách một cách chính xác và giá cả đi liền với chất lượng dịch vụ. Ngoài ra, khách sạn cần thiết lập một quy trình chuẩn bị trước và khi khách đến tốt, đảm bảo mọi thông tin quảng cáo về khách sạn hợp lý, du khách được thông báo đầy đủ về nơi ở và dịch vụ khách sạn trước khi vào ở, mọi thiết bị trong phòng đầy đủ và hoạt động tốt, thủ tục đặt phòng/ nhận phòng dễ dàng và hiệu quả.

*Thứ hai*, sự giao tiếp có ảnh hưởng cùng chiều đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM. Sự giao tiếp ở đây không dừng lại ở mức trò chuyện thông thường mà còn được thể hiện ở việc khách sạn giải thích đầy đủ các khoản phí của du khách và dự đoán được nhu cầu của họ. Kỹ năng giao tiếp trong khách sạn rất quan trọng, đòi hỏi nhân viên phải quan tâm đến khách hàng, dự đoán được nhu cầu cụ thể của họ và giao tiếp/ giải thích một cách rõ ràng và trung thực nhất. Bên cạnh đó, do đối tượng du khách quốc tế đến ở khách sạn với con số lớn, việc thông thạo Tiếng Anh phải là một tiêu chí bắt buộc khi khách sạn tuyển dụng nhân viên; ngoài ra, việc hiểu biết các ngôn ngữ khác cũng đem lại lợi thế cho khách sạn. Đối với việc nâng cao kỹ năng giao tiếp đối với các nhân viên hiện tại, khách sạn nên tổ chức thường xuyên hoặc cho nhân viên đi học các lớp giao tiếp trong nghiệp vụ khách sạn và giao tiếp Tiếng Anh để họ có thể nâng cao kỹ năng của mình. Các khoản phí thanh toán nên được trình bày rõ ràng ngay từ đầu và được giải thích rõ ràng khi khách hàng thực hiện thanh toán.

Chính vì thế, chính phủ nên tạo điều kiện mở hoặc hỗ trợ các lớp học nghiệp vụ giao tiếp cho những người làm trong lĩnh vực khách sạn. Đồng thời, chính phủ cần đưa ra các tiêu chuẩn được hoạt động trong lĩnh vực khách sạn rõ ràng hơn thông qua bằng cấp/ bằng chứng nhận được hành nghề và kiểm tra nghiêm ngặt đối với những vị trí trong các khách sạn, đặc biệt là các khách sạn cao cấp (4 – 5 sao).

*Thứ ba*, dựa vào kết quả của bài nghiên cứu, năng lực cạnh tranh của khách sạn có tác động cùng chiều với sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM. Năng lực cạnh tranh giúp các khách sạn quảng bá ưu điểm của mình, nhận ra và cải thiện những khuyết điểm. Do đó, bản thân khách sạn phải tạo ra văn hóa khách sạn của mình, đào tạo và kiểm soát nhân viên trong việc thực hiện dịch vụ. Các tiêu chí về văn hóa khách sạn nên lưu ý như sự sẵn lòng của nhân viên khi trả lời câu hỏi của khách hàng, sự trung thực và lịch sự khi nhân viên thực hiện dịch vụ và giải quyết vấn đề. Ngoài ra, khách sạn nên chú ý vào việc bảo mật và an ninh của khách sạn. Cuối cùng, khách sạn có thể nâng cao năng lực cạnh tranh của khách sạn để được tham gia các Hiệp hội du lịch và có cái nhìn tổng quan về thị trường khách sạn, các khách sạn khác nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh của mình hơn nữa.

Đối với chính phủ, chính phủ nên khuyến khích các khách sạn nâng cao năng lực cạnh tranh bằng việc khen thưởng, trao danh hiệu cho khách sạn tốt theo những tiêu chí xếp hạng của Tổng cục Du lịch đưa ra và có những buổi hội thảo, triển lãm du lịch thường niên nhằm tuyên dương những khách sạn hoạt động xuất sắc và đồng thời giới thiệu các ưu điểm của các khách sạn của Việt Nam nói chung, Tp. HCM nói riêng thông qua triển lãm.

## KẾT LUẬN

Trong bối cảnh ngành du lịch đang ngày càng có những bước tiến nhất định, dịch vụ khách sạn càng cần được quan tâm và phát triển một cách bền vững. Theo đó, đề tài: ...đã xác định và đánh giá mức độ ảnh hưởng của các yếu tố tác động đến sự hài lòng của khách hàng đối với dịch vụ du lịch, từ đó đề ra một số giải pháp cho khách sạn và chính phủ nhằm cải thiện và.....

Kết quả của bài nghiên cứu cung cấp cho các doanh nghiệp làm trong lĩnh vực khách sạn cái nhìn tổng thể hơn về các nhóm nhân tố ảnh hưởng đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM. Đây chính là cơ sở cho việc xây dựng những chương trình định vị và phát triển hiệu quả hơn đối với dịch vụ khách sạn. Tác giả đã nhóm các biến quan sát trong thang đo sự đáp ứng và sự tự tin thành một biến mới là năng lực cạnh tranh. Đây là một trong những biến quan sát giúp tác giả khảo sát rõ hơn về sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM. Từ đó, bài nghiên cứu còn đưa ra những giải pháp và đề xuất cho các khách sạn và chính phủ nhằm nâng cao sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM.

Bên cạnh những đóng góp tích cực của đề tài đề xuất một số biện pháp phù hợp để nâng cao sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM, nghiên cứu không tránh khỏi những hạn chế nhất. Với những giới hạn khách quan về thời gian và kinh phí, công trình nghiên cứu còn một số hạn chế về phạm vi nghiên cứu, đối tượng khảo sát và phương pháp chọn mẫu, dẫn đến kết quả nghiên cứu chưa mang tính khái quát cao. Hơn nữa, kết quả bài nghiên cứu cho thấy các yếu tố đề cập trong nghiên cứu này giải thích được 69,3% sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM, 30,7% còn lại là do sai số và các yếu tố khác ngoài mô hình. Điều đó cho thấy, yếu tố định tính loại khách sạn cũng ảnh hưởng đến biến độc lập là sự hài lòng. Theo đó, các nghiên cứu trong tương lai nên nghiên cứu các mô hình đi trước, tìm hiểu đưa những yếu tố khác như giá cả, sự đồng cảm (Parasuraman, 1988),... vào mô hình để có thể giải thích rõ hơn những yếu tố tác động đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với dịch vụ khách sạn tại Tp. HCM.

## DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Ahmad J., 2002, Customer satisfaction and retail banking: an assessment of some of the key antecedents of customer satisfaction in retail banking, International Journal of Bank Marketing, Vol.20, No.4, pp. 146 - 160.
- [2] Akan P., 1995, Dimensions of service quality: a study in Istanbul, Managing Service Quality: An International Journal, Vol.5, No.6, pp. 39 - 43.
- [3] Anderson, J. C. & Gerbing D. W., 1988, Structural Equation Modeling in Practice: A Review and Recommended Two-Step Approach, Psychological Bulletin, Vol.103, No.3, pp. 411 - 423.
- [4] Valdani E., 2009, *Cliente & Service Management*, Milan.
- [5] Eugene W., Anderson C. F., 1994, *Customer Satisfaction, Market Share, and Profitability: Findings from Sweden*, American Marketing Association.

## TÁC ĐỘNG CỦA ĐẶC ĐIỂM HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ VÀ CẤU TRÚC SỞ HỮU TỚI HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

SV: Lê Anh Trung, Giản Đào Bảo Trân, Ngô Tấn Phong, Vũ Thị Hoàng Lộc  
Trường Đại học Ngoại thương, cơ sở II tại TP.HCM.  
GVHD: TS. Nguyễn Thu Hằng

## TÓM TẮT

Bài nghiên cứu này được thực hiện nhằm chứng minh các lý thuyết về quản trị doanh nghiệp phổ biến như lý thuyết người đại diện và lý thuyết người quản gia thông qua những bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam. Với dữ liệu từ các doanh nghiệp niêm yết

trên hai sàn HOSE và HNX trong giai đoạn 2010 – 2016, sử dụng hồi quy dữ liệu bảng theo phương pháp OLS, đề tài đã đưa ra kết luận rằng đặc điểm của Hội đồng quản trị và cấu trúc sở hữu thực sự có tương quan tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ở cả hiệu quả hoạt động theo sổ sách và hiệu quả hoạt động thị trường.

**Từ khóa:** Đặc điểm hội đồng quản trị, cấu trúc sở hữu, doanh nghiệp niêm yết, thị trường chứng khoán Việt Nam

## 1. Giới thiệu

Khi xã hội ngày càng phát triển, sự tách biệt trong quyền sở hữu và quyền quản lý trở thành một điều tất yếu. Tuy nhiên, sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý lại gây ra những xung đột về mặt lợi ích trong doanh nghiệp. Cụ thể là khi ban giám đốc hành động vì lợi ích của mình và không quan tâm tới lợi ích lâu dài của cổ đông thì sẽ làm phương hại tới lợi ích ban đầu mà sự tách biệt này mang lại. Ngoài ra, các cổ đông có thể đưa ra những quyết định đầu tư sai lầm vì họ thông thường không có nhiều tác động đến hoạt động của công ty mà mình nắm cổ phần cũng như không có nhiều thông tin về hoạt động của công ty.

Từ đó, nhóm tác giả quyết định chọn đề tài “**Tác động của đặc điểm hội đồng quản trị và cấu trúc sở hữu tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam**”.

## 2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

### 2.1 Cơ sở lý thuyết

#### 2.1.1 Công ty cổ phần

##### **a. Công ty cổ phần và sự tách biệt giữa quyền quản lý, quyền sở hữu và hệ thống quản trị trong công ty cổ phần**

Công ty cổ phần là một pháp nhân xác lập bởi các cơ quan có thẩm quyền, có quyền và nghĩa vụ riêng, được xem như là một công dân của quốc gia nơi công ty đó thành lập và tách biệt hoàn toàn với chủ sở hữu.

Tuy nhiên, chính vì các công ty cổ phần có thể huy động không giới hạn số vốn nên dẫn tới việc phân mảnh trong quyền sở hữu. Vì vậy các chủ sở hữu của doanh nghiệp khó có thể trực tiếp điều hành doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, hội đồng quản trị trao gần như toàn bộ quyền ra quyết định cho ban giám đốc đối với những hoạt động thường ngày của doanh nghiệp. Và lợi ích của giám đốc điều hành (CEO – Chief Executive Officer) là ngắn hạn, tuy nhiên, lợi ích của cổ đông là dài hạn. Ngoài ra còn do vấn đề thông tin bất cân xứng giữa ban giám đốc và cổ đông, từ đó có thể đưa ra những quyết định sai lầm và chịu những thiệt hại về mặt lợi ích.

Việc tách biệt về quyền sở hữu và quản lý mang lại những lợi ích nhất định. Tuy nhiên, trong trường hợp ngược lại, ban giám đốc hành động theo lợi ích của riêng mình thay vì nhiệm vụ mà họ được trả lương, hành động này sẽ dẫn đến việc suy giảm kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Đây được gọi là vấn đề người đại diện - hệ quả của hiện tượng thông tin bất cân xứng.

##### **b. Hiệu quả hoạt động của công ty cổ phần**

Việc quản trị hiệu quả của doanh nghiệp là một quá trình mà trong đó, các tổ chức quản lý hiệu quả của doanh nghiệp sao cho khớp với việc điều hành và các chức năng về chiến lược, mục tiêu của công ty (Bititci et al. (1997)). Giá trị của doanh nghiệp có thể được mô tả bằng lợi ích phát sinh từ cổ phần được nắm giữ bởi các cổ đông (Rouf và Abdur, 2011). Ngoài ra, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có thể được xem xét từ khía cạnh tài chính như sự ổn định tài chính hoặc sức khỏe tài chính của doanh nghiệp.

#### 2.1.2 Tác động của đặc điểm HĐQT và cấu trúc sở hữu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

##### **a. Tác động của đặc điểm HĐQT đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp**

Pathan và Faff (2013) nghiên cứu các ngân hàng tại Mỹ từ 1997 – 2011 cho thấy rằng quy mô Hội đồng quản trị càng lớn và tính độc lập càng cao sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động của những ngân hàng này. Tuy nhiên, Upadhyay et al. (2014) nghiên cứu 1.500 doanh nghiệp Mỹ từ 2000 – 2003, thấy rằng Hội đồng quản trị càng lớn sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động nhưng tính

độc lập sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong giai đoạn bong bóng dotcom. Brick và Chidambaran (2010) cũng nghiên cứu tại Mỹ trong giai đoạn 2000 – 2005, và chỉ ra rằng, trước năm 2002, Hội đồng quản trị độc lập có tương quan dương với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tương đồng với kết quả của Upadhyay et al. (2014), tuy nhiên quy mô Hội đồng quản trị và tính kiêm nhiệm của chủ tịch Hội đồng quản trị không có tác động.

Trong giai đoạn 1999 – 2005 tại Trung Quốc, Meng et al. (2017) chỉ ra rằng tỷ lệ độc lập của Hội đồng quản trị làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, với giai đoạn từ 1999 – 2012, Liu et al. (2015), kết luận rằng tính độc lập của Hội đồng quản trị có tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, đặc biệt đối với những doanh nghiệp nhà nước sở hữu trên 50% cổ phần. Tuy nhiên, khi nghiên cứu tại một quốc gia khác trong khối ASEAN là Thái Lan trong giai đoạn 2001 – 2014 với 493 công ty, Detthamrong et al. (2017) kết luận rằng không có bất kỳ mối quan hệ nào giữa đặc điểm của Hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động tính theo ROA và ROE.

### ***b. Tác động của cấu trúc sở hữu đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp***

Nghiên cứu tại New Zealand, Bhabra (2007) trong giai đoạn 1994 - 1998 kết luận rằng sở hữu của Hội đồng quản trị và của ban giám đốc có mối quan hệ phi tuyến tính bậc 3 với Tobin's Q. Nếu sở hữu nội bộ thấp hơn 14% và cao hơn 40% sẽ làm tăng tỷ số Tobin's Q, và nếu nằm giữa hai ngưỡng này sẽ làm giảm Tobin's Q. Điều này có nghĩa sở hữu của ban giám đốc làm tăng hiệu quả hoạt động khi sở hữu ở mức thấp và đổi chiều khi đạt đến một mức nhất định.

Tuy nhiên, Detthamrong et al. (2017) sử dụng sở hữu của 3 cổ đông lớn nhất để đại diện cho tính tập trung sở hữu, kết luận rằng tỷ lệ sở hữu này không có tác động tới hiệu quả hoạt động.

### ***2.1.3 Xây dựng các giả thuyết nghiên cứu về đặc điểm Hội đồng quản trị***

#### ***a. Quy mô Hội đồng quản trị***

Quy mô hội đồng quản trị tại Việt Nam đối với các công ty niêm yết theo nghị định 71/2017/NĐ-CP của chính phủ là từ ba tới mười một người. Ngoài ra, số lượng thành viên hội đồng quản trị có vai trò quan trọng trong việc giám sát, kiểm soát các hoạt động của ban điều hành (Anderson et al., 2004) và từ đó làm giảm chi phí đại diện. Vì vậy, nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết cho mối quan hệ như sau:

**Giả thuyết H1:** Quy mô Hội đồng quản trị có tương quan dương với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

#### ***b. Tính độc lập của Hội đồng quản trị***

Thành viên độc lập của Hội đồng quản trị đóng vai trò quan trọng trong việc giám sát cũng như kiểm soát các hoạt động và quyết định của ban điều hành (Detthamrong et al., 2017) từ đó làm giảm rủi ro đạo đức của ban điều hành và giảm chi phí đại diện, nâng cao hiệu quả hoạt động. Từ đó, nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết sau:

**Giả thuyết H2:** Tính độc lập của Hội đồng quản trị có tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp

#### ***c. Tính kiêm nhiệm của Chủ tịch Hội đồng quản trị***

Việc Chủ tịch Hội đồng quản trị đảm nhiệm vị trí tổng giám đốc (CEO) sẽ giúp mang lại những ưu điểm vượt trội, tuy nhiên có thể dẫn tới những xung đột về mặt lợi ích và làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Detthamrong et al., 2017). Tại Việt Nam, nghị định 71/2017/NĐ-CP đã chính thức ngăn cấm việc chủ tịch Hội đồng quản trị kiêm nhiệm chức danh Tổng giám đốc. Tuy nhiên, với điều kiện Việt Nam là các doanh nghiệp còn non trẻ, do đó vai trò của người lãnh đạo trở nên quan trọng hơn bao giờ hết. Từ đó, nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết sau:

**Giả thuyết H3:** Tính kiêm nhiệm của chủ tịch Hội đồng quản trị có tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

### ***2.1.4 Xây dựng các giả thuyết nghiên cứu về cấu trúc sở hữu***

#### ***a. Sở hữu của Ban giám đốc và sở hữu của Hội đồng quản trị***



Sở hữu của Ban giám đốc nếu gồm lương thưởng và cả thù lao bằng cổ phiếu có thể giúp giảm thiểu chi phí đại diện và tạo động lực làm việc; tuy nhiên, một tỷ lệ sở hữu cao của ban giám đốc sẽ dẫn tới việc e ngại rủi ro và từ bỏ những dự án mang lại thêm lợi ích cho công ty (Benson và Davidson, 2009). Sở hữu của Hội đồng quản trị có những tác động tương tự với sở hữu của ban giám đốc và cũng được xếp vào một nhóm gọi là cổ đông nội bộ (Insider ownership) (Bhabra, 2007). Do đó, nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết như sau:

**Giả thuyết H4:** Sở hữu của ban giám đốc và sở hữu của Hội đồng quản trị có tác động tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

#### **b. Sở hữu của cổ đông lớn**

Sự hiện diện của các cổ đông lớn, cổ đông có quyền kiểm soát mang đến cho doanh nghiệp về cả lợi ích lẫn chi phí (Jameson et al., 2014). Về lợi ích, sở hữu của cổ đông lớn (block holding) có tác động tới việc giám sát hoạt động của doanh nghiệp, bất kỳ một biến động nào trong giá cũng làm thay đổi rất lớn tài sản của họ, vì vậy giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn và làm giảm chi phí đại diện (Bhabra (2007)). Tuy nhiên, các cổ đông kiểm soát có thể lấy đi nguồn lực của công ty để phục vụ lợi ích riêng (Wiwattanakantang, 2001). Từ đó, nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết sau:

**Giả thuyết H5:** Sở hữu của cổ đông lớn có tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

### **2.2 Lựa chọn mẫu dữ liệu**

Nhóm nghiên cứu sử dụng thông tin của 609 doanh nghiệp phi tài chính trên hai sàn HOSE và HNX, từ năm 2010 – 2016 do trước năm 2010, ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế và bong bóng chứng khoán có thể làm nhiễu kết quả nghiên cứu. Nguồn dữ liệu được lấy từ báo cáo tài chính của các công ty thông qua công ty Stoxplus và công cụ Bloomberg Terminal.

### **2.3 Lựa chọn mô hình hồi quy**

Trong nghiên cứu của Zabri et al. (2016) đối với 100 công ty niêm yết tại Malaysia chỉ ra rằng quy mô hội đồng quản trị có tác động tiêu cực tới hoạt động của doanh nghiệp theo chỉ tiêu ROA trong khi tính độc lập của hội đồng quản trị không có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, nghiên cứu của Liu et al. (2015) tại Trung Quốc chỉ ra rằng hội đồng quản trị độc lập có tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Detthamrong et al. (2017) tại Thái Lan từ năm 2001 – 2014 lại chỉ ra các yếu tố như quy mô hội đồng quản trị, tính độc lập hay tính kiêm nhiệm của chủ tịch hội đồng quản trị đều không có tác động tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Mặc dù đưa ra cách ước lượng và kết quả khác nhau, tuy nhiên, cả ba nghiên cứu này đều sử dụng chung một dạng mô hình như sau:

$$\text{Hiệu quả hoạt động} = \beta_0 + \sum (\beta_i * \text{Đặc điểm HDQT}) + \sum (\beta_k * \text{Biến kiểm soát}) + \varepsilon$$

Trong đó  $\beta_0$ ,  $\beta_i$ ,  $\beta_k$  là các hệ số hồi quy của mô hình,  $\varepsilon$  là phần sai số

Đối với tác động của cấu trúc sở hữu, nghiên cứu của Wiwattanakantang (2001) tại Thái Lan chỉ ra sở hữu của cổ đông lớn giúp tăng hiệu quả hoạt động của công ty qua các chỉ tiêu ROA và vòng quay tổng tài sản. Tuy nhiên trong nghiên cứu tại Ấn Độ của Jameson et al. (2014) lại cho thấy việc sở hữu của các cổ đông lớn, cổ đông kiểm soát làm phương hại tới lợi ích của các cổ đông thiểu số. Đối với sở hữu của ban quản trị, trong nghiên cứu tại New Zealand của Bhabra (2007) lại chỉ ra tác động của sở hữu nội bộ có tác động khác nhau khi mức độ sở hữu khác nhau hay nói cách khác là phi tuyến tính. Mô hình nghiên cứu của các nghiên cứu này có dạng:

$$\text{Hiệu quả hoạt động} = \beta_0 + \sum (\beta_j * \text{Cấu trúc sở hữu}) + \sum (\beta_k * \text{Biến kiểm soát}) + \varepsilon$$

Trong đó  $\beta_0$ ,  $\beta_j$ ,  $\beta_k$  là các hệ số hồi quy của mô hình,  $\varepsilon$  là phần sai số

Từ những mô hình trên, nhóm nghiên cứu đề xuất mô hình nghiên cứu sử dụng trong bài khoá luận này như sau:

$$\text{Hiệu quả hoạt động} = \beta_0 + \sum (\beta_i * \text{Biến chỉ cấu trúc sở hữu}) +$$



$$\sum (\beta_j * \text{Biến chỉ đặc điểm HĐQT}) + \sum (\beta_k * \text{Biến kiểm soát}) + \varepsilon$$

Trong đó  $\beta_0, \beta_i, \beta_j, \beta_k$  là các hệ số hồi quy của mô hình,  $\varepsilon$  là phần sai số

Nhóm nghiên cứu sử dụng mô hình của Detthamrong et al. (2017) - nghiên cứu các doanh nghiệp niêm yết tại Thái Lan giai đoạn 2000 – 2014 làm cơ sở cho nghiên cứu về đặc tính Hội đồng quản trị kết hợp với mô hình nghiên cứu của Bhabra (2007) tại New Zealand nghiên cứu về cấu trúc sở hữu để làm cơ sở cho bài nghiên cứu của mình.

**Mô hình được sử dụng trong bài nghiên cứu này:**

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_i * \sum \text{Ownership}_{i,t} + \beta_j * \sum \text{Board}_{i,t} + \beta_k * \sum \text{Control}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

**Trong đó:**

Biến phụ thuộc  $Y_{i,t}$  là hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp  $i$  vào năm  $t$  và được đo lường bằng tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản ROA và chỉ số Tobin's Q.

Hệ vector biến độc lập chỉ cấu trúc sở hữu -  $\text{Ownership}_{i,t}$  được đo lường bởi tỷ lệ sở hữu của Hội đồng quản trị (OWN\_BOARD), tỷ lệ sở hữu của ban giám đốc (OWN\_MNG), và sở hữu của cổ đông lớn (OWN\_CON) của công ty  $i$  vào năm  $t$ .

Hệ vector biến độc lập chỉ đặc điểm của Hội đồng quản trị -  $\text{Board}_{i,t}$  được đo lường bởi quy mô Hội đồng quản trị (BOARD\_SIZE), tỷ lệ độc lập của Hội đồng quản trị (IND) và tính kiêm nhiệm của chủ tịch Hội đồng quản trị (DUAL) của công ty  $i$  vào năm  $t$ .

Hệ vector các biến kiểm soát -  $\text{Control}_{i,t}$  bao gồm các biến chỉ đặc trưng doanh nghiệp và được đo lường bởi quy mô doanh nghiệp (SIZE), đòn bẩy tài chính (BLEV) và tính hữu hình của tài sản (TANGI) của công ty  $i$  vào năm  $t$ .

## 2.4 Giải thích các biến của mô hình

### 2.4.1 Biến phụ thuộc – Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Tỷ số Tobin's Q và ROA là hai chỉ số được sử dụng trong đo lường hiệu quả hoạt động trong nghiên cứu này, nhằm đánh giá hiệu quả hoạt động thị trường (market performance) và hiệu quả hoạt động qua sổ sách kế toán.

Tobin's Q thể hiện kỳ vọng của thị trường đối với công ty hay thể hiện hiệu quả hoạt động của công ty trong tương lai. Chỉ số này được tính bởi công thức:

$$\text{TOBQ} = \frac{\text{Giá trị vốn hoá thị trường} + \text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Trong khi đó, ROA chỉ ra tính hiệu quả của việc sử dụng tài sản, tính sinh lời của doanh nghiệp trong thời điểm hiện tại. Chỉ số này được tính theo công thức sau:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$$

### 2.4.2 Biến độc lập – Đặc điểm hội đồng quản trị

Nhóm nghiên cứu sử dụng ba đặc điểm chính của Hội đồng quản trị đó là Quy mô hội đồng quản trị (BOARD\_SIZE), Tính độc lập của hội đồng quản trị (IND) và Tính kiêm nhiệm của Chủ tịch hội đồng quản trị (DUAL). Quy mô của Hội đồng quản trị (BOARD\_SIZE) được tính bằng số lượng thành viên trong hội đồng quản trị (theo luật định là từ 3 đến 11 người); Tính độc lập của hội đồng quản trị được đo lường bằng cách lấy số thành viên thuộc hội đồng quản trị nhưng không thuộc ban giám đốc chia cho tổng số thành viên của hội đồng quản trị. Theo quy định hiện hành, tỷ lệ này tối thiểu phải đạt  $\frac{1}{3}$ . Đối với biến chỉ tính kiêm nhiệm của Hội đồng quản trị (DUAL), sẽ nhận giá trị bằng 1 khi Chủ tịch hội đồng quản trị và tổng giám đốc (CEO) cùng là một người, và bằng 0 khi hai chức vụ này do hai người đảm nhiệm.

### 2.4.3 Biến độc lập – Cấu trúc sở hữu

Để kiểm định hai giả thuyết H4 và H5 về tác động của cấu trúc sở hữu lên hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nhóm nghiên cứu sử dụng biến sở hữu của ban giám đốc (OWN\_MNG), được tính bằng số phần trăm cổ phần nắm giữ của thành viên ban giám đốc; sở hữu của Hội đồng quản trị (OWN\_BOARD), được tính bằng tỷ lệ phần trăm cổ phần sở hữu bởi các thành viên Hội đồng

quản trị; và sở hữu của các cổ đông lớn (OWN\_CON), trong đó cổ đông lớn được định nghĩa là tổ chức, cá nhân có sở hữu trong một doanh nghiệp từ 5% trở lên. Hai biến OWM\_CON và OWN\_BOARD được sử dụng trong nghiên cứu của Bhabra (2007), trong khi biến OWN\_MNG được sử dụng theo nghiên cứu của Mehran (1995).

#### 2.4.4 *Biến kiểm soát – Đặc trưng liên quan đến hoạt động của doanh nghiệp*

Biến kiểm soát được sử dụng trong mô hình bao gồm đòn bẩy tài chính (BLEV) được tính bằng tổng nợ ngắn hạn và nợ dài hạn chia cho tổng tài sản; tính hữu hình của tài sản (TANGI), được tính bằng tổng tài sản cố định chia cho tổng tài sản; và biến quy mô doanh nghiệp (SIZE), được tính bằng lấy logarit tự nhiên của doanh thu thuần.

**Bảng 3.1: Dấu kỳ vọng của các biến trong mô hình**

Biến độc lập	Dấu kỳ vọng	Định nghĩa/Công thức tính
OWN_MNG	-	Tổng sở hữu của thành viên ban giám đốc
OWN_BOARD	-	Tổng sở hữu của thành viên HĐQT
OWN_CON	+	Tổng sở hữu của cổ đông nắm giữ trên 5%
BOARD_SIZE	+	Số thành viên trong hội đồng quản trị
IND	+	Tỷ lệ thành viên HĐQT không thuộc ban giám đốc chia tổng số thành viên HĐQT
DUAL	+	Biến giả, Chủ tịch HĐQT có đồng thời là giám đốc điều hành (1 là có kiêm nhiệm)
BLEV	+/-	Tổng nợ vay/Tổng tài sản
TANGI	+/-	Tổng tài sản cố định hữu hình/ Tổng tài sản
SIZE	+/-	Logarit tự nhiên của doanh thu thuần

(Nguồn: Nhóm nghiên cứu tự tổng hợp)

### 2.5. *Phương pháp ước lượng*

Nhóm nghiên cứu đã sử dụng phương pháp ước lượng White với sai số chuẩn mạnh – robust standards errors bằng cách thêm lệnh robust trong phần mềm Stata 14.2 để khắc phục hiện tượng này. Với chuỗi thời gian ngắn, việc sử dụng phương pháp hồi quy cố định (Fixed Effects) sẽ cho kết quả không đáng tin cậy. Do đó, nhóm nghiên cứu quyết định sử dụng phương pháp hồi quy Pooled OLS.

## 3. *Kết quả và đánh giá*

### 3.1 *Kết quả*

#### 3.1.1 *Phân tích dữ liệu nghiên cứu*

##### a. *Thống kê mô tả*

Bộ dữ liệu bảng sau ghi đã loại bỏ các quan sát không phù hợp (ouliers) và bao gồm 3.191 quan sát của 609 công ty phi tài chính niêm yết trên hai sàn là sàn giao dịch TP Hồ Chí Minh (HOSE) và sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trong bảy năm từ năm 2010 đến năm 2016.

Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản - ROA của các doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn HOSE và HNX có sự phân hóa rất mạnh và không đồng đều khi giá trị trung bình và trung vị tương đối xa nhau, lần lượt là 5,9% và 4,5%. Giá trị trung bình là 5,9% trong khi đó độ lệch chuẩn lên tới 6,0%, tương đương với hệ số CV là 102%. Điều này cho thấy có sự chênh lệch đáng kể trong

hiệu quả hoạt động theo sổ sách kế toán giữa các doanh nghiệp trên sàn. Trong cùng giai đoạn 7 năm, giá trị nhỏ nhất mà các doanh nghiệp tạo ra là -13,2% và mức sinh lời lớn nhất được tạo ra là 29,9%, chênh lệch nhau gần 50%.

Đối với biến Tobin' Q, sự phân tán này hẹp hơn và tương đối cân khi giá trị trung bình và trung vị xấp xỉ nhau (0,98 so với 0,91). Hệ số CV chỉ còn là 34% thay vì 100% ở ROA. Điều này cũng tương đối hợp lý khi Tobin' Q đánh giá nhiều yếu tố hơn, đánh giá cả kỳ vọng của thị trường và tương lai của doanh nghiệp. Do đó, thu hẹp khoảng cách giữa các doanh nghiệp trên sàn trong khi ROA chỉ tính đến tình trạng hiện tại.

Đối với các biến liên quan đến cấu trúc sở hữu, bảng 4.1 sẽ trình bày thống kê mô tả của các biến sở hữu của ban giám đốc (OWN\_MNG), sở hữu của Hội đồng quản trị (OWN\_BOARD) và biến sở hữu của các cổ đông lớn (OWN\_CON). Tỷ lệ sở hữu của thành viên ban giám đốc khá khác nhau giữa các doanh nghiệp, trung bình tỷ lệ này là 4,99%, trong khi lệch khá xa so với trung vị, chỉ 1,39%. Độ lệch chuẩn lên tới 8,06%, cho thấy sự khác biệt lớn trong cấu trúc sở hữu của các doanh nghiệp niêm yết. Tỷ lệ sở hữu trung bình của ban giám đốc từ năm 2010 – 2016 cũng không có quá nhiều thay đổi khi chỉ quanh mức 5%, độ lệch chuẩn cũng quanh mức 8%. Điều này cho thấy không có nhiều thay đổi trong nhận thức về tác động của sở hữu của ban giám đốc đến hoạt động của doanh nghiệp.

Tỷ lệ sở hữu của Hội đồng quản trị cũng có mức phân tán mạnh như sở hữu của ban giám đốc. Những thành viên trong Hội đồng quản trị thường sở hữu nhiều cổ phần hơn so với ban giám đốc (trung bình 10,28% so với 4,99%).

**Bảng 4.1: Thống kê mô tả các biến trong mô hình**

	Trung vị	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Min	Max
ROA	4,5%	5,9%	6,0%	-13,2%	29,9%
TOBQ	0,91	0,98	0,34	0,39	2,78
OWN_MNG	1,36	4,99	8,06	0,00	48,02
OWN_BOARD	4,78	10,28	12,64	0,00	62,47
OWN_CON	51,00	47,46	20,91	0,00	99,00
BOARD_SIZE	5,00	5,46	1,08	3,00	11,00
DUAL	0,00	0,32	0,46	0,00	1,00
IND	0,6	0,64	0,16	0,25	1,00
BLEV	0,22	0,23	0,19	0,00	0,78
TANGI	0,14	0,20	0,20	0,00	0,97
SIZE	12,98	12,95	1,56	3,93	18,11

**Trong đó:** ROA là tỷ lệ lợi nhuận trên tài sản, tính bằng lợi nhuận ròng trên tài sản cuối năm, TOBQ là hệ số Tobin's Q, tính bằng tổng nợ phải trả và vốn hóa thị trường chia cho tổng giá trị sổ sách của tài sản, OWN\_MNG, OWN\_BOARD, OWN\_CON lần lượt là tỷ lệ sở hữu của ban giám đốc, của Hội đồng quản trị và của các cổ đông nắm giữ trên 5%, BOARD\_SIZE là số thành viên trong Hội đồng quản trị, DUAL là biến giả, bằng 1 khi chủ tịch HĐQT kiêm tổng giám đốc và bằng 0 nếu ngược lại, IND là tỷ lệ thành viên độc lập trên tổng số thành viên HĐQT, BLEV là đòn bẩy tài chính, tính bằng tổng nợ vay chia tổng tài sản, TANGI là tỷ lệ tài sản hữu hình trên tổng tài sản, SIZE là logarit tự nhiên của doanh thu thuần.

Tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn cho thấy sự tương đồng hơn, và phân phối đều hơn khi giá trị trung bình và trung vị lệch nhau khá ít (47,46% so với 51,00%), độ lệch chuẩn 20,91%. Với một thống kê kỹ càng hơn thì tỷ lệ sở hữu phổ biến nhất là 50% đến 55%, chiếm gần 17% tổng số doanh nghiệp. Cùng với trung bình, trung vị đều quanh ngưỡng 50%, có thể thấy, ở Việt Nam, việc phân tán sở hữu vẫn chưa đáng kể, khi hầu hết các cổ đông lớn có quyền kiểm soát doanh nghiệp, sự tách biệt quyền sở hữu cũng chỉ mức độ tương đối.

Quy mô Hội đồng quản trị theo luật định tại Việt Nam là từ 3 – 11 người, và với giá trị trung bình là 5,46 người, độ lệch chuẩn là 1,08 cho thấy mức độ đồng đều giữa số lượng thành viên Hội đồng quản trị giữa các doanh nghiệp.

Tính kiêm nhiệm của Chủ tịch Hội đồng quản trị có giá trị trung bình là 0,32, điều này có nghĩa là, cứ ba doanh nghiệp niêm yết lại có 1 doanh nghiệp có chủ tịch Hội đồng quản trị kiêm nhiệm luôn chức tổng giám đốc.

Tính độc lập của Hội đồng quản trị có giá trị trung bình 0,64, trung vị 0,60 và độ lệch chuẩn khá nhỏ là 0,16. Điều này cho thấy trung bình cứ 5 người trong Hội đồng quản trị thì có 3 người là thành viên độc lập.

### **b. Nhận xét ma trận tương quan**

Nhóm nghiên cứu thấy rằng tính độc lập giữa các biến là rất cao khi gần như tất cả các cặp đều có hệ số tương quan bé hơn 0,3; chỉ có duy nhất cặp OWN\_MNG và OWN\_BOARD có tương quan lớn (0,728), có nguy cơ bị đa cộng tuyến. Do vậy, nhóm nghiên cứu quyết định tách hai biến này ra 2 mô hình riêng biệt.

Ngoài ra, có các kiểm định T-statistics giữa các biến. Kết quả cho thấy các biến chỉ cấu trúc sở hữu đều có tác động tới hiệu quả hoạt động doanh nghiệp theo thang đo ROA và Tobin's Q tuy nhiên mức độ tin cậy khác nhau. Biến sở hữu của Hội đồng quản trị và sở hữu của ban giám đốc có tương quan âm với ROA ở mức ý nghĩa 0,1% trong khi với Tobin's Q chỉ có tương quan âm ở mức ý nghĩa 5%, tương đối yếu. Còn đối với biến sở hữu của cổ đông lớn thì cả 2 thang đo đều cho thấy tương quan dương ở mức ý nghĩa 0.

### **3.1.2 Kết quả hồi quy và giải thích**

**Bảng 4.2: Kết quả mô hình hồi quy Pooled OLS với robus**

	Biến phụ thuộc: ROA		Biến phụ thuộc: TOBQ	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<b>Cấu trúc sở hữu</b>				
OWN_MNG	-0,000332** (-2,57)		0,000102 (0,12)	
OWN_BOARD		-0,000166** (-2,22)		0,000536 (1,12)
OWN_CON	0,000214*** (4,51)	0,000210*** (4,41)	0,00228*** (7,45)	0,00231*** (7,50)
<b>Đặc điểm Hội đồng quản trị</b>				
BOARD_SIZE	0,000534 (0,56)	0,000613 (0,64)	0,0214*** (3,37)	0,0206*** (3,20)
DUAL	0,00903*** (3,92)	0,00755*** (3,56)	0,0266** (2,03)	0,0248** (2,00)
IND	0,0103* (1,75)	0,0117** (2,00)	0,0873*** (2,61)	0,0873*** (2,65)
<b>Biến kiểm soát</b>				
BLEV	-0,163*** (-28,85)	-0,163*** (-28,46)	-0,359*** (-10,47)	-0,365*** (-10,59)
TANGI	0,0452*** (9,21)	0,0451*** (9,12)	0,136*** (4,18)	0,139*** (4,30)
SIZE	0,00972*** (13,42)	0,00962*** (13,10)	0,0518*** (11,54)	0,0524*** (11,67)
Hằng số	-0,0590*** (-6,07)	-0,0585*** (-5,97)	0,0822 (1,29)	0,0742 (1,17)
Số quan sát	3.191	3.191	3.191	3.191
R-squared	0,237	0,237	0,110	0,111

T-statistics trong ngoặc đơn

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

(Nguồn: Nhóm nghiên cứu tổng hợp theo tính toán từ phần mềm Stata 14.2)



**Trong đó:** ROA là tỷ lệ lợi nhuận trên tài sản, tính bằng lợi nhuận ròng trên tài sản cuối năm, TOBQ là hệ số Tobin's Q – tính bằng tổng nợ phải trả và vốn hóa thị trường chia cho tổng giá trị sổ sách của tài sản, OWN\_MNG, OWN\_BOARD, OWN\_CON lần lượt là tỷ lệ sở hữu của ban giám đốc, của Hội đồng quản trị và của các cổ đông nắm giữ trên 5%, BOARD\_SIZE là số thành viên trong Hội đồng quản trị, DUAL là biến giả, bằng 1 khi chủ tịch HĐQT kiêm tổng giám đốc và bằng 0 nếu ngược lại, IND là tỷ lệ thành viên độc lập trên tổng số thành viên HĐQT, BLEV là đòn bẩy tài chính, tính bằng tổng nợ vay chia tổng tài sản, TANGI là tỷ lệ tài sản hữu hình trên tổng tài sản, SIZE là logarit tự nhiên của doanh thu thuần.

### **3.1.3 Kết quả hồi quy của các biến chính trong mô hình**

Tất cả các biến được đưa vào bốn mô hình đều có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, biến sở hữu của ban giám đốc và sở hữu của Hội đồng quản trị chỉ có ý nghĩa thống kê khi thước đo hiệu quả hoạt động là ROA. Biến quy mô Hội đồng quản trị lại không có ý nghĩa thống kê đối với biến phụ thuộc ROA nhưng lại có ý nghĩa thống kê với biến phụ thuộc TOBQ. Điều này phù hợp với phân tích ở phần 4.2 khi biến quy mô Hội đồng quản trị, sở hữu của ban giám đốc, sở hữu của Hội đồng quản trị có ý nghĩa thống kê trong kiểm định T-statistics khá thấp (ở mức 5%). Ở các mô hình với 2 biến phụ thuộc, mức giải thích là tương đối tốt khi ở biến phụ thuộc ROA mức độ giải thích là 23,7%, biến TOBQ mức độ giải thích là 11,0%. Khi so sánh chỉ số R-squared với các nghiên cứu có biến quản trị trước đây như nghiên cứu của Yu và Ashton (2015) là 10,5%, Chen (2015) là 6-19%, Liu et al. (2015) là 12-20%. Do đó, với mức độ giải thích như trong bài nghiên cứu này được đánh giá là tương đối tốt.

**Giả thuyết H1:** Quy mô Hội đồng quản trị có tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Điều này được chứng minh trong mô hình (3), (4) với biến phụ thuộc Tobin's Q (TOBQ) trong khi không có ý nghĩa thống kê trong mô hình (1) và (2) với biến phụ thuộc ROA, nghĩa là quy mô hội đồng quản trị ít có vai trò trong ngắn hạn (ROA) mà chỉ có tác động về mặt dài hạn, thể hiện qua cơ hội tăng trưởng và kỳ vọng thị trường (TOBQ). Kết quả này tương đồng với Chen (2015) và Detthamrong et al. (2017), Liu et al. (2015). Một Hội đồng quản trị lớn sẽ giúp doanh nghiệp (1) tiếp cận nhiều nguồn lực kinh tế để phát triển hơn, (2) đa dạng ý kiến, giúp công ty phát triển bền vững hơn. Kết quả này cũng cho thấy bài nghiên cứu đã khắc phục được nhược điểm của các nghiên cứu trước khi chỉ tính đến hiệu quả hoạt động theo sổ sách, đánh giá hiện tại, thay vì phản ánh cả hiệu quả hoạt động trong tương lai.

**Giả thuyết H2:** Tính độc lập của Hội đồng quản trị có tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Kết quả hồi quy bình phương nhỏ nhất OLS cho thấy tính độc lập của Hội đồng quản trị làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tỷ lệ thành viên độc lập càng cao, doanh nghiệp càng hoạt động hiệu quả. Kết quả này được chứng minh ở cả 4 mô hình với biến phụ thuộc là tỷ lệ lợi nhuận trên tài sản (ROA) và tỷ số Tobin's Q (TOBQ) mặc dù có tác động ở các mức ý nghĩa khác nhau.

Ở mô hình (1) và (2), tỷ lệ độc lập có tương quan dương với ROA ở mức ý nghĩa lần lượt là 10% và 5% trong khi ở mô hình (3) và (4) với biến phụ thuộc là TOBQ, tỷ lệ độc lập có tương quan dương ở mức ý nghĩa là 1%. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Li et al. (2015); Liu et al. (2015) tại Trung Quốc với biến phụ thuộc là ROA và Tobin's Q và cũng tương đồng với kết quả nghiên cứu tại Mỹ của Upadhyay et al. (2014) với biến phụ thuộc là Tobin's Q. Kết quả này cho thấy các thành viên độc lập của Hội đồng quản trị tại Việt Nam phần nào đã phát huy vai trò giám sát của mình và mối quan hệ giữa tính độc lập của Hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp mạnh hơn về mặt dài hạn (Tobin's Q) thay vì ngắn hạn (ROA).

Với thị trường Việt Nam, đây là một thị trường đang phát triển được xếp hạng là thị trường cận biên (Frontier), luật pháp còn lỏng lẻo, chế tài xử phạt không nghiêm minh, từ đó cho phép những hành vi vi phạm đạo đức tồn tại trên thị trường. Do đó, vai trò giám sát của Hội đồng quản trị trong kiểm soát vấn đề người đại diện lại trở nên quan trọng, đặc biệt là từ thành viên độc lập khi vấn đề xung đột lợi ích của nhóm này là thấp hơn so với thành viên nằm trong ban



giám đốc và thành viên không độc lập. Chính vì những lý do trên mà kết quả thực nghiệm đã cho thấy mối tương quan dương giữa tính độc lập của Hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tại Việt Nam.

**Giả thuyết H3:** Tính kiêm nhiệm của chủ tịch Hội đồng quản trị có tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Với biến giả chỉ tính kiêm nhiệm của chủ tịch Hội đồng quản trị (DUAL – nhận giá trị bằng 1 khi chủ tịch Hội đồng quản trị kiêm Tổng giám đốc và bằng 0 nếu ngược lại), ở tất cả 4 mô hình đều cho thấy có mối tương quan dương giữa tính kiêm nhiệm và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ở mức ý nghĩa 1% và 5%. Nói cách khác, các doanh nghiệp có chủ tịch Hội đồng quản trị và tổng giám đốc là một cá nhân sẽ có hiệu quả hoạt động cao hơn so với các doanh nghiệp mà đảm nhiệm hai vị trí này là hai người khác nhau nếu các yếu tố còn lại của doanh nghiệp là như nhau. Kết quả này mâu thuẫn với các nghiên cứu của Detthamrong et al. (2017), Liu et al. (2015) và Upadhyay et al. (2014) trong những năm 2000 tại thị trường Thái Lan và Trung Quốc, khi các nghiên cứu này kết luận rằng tính kiêm nhiệm không có tác động tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp; và Florackis et al. (2009) trong những năm 2000 tại thị trường Anh. Tuy nhiên, kết quả này lại tương đồng với Boyd (1995) ở giai đoạn những năm 1980 tại thị trường Mỹ.

Theo lý thuyết người đại diện, việc chủ tịch Hội đồng quản trị kiêm tổng giám đốc sẽ dẫn tới việc lạm dụng quyền lực, từ đó sẽ dẫn tới tăng chi phí đại diện và giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, theo lý thuyết người quản gia, việc chủ tịch Hội đồng quản trị và tổng giám đốc cùng là một cá nhân sẽ giúp công ty có một định hướng rõ ràng, nhất quán và phản ứng nhanh hơn với những tác động từ bên ngoài từ đó giúp công ty phát triển một cách nhanh chóng và bền vững (Boyd, 1995). Tóm lại, trong điều kiện thị trường đang phát triển mạnh mẽ như Việt Nam, sự kiêm nhiệm sẽ mang lại những tác động tích cực cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, nghị định 71/2017/NĐ-CP mới đây đã chính thức ngăn cấm việc kiêm nhiệm của chủ tịch Hội đồng quản trị trong các công ty niêm yết, đây có thể là bước chuẩn bị khi các doanh nghiệp niêm yết bắt đầu chuyển dịch sang giai đoạn phát triển mới, khiến tác động tích cực của việc kiêm nhiệm bị hạn chế.

**Giả thuyết H4:** Sở hữu của ban giám đốc và sở hữu của Hội đồng quản trị có tác động tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Tỷ lệ sở hữu của ban giám đốc và tỷ lệ sở hữu của Hội đồng quản trị do có hệ số tương quan khá cao (0,73) do đó được sử dụng như là hai biến thay thế cho nhau trong các mô hình hồi quy. Và theo phương pháp hồi quy OLS, kết quả cho thấy, tỷ lệ sở hữu của ban giám đốc và tỷ lệ sở hữu của Hội đồng quản trị có tương quan âm với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp với biến phụ thuộc là ROA ở mức ý nghĩa 5% và không có ý nghĩa thống kê với biến phụ thuộc là Tobin's Q (TOBQ).

Kết quả hồi quy này chỉ ra rằng, tại Việt Nam, tỷ lệ sở hữu nội bộ càng cao, mức độ chi phối và xung đột lợi ích càng nghiêm trọng, khi ban giám đốc và Hội đồng quản trị có điều kiện hành động vì lợi ích của chính và có nhiều cách để nhận được lợi ích từ công ty hơn các cổ đông khác. Họ có quyền tự quyết định trả các khoản lương, thưởng cao cho bản thân; lợi dụng quyền lực để tận dụng nguồn lực của công ty như vay tiền giá rẻ, chuyển giao lợi ích từ công ty họ đang lãnh đạo sang công ty khác mà họ là người chủ sở hữu. Những hiện tượng này sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động của công ty khi nguồn lực bị cố tình phân bổ không hiệu quả trong khi những quy định về xử lý những hiện tượng này không tồn tại hoặc rất lỏng lẻo.

**Giả thuyết H5:** Sở hữu của cổ đông lớn có tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Kết quả hồi quy OLS ở cả 4 mô hình với hai biến phụ thuộc ROA và Tobin's Q (TOBQ) đều cho thấy, sở hữu của cổ đông lớn có tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ở mức ý nghĩa 1%, mạnh hơn đối với biến Tobin's Q khi T-statistic vào khoảng 7,5 trong khi với ROA chỉ là 4,5. Nhìn chung, kết quả này phù hợp với giả thuyết được nêu ra ban đầu, và vai trò giám sát của những cổ đông này đã góp phần làm giảm chi phí đại diện.

Những cổ đông này rất chủ động trong việc giám sát hoạt động của ban giám đốc nhằm bảo vệ lợi ích của bản thân, và từ đó, những cổ đông khác cũng đồng thời được hưởng lợi từ sự giám sát này. Trong nghiên cứu của McConnell và Servaes (1990) cũng chỉ ra sự tương đồng về lợi ích trong việc giám sát của cổ đông lớn và các cổ đông tổ chức. Trên thị trường chứng khoán, luật phát là một yếu tố rất quan trọng tác động lên thị trường, Porta et al. (1999) kết luận rằng, những quốc gia sử dụng thông luật (Common law) có quy mô thị trường lớn hơn nhiều vì tính hiệu quả của nó, trong khi tại luật Việt Nam chịu nhiều ảnh hưởng của hệ thống dân luật Pháp – Đức (Civil law) kém hiệu quả, dẫn tới vai trò của cổ đông lớn và cổ đông tổ chức lại càng quan trọng. Ngoài việc giám sát, việc các cổ đông lớn quyết định sở hữu của một doanh nghiệp nào đó sẽ làm tâm lý thị trường tốt hơn vì sự tin tưởng của các nhà đầu tư khác trên thị trường, đặc biệt là ở Việt Nam, tính minh bạch về thông tin thấp, tính bầy đàn cao, do vậy, hành động của các cổ đông lớn luôn được theo dõi để làm một chỉ báo đầu tư. Từ đó tăng hiệu quả hoạt động thị trường của doanh nghiệp khi các nhà đầu tư có xu hướng mua theo các cổ đông lớn và nhà đầu tư tổ chức.

### **3.1.4 Kết quả hồi quy của các biến kiểm soát**

Theo kết quả hồi quy OLS, cả ba biến kiểm soát hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được sử dụng trong mô hình đều có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1% ở tất cả các mô hình hồi quy với biến phụ thuộc là lợi nhuận trên tài sản – ROA và tỷ số Tobin's Q – TOBQ.

Đối với biến đòn bẩy tài chính (BLEV), kết quả hồi quy cho thấy đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Đòn bẩy tài chính càng cao càng làm doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả. Điều này khá mâu thuẫn với lý thuyết cơ cấu vốn tối ưu của Modigliani và Miller (1963) khi nghiên cứu này cho rằng có một mối quan hệ phi tuyến tính giữa nợ và giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, nguyên nhân dẫn tới sự mâu thuẫn này là do Việt Nam đang ở giai đoạn đang phát triển, thị trường vẫn tồn tại nhiều khiếm khuyết, dòng lưu chuyển vốn không thực sự tự do, do vậy, mức lãi suất trên thị trường không phản ánh đúng cung cầu, và từ đó vi phạm những giả định ban đầu. Ngoài ra, việc các ngân hàng lớn tại Việt Nam, những đầu mối chính cung cấp nguồn vốn vay cho doanh nghiệp, phần lớn được Nhà Nước sở hữu trên 50% cổ phần do đó cũng ảnh hưởng tới hành vi của những ngân hàng này.

Đối với biến tỷ lệ tài sản cố định hữu hình (TANGI), tỷ lệ tài sản cố định hữu hình có tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ở mức ý nghĩa 1% trong tất cả các mô hình. Theo kết quả, những doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam sẽ hoạt động hiệu quả hơn khi sử dụng nhiều tài sản cố định hữu hình. Tỷ lệ tài sản cố định cao bắt nguồn từ việc sử dụng nhiều máy móc thiết bị hơn, giảm sự phụ thuộc vào hoạt động của con người. Trong khi đó, hiệu quả hoạt động của lao động Việt Nam được đánh giá khá thấp, năng suất thấp, trình độ lao động không cao, do vậy, việc giảm phụ thuộc vào con người sẽ giúp nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Hơn nữa, những doanh nghiệp có nhiều máy móc sẽ thu hút những nhân viên có trình độ và giảm bớt lượng lao động phổ thông, từ đó hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhìn chung sẽ tăng. Ngoài ra, sở hữu nhiều tài sản cố định hữu hình sẽ giúp doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn vay và lãi suất đi vay thấp hơn do sẵn có tài sản thế chấp.

Đối với biến về quy mô doanh nghiệp (SIZE), kết quả hồi quy cho thấy quy mô có tác động tích cực tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp tại Việt Nam ở mức ý nghĩa 1% với cả hai thang đo là lợi nhuận trên tài sản – ROA và tỷ số Tobin's Q – TOBQ. Kết quả này đã kết luận rằng, doanh nghiệp có quy mô càng lớn càng hoạt động hiệu quả, có chỉ số ROA cao và mức định giá thị trường cao. Short và Keasey (1999) cho rằng một doanh nghiệp càng lớn sẽ có khả năng và lợi thế để tiếp cận nhiều nguồn lực kinh tế dễ dàng hơn, từ đó tạo ra lợi thế về mặt tài chính để nắm bắt những cơ hội đầu tư trên thị trường. Thêm vào đó, một doanh nghiệp lớn sẽ có khả năng tác động tới thị trường, tạo ra những rào cản cho các đối thủ mới, làm giảm khả năng mặc cả (bargaining power) của khách hàng, và từ đó nâng cao tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp giúp mang lại nhiều lợi ích cho cổ đông hơn. Ngoài ra, một doanh nghiệp lớn, có doanh thu lớn sẽ có lợi thế kinh tế theo quy mô, sử dụng nhiều máy móc, đòn bẩy hoạt động cao nhằm

tận dụng lợi thế về quy mô cũng như tận dụng những lợi ích của việc sử dụng nhiều tài sản cố định.

### **3.2 Đánh giá**

Về đặc điểm của Hội đồng quản trị, sự tương quan dương giữa quy mô Hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp lớn đã góp phần giảm chi phí đại diện của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Về tính độc lập của Hội đồng quản trị, tỷ lệ độc lập vừa giúp các doanh nghiệp nâng cao hiệu quả giám sát của mình vừa giảm thiểu chi phí người đại diện. Về sự kiêm nhiệm của chủ tịch Hội đồng quản trị, lý thuyết người quản gia được chấp nhận khi kết quả cho thấy sự kiêm nhiệm này mang lại lợi ích cho doanh nghiệp, và việc ngăn cấm chủ tịch Hội đồng quản trị kiêm tổng giám đốc của chính phủ Việt Nam có thể là chưa hợp lý nếu xét về mặt lợi ích kinh tế. Tuy nhiên, với góc nhìn của những nhà làm luật, đây là một bước chuẩn bị nhằm nâng cao sự minh bạch của thị trường.

Về cấu trúc sở hữu, tỷ lệ sở hữu của Hội đồng quản trị và tỷ lệ sở hữu của ban giám đốc sẽ làm tăng chi phí đại diện do vấn đề xung đột lợi ích, có thể làm tổn hại tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp do họ có quyền tham gia trực tiếp vào các quyết định trong doanh nghiệp và từ đó bóp méo quy luật thị trường của các giao dịch nhằm trục lợi cho bản thân. Cũng theo lý thuyết người đại diện, cổ đông lớn có tác động tích cực khi góp phần làm giảm chi phí người đại diện. Ngoài ra, xu hướng hành động theo đám đông và sự thiếu minh bạch của thị trường khiến hành động mua vào của cổ đông lớn tạo ra chỉ báo đầu tư tích cực, làm tăng tỷ số Tobin's Q.

Lý thuyết người đại diện và lý thuyết người quản gia có những kết luận trái ngược nhau, song đều được chấp nhận hoặc bác bỏ với những đặc điểm thị trường khác nhau.

#### **3.2.1 Một số gợi ý đối với mối quan hệ giữa đặc điểm Hội đồng quản trị và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp**

##### **a. Gợi ý đối với nhà nước**

Một là, nhằm đảm bảo tính minh bạch và độc lập trong việc giám sát hoạt động của ban giám đốc, tỷ lệ độc lập của Hội đồng quản trị nên được nâng cao đến tối ưu thay vì chỉ  $\frac{1}{3}$  như hiện nay. Và để đảm bảo lợi ích trong dài hạn, chính phủ nên cân nhắc đưa ra tỷ lệ tối ưu thay vì nâng mức tối thiểu của thành viên độc lập lên 100%.

Hai là, tính kiêm nhiệm của chủ tịch Hội đồng quản trị có thể sẽ thay đổi khi điều kiện thị trường thay đổi. Tuy nhiên, mặc cho quy định mới hạn chế một cá nhân đảm nhiệm hai vai trò, những người này cũng có thể bỏ nhiệm bố mẹ, vợ, con, anh chị em vào vị trí còn lại mà hầu như không làm giảm sức ảnh hưởng của họ trong doanh nghiệp như khi đảm nhiệm hai vai trò.

##### **b. Gợi ý đối với doanh nghiệp**

Một là, điều lệ công ty có thể quy định thêm những mối quan hệ như vợ, chồng, bố, mẹ, con, anh chị em... khi xét tới tính độc lập nhằm nâng cao tỷ lệ độc lập của Hội đồng quản trị, nâng cao vai trò giám sát, làm giảm chi phí đại diện.

Hai là, đưa ra những quy định để hạn chế việc sử dụng nguồn lực của công ty cho mục đích riêng, chiếm hữu và sử dụng tài sản công ty sai mục đích như quy định về lãi suất cho vay, số tiền vay với những khoản vay của ban giám đốc, thành viên Hội đồng quản trị đối với công ty.

##### **c. Gợi ý đối với nhà đầu tư**

Một là, lựa chọn những doanh nghiệp có tỷ lệ độc lập của Hội đồng quản trị cao. Để bảo vệ lợi ích của mình một cách tốt nhất, các nhà đầu tư khi đánh giá tính độc lập nên xét tới cả các mối quan hệ thân cận của các cá nhân đó như trong gợi ý dành cho nhà nước và gợi ý dành cho doanh nghiệp.

Hai là, lựa chọn những doanh nghiệp có những thành viên trong Hội đồng quản trị có trình độ cao, ít dính líu tới những vấn đề về mặt đạo đức trong quá khứ, và có cam kết lâu dài với doanh nghiệp thông qua thời gian làm việc của những người này trong doanh nghiệp muốn đầu tư.

#### **3.3.2 Một số gợi ý đối với mối quan hệ giữa cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp**

Nhằm tạo ra thị trường minh bạch hơn, tạo ra môi trường đầu tư công bằng hơn, nhóm nghiên cứu đưa ra một số gợi ý cho các nhóm đối tượng là nhà nước, doanh nghiệp và nhà đầu tư ở phần sau.

#### **a. Gợi ý đối với Nhà nước**

Một là, quy định hạn chế sở hữu của các thành viên trong Hội đồng quản trị và ban giám đốc hoặc nâng cao thời hạn nắm giữ tối thiểu của các thành viên này. Ngoài ra, để giảm vấn đề xung đột lợi ích, cần quy định thêm việc đảm nhiệm những vai trò này ở nhiều công ty khác nhau, tránh việc chuyển giao nguồn lực không theo quy luật thị trường và làm tổn hại lợi ích của các cổ đông.

Hai là, nâng cao, thắt chặt chế tài xử phạt đối với những hoạt động mua bán cổ phiếu không thông báo của các thành viên ban giám đốc và Hội đồng quản trị, những hành vi có dấu hiệu can thiệp thị trường, lợi dụng những lợi thế về thông tin để trục lợi cho bản thân như bán cổ phiếu với giá cao hơn giá trị thực và gây tổn hại đến các cổ đông khác.

#### **b. Gợi ý đối với doanh nghiệp**

Một là, doanh nghiệp nên gắn liền lợi ích của ban giám đốc và Hội đồng quản trị với lợi ích dài hạn của công ty. Ví dụ như thưởng cổ phiếu, quyền chọn cổ phiếu với giá ưu đãi trong 3 đến 5 năm sau, đưa ra chỉ tiêu đánh giá hiệu quả làm việc theo kết quả trung bình của nhiều năm thay vì một năm nhất định.

Hai là, đưa ra mức sở hữu tối đa của mỗi thành viên đối với doanh nghiệp, hạn chế số lượng sở hữu ở công ty thứ hai, thứ ba. Những điều kiện này có thể đưa vào điều lệ của công ty khi lựa chọn các thành viên trong Hội đồng quản trị hay bổ nhiệm thành viên ban giám đốc nhằm giảm tới mức tối thiểu vấn đề xung đột lợi ích.

#### **c. Gợi ý đối với nhà đầu tư**

Một là, lựa chọn những doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu của ban giám đốc và Hội đồng quản trị không quá cao, ít nhất những người này không sở hữu quá 50% hay nói cách khác là chi phối công ty.

Hai là, lựa chọn những doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn hay sở hữu tổ chức cao, đặc biệt là những doanh nghiệp có nhiều nhà đầu tư tổ chức uy tín, những đối tác chiến lược lớn trên thị trường quốc tế. Đối với trường hợp cổ đông lớn là các quỹ, nên lựa chọn những doanh nghiệp mà các quỹ uy tín đầu tư và không nắm quyền kiểm soát doanh nghiệp.

### **3.3.3 Gợi ý hướng nghiên cứu tiếp theo**

Mô hình nghiên cứu đã khắc phục được một số thiếu sót trong những nghiên cứu trước, tuy nhiên, vì sự giới hạn của thời gian trong việc thu thập và xử lý dữ liệu, cùng với việc khai thác ở một số khía cạnh nhất định của vấn đề, nghiên cứu này vẫn bộc lộ nhiều hạn chế và cần sự hoàn thiện trong những nghiên cứu tiếp theo.

#### **a. Phạm vi dữ liệu nghiên cứu**

Một là vấn đề về dữ liệu và đặc điểm Hội đồng quản trị, đó là quy mô, tính độc lập và tính kiêm nhiệm của chủ tịch Hội đồng quản trị. Tuy nhiên, do hạn chế về thời gian và dữ liệu, nghiên cứu này đã không thể đưa hết những biến số trong những bài nghiên cứu trước vào mô hình của mình. Những hạn chế này có thể được khắc phục ở những bài nghiên cứu sau bằng cách sử dụng thêm các biến và thêm các biến khác như tính ổn định của Hội đồng quản trị, hoặc biến về kinh nghiệm, trình độ, tỷ lệ giới tính nữ của Hội đồng quản trị, sự bận rộn của chủ tịch Hội đồng quản trị.

Hai là vấn đề thu thập dữ liệu về cấu trúc sở hữu. Ngoài dữ liệu về sở hữu nội bộ, sở hữu của cổ đông lớn, những nghiên cứu sau có thể mở rộng phạm vi nghiên cứu về cấu trúc sở hữu, đưa vào những biến như sở hữu nhà nước, sở hữu nước ngoài, sở hữu của thành viên trong gia đình ban lãnh đạo...

#### **b. Xử lý dữ liệu nghiên cứu**

Đối với biến chỉ đặc điểm của Hội đồng quản trị trong mô hình, nhóm nghiên cứu đề xuất như sau:



Một là, cần nhắc việc đo lường quy mô Hội đồng quản trị theo nhóm thay vì sử dụng số lượng thành viên làm thang đo với biến quy mô Hội đồng quản trị. Nhóm nghiên cứu cho rằng sẽ có nhiều thành viên trong Hội đồng quản trị nhưng làm việc đại diện, nếu tính những người này riêng biệt sẽ không phản ánh chính xác các mối quan hệ kinh tế.

Hai là, đối với biến chỉ tính kiêm nhiệm của Hội đồng quản trị, nghiên cứu của nhóm nghiên cứu chỉ xét đến trường hợp hai cá nhân này là một người. Nhóm nghiên cứu đề xuất, có thể tính việc anh chị em, bố mẹ... người có mối quan hệ với chủ tịch Hội đồng quản trị mà đảm nhiệm vị trí tổng giám đốc thì vẫn được xem là có kiêm nhiệm.

Đối với biến chỉ tỷ lệ sở hữu nội bộ và sở hữu của cổ đông lớn, nhóm nghiên cứu đề xuất xử lý dữ liệu với những nghiên cứu sau này như sau:

Một là, đối với các biến sở hữu của Hội đồng quản trị và ban giám đốc, nên tính đến tỷ lệ sở hữu trực tiếp và gián tiếp, có thể bao gồm sở hữu của những người thân trong gia đình, những người có quan hệ mật thiết. Ngoài ra, nhóm nghiên cứu đề xuất sử dụng biến giả, phân chia các ngưỡng sở hữu, do việc thay đổi 0,1% hay 1% trong sở hữu không làm thay đổi thái độ và hành vi của họ..

Hai là, đối với biến sở hữu của cổ đông lớn, nên phân chia thành các nhóm như là cổ đông lớn nội bộ (có tham gia điều hành) và cổ đông lớn không điều hành. Thêm vào đó, có thể tách riêng sở hữu của cổ đông lớn tổ chức, cổ đông lớn cá nhân riêng rẽ.

### **c. Mối quan hệ giữa các biến số trong mô hình**

Một là, nghiên cứu mối quan hệ phi tuyến tính giữa các biến quản trị, cấu trúc sở hữu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nhóm nghiên cứu đã chỉ ra những kênh tác động trái chiều tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong mô hình ở chương 3. Những tác động này chắc chắn không giống nhau khi doanh nghiệp và thị trường thay đổi, từ đó đưa ra mối quan hệ phức tạp hơn.

Hai là, sử dụng các biến tương tác của các biến độc lập trong mô hình. Trong mô hình nghiên cứu của nhóm chỉ phân tích tác động tới hiệu quả hoạt động doanh nghiệp của từng biến số riêng lẻ mà chưa phân tích tác động khi các biến có sự tương tác với nhau. Nhóm nghiên cứu đưa ra đề xuất là tính tới sự tương tác giữa các biến quy mô Hội đồng quản trị và tính kiêm nhiệm do một Hội đồng quản trị lớn sẽ tạo ra nhiều ý kiến trái chiều hơn. Ngoài ra còn sự tương tác giữa tính kiêm nhiệm và tỷ lệ sở hữu của chủ tịch Hội đồng quản trị (tương tác về lợi ích), số thành viên Hội đồng quản trị, số thành viên ban kiểm soát và sở hữu của họ.

## **4. Kết luận**

Với mục tiêu góp phần tạo nên một thị trường chứng khoán minh bạch hơn, một hệ thống quản trị hiệu quả hơn và khắc phục được những khiếm khuyết của thị trường, nhóm nghiên cứu đã lựa chọn đề tài “**Tác động của đặc điểm Hội đồng quản trị và cấu trúc sở hữu tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam**”.

Với dữ liệu từ các doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn HOSE và HNX trong giai đoạn 2010 – 2016, nhóm nghiên cứu sử dụng hồi quy dữ liệu bảng theo phương pháp OLS và đưa ra kết luận rằng đặc điểm của Hội đồng quản trị và cấu trúc sở hữu thực sự có tương quan tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ở cả hiệu quả hoạt động theo sổ sách và hiệu quả hoạt động thị trường.

Dựa vào kết quả, nhóm nghiên cứu đã đưa ra hàm ý chính sách nhằm giúp các cơ quan lập pháp và hành pháp có thể chỉnh sửa, tạo nên một hành lang pháp lý chặt chẽ hơn. Nhóm nghiên cứu còn đưa ra những gợi ý cho doanh nghiệp để cải thiện hiệu quả quản lý, hiệu quả hoạt động, giảm bớt những thiệt hại do những khiếm khuyết của thị trường gây ra. Ngoài ra, nhóm nghiên cứu cũng đưa ra những lời khuyên dành cho các nhà đầu tư để bảo vệ quyền lợi của chính mình khi tham gia vào thị trường chưa hoàn thiện như tại Việt Nam.

## **DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO**

- [1] Abdallah, A. a.-N. & Ismail, A. K., 2017, Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 46, 98-115.



- [2] Agrawal, A. & Knoeber, C. R., 1996, Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders, *Journal of financial and quantitative analysis*, 31, 377-397.
- [3] Anderson, R. C., Mansi, S. A. & Reeb, D. M., 2004, Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt, *Journal of Accounting and Economics*, 37, 315-342.
- [4] Bayraktar, E., Demirbag, M., Koh, S. C. L., Tatoglu, E. & Zaim, H., 2009, A causal analysis

# NGHIÊN CỨU CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN SỰ HÀI LÒNG CỦA DU KHÁCH QUỐC TẾ ĐỐI VỚI ẨM THỰC ĐƯỜNG PHỐ TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

SV: Trần Vĩnh Thuận, Đào Thị Thủy, Lê Quỳnh Trang, Lê Huỳnh Trâm  
Trường Đại học Ngoại thương, cơ sở II tại TP.HCM  
GVHD: TS Nguyễn Thị Phương Chi

## TÓM TẮT

*Nghiên cứu này khám phá các nhân tố ảnh hưởng đến sự hài lòng của khách du lịch quốc tế đối với ẩm thực đường phố tại thành phố Hồ Chí Minh dựa trên việc sử dụng phương pháp chọn mẫu thuận tiện với 203 du khách quốc tế đến thành phố Hồ Chí Minh. Kết quả phân tích hồi quy cho thấy tất cả 8 yếu tố trong mô hình nghiên cứu đều ảnh hưởng tới sự hài lòng của du khách với mức độ tác động của các nhân tố lần lượt là: Chất lượng ẩm thực, giá cả ẩm thực cảm nhận, vệ sinh thực phẩm, sự đa dạng về ẩm thực, nhân viên phục vụ ẩm thực, không gian ẩm thực, di sản ẩm thực, thông tin về ẩm thực. Tuy nhiên, quá trình kiểm định sự khác nhau về mức độ hài lòng của du khách quốc tế theo giới tính, độ tuổi, trình độ, thu nhập, đa phần không cho thấy sự khác biệt giữa các nhóm đối tượng theo các đặc điểm nhân khẩu học này. Với các nhân tố trên, nhóm tác giả đưa ra một số đề xuất đối với các doanh nghiệp nội địa, doanh nghiệp nước ngoài và một số khuyến nghị đối với cơ quan Nhà nước có liên quan nhằm nâng cao sự hài lòng của du khách quốc tế đối với ẩm thực đường phố tại thành phố Hồ Chí Minh. Bên cạnh đó, qua kết quả của bài nghiên cứu, nhóm tác giả nhận thấy một số hạn chế của đề tài và đưa ra phương hướng nghiên cứu tiếp theo.*

**Từ khóa:** Ẩm thực đường phố, sự thỏa mãn, du khách quốc tế, Tp. Hồ Chí Minh.

## 1. Giới thiệu

Tại Việt Nam, TP.HCM không chỉ là một trung tâm kinh tế - thương mại lớn của cả nước mà còn là một trong những điểm đến có vai trò rất quan trọng đối với sự phát triển của ngành du lịch của nước ta. Cùng đóng góp vào tổng giá trị nguồn thu từ du lịch, doanh thu từ ẩm thực nói chung chiếm phần lớn chi tiêu bình quân của một du khách quốc tế, chỉ đứng sau dịch vụ lưu trú. Theo Tổng cục Thống kê (2017), chi tiêu bình quân một ngày của một du khách quốc tế cho dịch vụ ăn uống chiếm 22,23% tổng chi tiêu một ngày tại Việt Nam chỉ đứng sau chi tiêu cho dịch vụ lưu trú và đi lại. Thật vậy, ẩm thực là trung tâm của hoạt động du lịch và là cơ hội cho du khách tiếp cận với những nền văn hóa khác nhau, đồng thời thông qua ẩm thực, du khách sẽ có những trải nghiệm, ấn tượng lâu dài sau khi viếng thăm một điểm đến nào đó (Hall và Mitchell, 2002; Hall và cộng sự, 2003; Henderson, 2009). Mới đây, TP.HCM đã được bình chọn là một trong 23 thành phố có nền ẩm thực đường phố nổi tiếng nhất thế giới với những hình ảnh trải nghiệm ẩm thực cùng bộ bàn ghế nhựa trên vỉa hè, du khách quốc tế có thể vừa thưởng thức những món ăn nổi tiếng như phở, bánh mì, xiên que nướng vừa quan sát cuộc sống tấp nập của phố xá (CNN, 2017).

Trên thế giới, nhiều nghiên cứu đã được tiến hành nhằm khám phá sự ảnh hưởng của dịch vụ ẩm thực đến sự hài lòng của du khách: Nield và cộng sự (2000); Karim và cộng sự (2009); Qing và cộng sự (2013); Roozbeh và cộng sự (2013); Joo và cộng sự (2015) Hendijani (2016); Chavarria và Panuwat (2017); Yusuf (2017). Hiện tại ở Việt Nam, số lượng các đề tài nghiên cứu chính thức và được công bố về du lịch thì nhiều nhưng đề tài nghiên cứu chuyên sâu đối với ẩm thực trong lĩnh vực du lịch thì rất ít và hầu như chưa có. Trong phạm vi ẩm thực của một điểm đến, nghiên cứu của Lê Chí Công và Đồng Xuân Đằm (2016) về ảnh hưởng của ẩm thực địa phương đến sự hài lòng của du khách tại thành phố biển Nha Trang cho thấy có 5 yếu tố của ẩm thực địa phương bao gồm: nhân viên phục vụ ẩm thực, chất lượng ẩm thực, giá cả cảm nhận, cơ sở vật chất và không gian tại quán, thông tin về ẩm thực và nhà hàng có tác động cùng chiều đến sự hài lòng của du khách quốc tế.

Nghiên cứu này nhằm đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với ẩm thực đường phố tại thành phố Hồ Chí Minh. Đây là một đề tài mang ý nghĩa quan trọng, giúp các cơ quan ban ngành nhìn nhận được những điểm yếu còn tồn đọng và những điểm mạnh vượt trội để vạch ra chiến lược nhằm nâng cao sự hài lòng của du khách quốc tế đối với ẩm thực đường phố, từ đó thu hút thêm khách du lịch và tăng lòng trung thành của họ đối với điểm đến TP.HCM; đồng thời giúp các doanh nghiệp kinh doanh ẩm thực đường phố nói riêng và dịch vụ du lịch tại Việt Nam xác định và hiểu rõ những yếu tố nào đem lại sự hài lòng cho khách du lịch quốc tế, từ đó triển khai kế hoạch cải thiện chất lượng ẩm thực đường phố và không ngừng nâng cao năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp.

Nghiên cứu được thực hiện với 3 mục tiêu:

(i) Đề xuất mô hình nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với ẩm thực đường phố tại TP.HCM;

(ii) Sử dụng các công cụ phần mềm để thống kê, xử lý số liệu, thiết lập và kiểm định mô hình nghiên cứu để ước lượng, đưa ra những nhận xét về các nhân tố ảnh hưởng đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với ẩm thực đường phố tại TP.HCM;

(iii) Đề xuất một số giải pháp, khuyến nghị nhằm gia tăng sự hài lòng của du khách quốc tế đối với ẩm thực đường phố tại TP.HCM.

## **2. Cơ sở lý thuyết và mô hình nghiên cứu**

### **2.1. Vai trò của ẩm thực đường phố ở khía cạnh phát triển kinh tế nói chung**

*Ẩm thực đường phố là nguồn lương thực đáp ứng nhu cầu dinh dưỡng hằng ngày:* Theo Codex International Food Guidelines (1999), ẩm thực đường phố là nguồn lương thực cho người dân, đặc biệt những người có thu nhập thấp vì giá thành thấp và tính tiện lợi, chủng loại thức ăn đa dạng, giúp con người đáp ứng được nhu cầu dinh dưỡng của mình.

*Ẩm thực đường phố góp phần giải quyết việc làm:* Marras (2014) chỉ ra rằng kinh doanh nhờ việc gia công hoặc bán trực tiếp sản phẩm ẩm thực đường phố đem lại nguồn thu nhập cho hàng triệu nam và nữ giới, những người có vốn tài chính thấp, trình độ kiến thức hạn hẹp; vốn đầu tư khởi đầu cho việc kinh doanh và chi phí vận hành tương đối thấp, việc chế biến không đòi hỏi quá nhiều công thức, kỹ năng chuyên nghiệp và phức tạp. Ngoài ra, các báo cáo quốc gia của nhiều nước đã cho thấy thu nhập từ kinh doanh ẩm thực đường phố rất khả quan (Fellow và Hilmi, 2011).

*Ẩm thực đường phố góp phần thúc đẩy các ngành khác cùng phát triển:* Nghiên cứu của Marras (2014) tiếp tục chỉ ra rằng: Vì ẩm thực đường phố được chế biến từ những nguồn nguyên vật liệu tươi sạch và đa số từ các nhà cung cấp địa phương nên các đơn vị kinh doanh ẩm thực đường phố góp phần quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế địa phương, giúp đạt được những thành tựu về chủ quyền - an ninh lương thực và đảm bảo chuỗi cung ứng thực phẩm giữa thành thị và nông thôn được vận hành tối ưu và phát triển bền vững.

### **2.2. Vai trò của ẩm thực đường phố ở khía cạnh phát triển du lịch**

*Thứ nhất,* ẩm thực đường phố là một tài sản quan trọng cho tiến trình phát triển du lịch bền vững vì chúng cho phép một điểm đến du lịch tận dụng tối đa tài sản đó và thu hút du khách nhờ đánh trúng vào mong muốn được trải nghiệm thực sự của họ (Sims, 2009), ẩm thực đường phố đóng góp một cách trực tiếp và gián tiếp vào sự phát triển bền vững của đất nước thông qua thúc đẩy sản xuất thực phẩm và tăng sản lượng nông nghiệp, bảo tồn sự chân thật và toàn vẹn bản sắc của món ăn (Rand và cộng sự, 2003). Xét riêng về độ nhận diện, Grotonelli và Milano (2004) đã chỉ ra rằng ẩm thực có mối quan hệ chặt chẽ với độ nhận diện của địa điểm đến, do vậy chính mối tương quan chặt chẽ này khiến ẩm thực trở thành một công cụ lý tưởng để nâng cao tốc độ tăng trưởng kinh tế và phát triển du lịch (Hjalager, 2002).

*Thứ hai,* ẩm thực đường phố đóng góp giá trị lớn vào tổng nguồn thu từ du lịch: Trải nghiệm ẩm thực tại điểm đến được xem là hoạt động mang lại sự thú vị nhất trong suốt chuyến đi của du khách (Ryan, 2003; Frochot, 2003). Mặt khác, trải nghiệm ẩm thực mang lại sự thư giãn, mới mẻ, cung cấp tri thức, khẳng định địa vị và phong cách của khách hàng (Corigliano, 2002; Frochot, 2003). Với những lý do trên, nghiên cứu của Belisle (1984), Trunfio và cộng sự (2006)

cũng đã kết luận rằng chi tiêu dành cho việc ăn uống khi đi du lịch chiếm một phần rất lớn trong tổng chi tiêu dành cho du lịch.

*Thứ ba*, ẩm thực đường phố là một trong những nhân tố quan trọng thúc đẩy hành vi du lịch của khách du lịch. Trong lý thuyết của Hudson (1999), động cơ của khách du lịch được cấu thành bởi hai khía cạnh: nhóm các nhân tố “đẩy” và nhóm các nhân tố “kéo”. Nhóm các nhân tố kéo ảnh hưởng đến quyết định lựa chọn điểm đến trong khi nhóm nhân tố đẩy tạo động lực để du khách đến một điểm đến nào đó. Đối với ẩm thực, Fields (2002) khẳng định rằng ẩm thực đảm bảo được cả hai chức năng “kéo” và “đẩy” bằng việc “đẩy du khách ra khỏi những món ăn đã quá quen thuộc và thói quen ăn uống thường ngày” và “kéo họ đến với những nền ẩm thực mới mẻ và thú vị hơn”. Về khía cạnh thể chất, động lực của du khách thường liên quan đến những nhu cầu không được thỏa mãn trong cuộc sống thường ngày như sự thư giãn hoàn toàn, sự thay đổi thời tiết hoặc cảnh vật (Crompton, 2004) và việc nếm thử những món ăn mới đem đến những trải nghiệm khác lạ so với hằng ngày (Fields, 2002). Về văn hóa, Fields (2002) khẳng định những trải nghiệm ăn uống tại địa phương, trong đó có ẩm thực đường phố, mang lại rất nhiều kiến thức văn hóa đa dạng cho thực khách. Về khía cạnh địa vị và danh tiếng, những trải nghiệm này được xem là có mối quan hệ chặt chẽ và lâu dài với ẩm thực (Tannahill, 2002; Pilcher 2006), ví dụ như món trứng muối và rượu Sâm panh tại Tuscany của Ý đã từ lâu trở thành sản phẩm thể hiện sự đẳng cấp (Bessiere, 1998). Bên cạnh đó, Kim và cộng sự (2009) cho thấy mọi người không chỉ quan tâm đến việc thưởng thức ẩm thực đường phố mà còn muốn chia sẻ trải nghiệm độc đáo ấy cho bạn bè và người thân của họ.

### **2.3. Ảnh hưởng của ẩm thực đường phố đến sự hài lòng của du khách quốc tế**

Nghiên cứu của Lopez và Sanchez (2012) đề cập đến việc người du lịch hiện đại đang có xu hướng bị thôi thúc bởi những trải nghiệm mới thông qua việc viếng thăm những địa điểm có giá trị truyền thống và văn hóa đặc biệt. Trong số những giá trị ấy, trải nghiệm về ẩm thực tại một điểm đến được coi là một nguồn thỏa mãn sự hài lòng cho du khách (Getz, 2000; Ignatov và Smith, 2006). Bên cạnh đó còn rất nhiều nghiên cứu khác đã chỉ ra rằng, ẩm thực có ảnh hưởng rất mật thiết đối với sự hài lòng của du khách quốc tế, cụ thể: Tại Malaysia, nghiên cứu của Karim và cộng sự (2011) cho thấy sự thỏa mãn có mối quan hệ chặt chẽ với ý định hành vi của du khách đối với ẩm thực địa phương, trong đó sự thỏa mãn được cấu thành bởi hai bộ phận: hình ảnh ẩm thực cảm nhận (chất lượng, sự đa dạng, sự chân thực của ẩm thực) và sự hài lòng ẩm thực cảm nhận (giá trị cốt lõi, sự lựa chọn ẩm thực, khả năng tiếp cận).

Nghiên cứu của Boyne, Williams và Hall (2002) cho thấy trải nghiệm ẩm thực là một nhân tố chính đem lại sự hài lòng cho du khách và là một trong những hoạt động thích thú nhất của du khách trong suốt cuộc hành trình (Frochot, 2003).

Rust và Oliver (2000) chỉ ra rằng trải nghiệm một nền ẩm thực mới góp phần mang lại sự hào hứng cho mỗi người và đây được xem là phương tiện để cải thiện mối tương quan giữa kỳ vọng và sự hài lòng của thực khách. Kivela và Crofts (2006) đề cập rằng ẩm thực có thể làm gia tăng giá trị của chuyến đi, đặc biệt đối với những du khách tìm kiếm những trải nghiệm mới đòi hỏi sự thỏa mãn cao hơn.

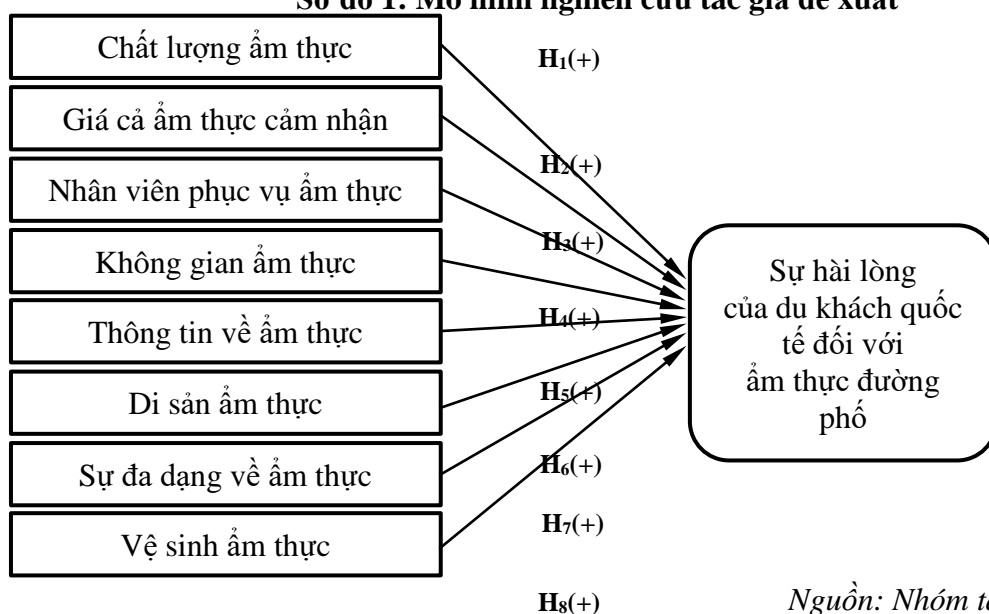
Cuối cùng, du khách có thể học hỏi được nhiều từ “văn hoá ẩm thực” ở các quốc gia khác nhau, do vậy nếu những điểm đến chú ý cải thiện được chất lượng dịch vụ ẩm thực thì có thể nâng cao sự hài lòng của du khách đối với điểm đến (Quan và Wang, 2004; Haven-Tang và Jones, 2006). Như vậy, tác giả nhận thấy rằng dựa vào những phản ứng về sự hài lòng, những người cung cấp hàng hóa và dịch vụ ẩm thực có khả năng thay đổi và nâng cao sự hài lòng thông qua cải tiến thuộc tính sản phẩm, dịch vụ và chất lượng của trải nghiệm ẩm thực tại điểm đến.

### **2.4. Đề xuất mô hình và các giả thuyết nghiên cứu**

Theo nhóm tác giả tìm hiểu, số lượng đề tài nghiên cứu chuyên sâu đối với lĩnh vực ẩm thực trong lĩnh vực du lịch hiện nay ở Việt Nam rất ít. Hơn nữa, đối tượng nghiên cứu của ẩm thực chủ yếu trong các ngành thực phẩm, công tác quản trị vệ sinh an toàn thực phẩm; hoặc nghiên cứu ẩm thực dưới góc nhìn văn hóa dân tộc. Theo đó, nghiên cứu về tác động của ẩm thực đường phố đến sự hài lòng của du khách quốc tế tại một điểm đến cụ thể là không nhiều. Những nghiên

cứu của các tác giả trong nước (Lê Chí Công và Đồng Xuân Đảm, 2016) đã tiến hành khám phá ảnh hưởng của ẩm thực địa phương đến sự hài lòng của du khách tại một địa điểm cụ thể là thành phố biển Nha Trang, tỉnh Khánh Hòa. Tuy nhiên, địa điểm này chưa phải là một nơi có nền ẩm thực bậc nhất và có tính khái quát cao cho nền ẩm thực của Việt Nam. Chính vì vậy, nhóm tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu bao gồm 8 nhân tố tác động đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với ẩm thực đường phố tại thành phố Hồ Chí Minh, bao gồm: (1) Chất lượng ẩm thực, (2) Giá cả ẩm thực cảm nhận, (3) Nhân viên phục vụ ẩm thực, (4) Không gian ẩm thực, (5) Thông tin về ẩm thực, (6) Di sản ẩm thực, (7) Sự đa dạng về ẩm thực, (8) Vệ sinh ẩm thực. Đồng thời mô hình nghiên cứu còn thực hiện kiểm định ảnh hưởng của các biến kiểm soát (giới tính, độ tuổi, trình độ học vấn và thu nhập) lên sự hài lòng của du khách quốc tế đối với ẩm thực đường phố tại thành phố Hồ Chí Minh. Dựa vào các luận giải ở trên, các giả thuyết nghiên cứu sau đây được đề xuất (Bảng 1a).

**Sơ đồ 1: Mô hình nghiên cứu tác giả đề xuất**



Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp

**Bảng 1a: Tổng hợp các giả thuyết nghiên cứu**

Giả thuyết	Diễn giải	Tương quan	Phát triển từ các nghiên cứu của
H1	Chất lượng ẩm thực	+	Haven-Tang và Jones (2006), Quan và Wang (2004), Chavarria và Panuwat (2017), Walker (2007)
H2	Giá cả ẩm thực cảm nhận	+	Pyo và McLellan (1991), Jones và Jenkins (2002), Lê Chí Công và Đồng Xuân Đảm (2016)
H3	Nhân viên phục vụ ẩm thực	+	Parasuraman và cộng sự (1994), Werner (2007), Chavarria và Panuwat (2017), Miller và cộng sự (2008)
H4	Không gian ẩm thực	+	Walker (2007), Lewis và Chambers (1990), Hendijani (2016), Cho và cộng sự (2011)
H5	Thông tin về ẩm thực	+	Quan và Wang (2004), Lê Chí Công và Đồng Xuân Đảm (2016), Yusuf (2017)



H6	Di sản ẩm thực	+	Lysaght (1998), Rusher (2003), Chavarria và Panuwat (2017), Hendijani (2016)
H7	Sự đa dạng về ẩm thực	+	Jalis và cộng sự (2009), Berry và cộng sự (2002), Amornrat (2015)
H8	Vệ sinh ẩm thực	+	Yusuf (2017), Kim và cộng sự (2016), Chavarria và Panuwat (2017)

*Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp*

**Bảng 1b: Nguồn gốc các thang đo**

Khái niệm	Số biến quan sát	Nguồn
Chất lượng ẩm thực	05	Lê Chí Công và Đồng Xuân Đảm (2016)
Giá cả ẩm thực cảm nhận	05	Lê Chí Công và Đồng Xuân Đảm (2016)
Nhân viên phục vụ ẩm thực	04	Lê Chí Công và Đồng Xuân Đảm (2016)
Không gian ẩm thực	04	Lê Chí Công và Đồng Xuân Đảm (2016)
Thông tin ẩm thực	04	Lê Chí Công và Đồng Xuân Đảm (2016)
Di sản ẩm thực	04	Yusuf (2007) Hendijani (2016) Roozbeh và cộng sự (2013)
Sự đa dạng về ẩm thực	04	Lê Chí Công và Đồng Xuân Đảm (2016) Hendijani (2016) Karim và cộng sự (2011)
Vệ sinh ẩm thực	05	Cho và cộng sự (2011) Chavarria và Panuwat (2017)
Sự hài lòng của du khách quốc tế	05	Lê Chí Công và Đồng Xuân Đảm (2016)

*Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp*

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### **Nghiên cứu được tiến hành qua 2 giai đoạn:**

(1) *Nghiên cứu sơ bộ:* tham khảo các mô hình và có sự điều chỉnh để phù hợp với tình hình thực tế tại Việt Nam, từ đó đưa ra thang đo và bảng hỏi. Sau đó, nhóm tác giả sử dụng phương

pháp khảo sát thử nghiệm với 60 du khách trong khoảng thời gian từ ngày 01 tháng 09 đến ngày 07 tháng 01 năm 2018 để đánh giá lại bảng câu hỏi trước khi tiến hành nghiên cứu chính thức.

(2) *Nghiên cứu chính thức*: được thực hiện bằng phương pháp định lượng để kiểm định lại mô hình đo lường cũng như các giả thuyết trong mô hình. Mẫu nghiên cứu được thu thập bằng phương pháp thuận tiện – phi xác suất, phỏng vấn trực tiếp bằng bảng khảo sát giấy tại những khu phố ẩm thực đường phố sầm uất nhất hiện nay tại TP.HCM (Công viên 23/09, phố đi bộ ẩm thực Bùi Viện, khu chợ ẩm thực dưới lòng đất Asiana Food Town, khu chợ phiên ẩm thực đường phố cuối tuần Saigon Central Market, khu ẩm thực chợ Bến Thành, phố đi bộ Nguyễn Huệ và Đồng Khởi) để thu thập dữ liệu. Thời gian thực hiện từ ngày 15 đến ngày 29 tháng 01 năm 2018, với 203/240 phiếu hợp lệ đưa vào phân tích định lượng bằng phần mềm SPSS 20.0 với phương pháp phân tích dữ liệu chính sau đây:

- ❖ Hệ số Cronbach's alpha được sử dụng để đánh giá độ tin cậy của thang đo và chất lượng của các biến sử dụng. Hệ số Cronbach's alpha từ 0,7 trở lên là tiêu chuẩn để chọn thang đo và các biến quan sát có hệ số tương quan biến – tổng (item – total correlation) nhỏ hơn 0,3 sẽ bị loại. Ngoài ra, hệ số Cronbach's alpha của thang đo nếu loại biến lớn hơn hệ số Cronbach's alpha của thang đo thì nên xem xét loại biến đó ra khỏi thang đo (Nunnally và Bernstein, 1994).

- ❖ Tiếp theo, nhóm tác giả tiến hành phân tích nhân tố khám phá EFA kết hợp thực hiện phép xoay vuông góc Varimax để thu nhỏ và gom các biến lại thành các nhân tố, xem xét mức độ hội tụ của các biến quan sát theo từng thành phần và giá trị phân biệt giữa các nhân tố. Trị số của KMO lớn (giữa 0,5 và 1) là điều kiện đủ để phân tích nhân tố thích hợp, còn nếu trị số này nhỏ hơn 0,5 thì phân tích nhân tố có khả năng không thích hợp với các dữ liệu (Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc, 2008); phương sai trích phải đạt từ 50% trở lên (Hair và cộng sự, 2010), trị số eigenvalue phải lớn hơn 1; hệ số tải nhân tố (factor loading) phải lớn hơn 0,5 (Hair và cộng sự, 2010).

- ❖ Để kiểm tra mối quan hệ tuyến tính giữa các biến độc lập và phụ thuộc, nhóm tác giả thực hiện Phân tích tương quan Pearson, điều kiện thỏa mãn tính tương quan giữa hai biến là hệ số Pearson lớn hơn 0,3 ở mức ý nghĩa Sig. nhỏ hơn 0,05 (Nguyễn Đình Thọ, 2012).

- ❖ Phân tích hồi quy tuyến tính bội: Phân tích hồi quy không phải chỉ là việc mô tả các dữ liệu quan sát được. Từ các kết quả quan sát được trong mẫu, ta phải suy rộng ra kết luận cho mối liên hệ giữa các biến trong tổng thể. Sự chấp nhận và diễn dịch kết quả hồi quy không thể tách rời các giả định cần thiết và những chuẩn đoán về sự vi phạm các giả định đó. Nếu các giả định bị vi phạm thì các kết quả ước lượng không đáng tin cậy (Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc, 2008).

- ❖ Cuối cùng là Kiểm định t-test và ANOVA một chiều đối với các biến nhân khẩu học nhằm khám phá sự ảnh hưởng của các biến nhân khẩu học (gồm: giới tính, độ tuổi, trình độ học vấn, thu nhập) đến biến phụ thuộc là sự hài lòng của du khách quốc tế đối với ẩm thực đường phố.

#### 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

##### 4.1 Mô tả mẫu nghiên cứu:

Trong tổng số 240 du khách quốc tế tham gia trả lời bảng câu hỏi, có 203 phiếu câu hỏi đưa vào phân tích, chiếm tỷ lệ 84,58%. Sau đó, dữ liệu từ các bảng khảo sát này được tác giả mã hóa và nhập liệu vào phần mềm Excel 2013 để làm sạch dữ liệu. Qua quá trình này, có 12 ô trống được phát hiện do đáp viên quên đánh vào câu trả lời. Dựa trên nghiên cứu của Nguyễn Đình Thọ (2012) chỉ dẫn, tác giả thay giá trị ô trống bằng trung bình của tất cả các trả lời còn lại.

Về đặc điểm nhân khẩu học của mẫu qua Bảng 4a ta thấy mẫu có tỉ lệ nam nữ khá cân bằng. Nhóm tuổi có số lượng chiếm ưu thế là từ 26 – 35 tuổi và 36 – 45 tuổi. Nhóm khách du lịch có quốc tịch châu Âu và châu Mỹ có tỉ lệ cao hơn so với các nhóm còn lại. Cuối cùng, đa số khách du lịch trong mẫu khảo sát có trình độ học vấn cao nhất là bậc đại học và chứng chỉ nghề.

**Bảng 4a: Mô tả mẫu nghiên cứu**

Chỉ tiêu	Tần số	Tỷ lệ (%)
Giới tính	Nam	47,8
	Nữ	52,2

Chỉ tiêu		Tần số	Tỷ lệ (%)
	Tổng	203	100%
Tuổi	18 – 25	28	13,8
	26 – 35	80	39,4
	36 – 45	74	36,5
	> 45	21	10,3
	Tổng	203	100%
Quốc tịch	Châu Á	32	15,8
	Châu Âu	53	26,1
	Châu Mỹ	42	20,7
	Châu Đại Dương	35	17,2
	Khác	41	20,2
	Tổng	203	100%
Trình độ	Phổ thông	16	7,9
	Chứng chỉ nghề	73	36,0
	Đại học	86	42,4
	Sau đại học	28	13,8
	Tổng	203	100%

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp

Bảng 4b thể hiện một số đặc điểm về hoạt động du lịch tại TP.HCM của khách quốc tế trong mẫu. Ta có thể thấy số lượng khách du lịch lần đầu tiên đến viếng thăm là khá cao, tuy nhiên số lượng du khách quay trở lại (trên 2 lần) chiếm ưu thế hơn (chiếm khoảng một nửa số lượng khách du lịch được khảo sát). Và thời gian kì nghỉ của khách du lịch trong mẫu đa phần kéo dài từ 3 – 5 ngày, chiếm khoảng gần 50% số lượng phiếu trả lời.

**Bảng 4b: Đặc điểm kì nghỉ của khách du lịch tại TP.HCM**

Chỉ tiêu		Tần số	Tỷ lệ (%)
Số lần đến thăm	1 lần	72	35,5
	2 lần	55	27,1
	3 lần	43	21,2
	Trên 3 lần	33	16,3
	Tổng	203	100%
Độ dài chuyến đi	1 – 2 ngày	52	25,6
	3 – 5 ngày	97	47,8
	Trên 5 ngày	54	26,6
	Tổng	203	100%
Người đi cùng	Một mình	37	18,2
	Gia đình	45	22,2
	Bạn bè	56	27,6
	Đối tác	39	19,2
	Khác	26	12,8
	Tổng	203	100%

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp

#### 4.2 Kết quả nghiên cứu:

Sau khi phân tích Cronbach Alpha qua 2 lần, có tổng cộng 5 biến không đạt yêu cầu bao gồm: PRI4 (biến thuộc nhân tố đo lường giá cả ẩm thực cảm nhận), STA4 (biến thuộc nhân tố đo lường nhân viên phục vụ ẩm thực), ENV3 (biến thuộc nhân tố đo lường không gian ẩm thực), INF4 (biến thuộc nhân tố đo lường thông tin ẩm thực), VAR1 (biến thuộc nhân tố đo lường sự đa dạng về ẩm thực), các thang đo giá cả, nhân viên, môi trường, thông tin và sự đa dạng về ẩm thực đạt yêu cầu vì hệ số Cronbach's alpha của tất cả các thang đo này lớn hơn 0,7; các biến còn

lại đều có hệ số tương quan biến – tổng lớn hơn 0,3 và không có hệ số Cronbach's alpha nếu loại biến tăng.

Qua lớp phân tích nhân tố khám phá EFA: Kết quả EFA lần 1 cho kết quả Sig. = 0,000 < 0,05 cho thấy điều kiện cần để áp dụng phân tích nhân tố đạt yêu cầu. Chỉ số KMO = 0,786 > 0,5 cho thấy điều kiện đủ để phân tích nhân tố là thích hợp. Kết quả EFA lần 1 cho thấy 9 nhân tố được trích tại Eigenvalues là 1,123 và tổng phương sai trích được là 64,933%. Tuy nhiên, có biến HER2 có trọng số tải lên cả ở hai nhóm và hai giá trị này chênh lệch nhau không tới 0,3. Do vậy để đảm bảo "giá trị phân biệt", theo Jabnoun và Al-Tamimi (2003) tác giả quyết định loại biến HER2 ra khỏi ma trận xoay để phân tích EFA lần 3. Kết quả phân tích EFA lần 2 cho thấy: Sig. = 0,000 < 0,05 và chỉ số KMO = 0,789 > 0,5 cho thấy điều kiện để áp dụng phân tích nhân tố là đạt yêu cầu. Kết quả EFA lần 2 cho thấy 9 nhân tố được trích tại Eigenvalues là 1,089 và tổng phương sai trích được là 65,365% cho biết 9 nhân tố giải thích được 65,365% sự biến thiên của dữ liệu. Từ 40 biến quan sát độc lập và phụ thuộc ban đầu, sau khi thực hiện phân tích nhân tố khám phá EFA qua hai lần thì tác giả thu được kết quả gồm 34 biến quan sát hình thành 9 nhân tố, các nhóm đều giữ nguyên trật tự các biến quan sát và không bị xáo trộn.

Trước khi tiến hành phân tích hồi quy, phân tích tương quan Pearson được tiến hành và cho thấy tất cả các biến độc lập đều có tương quan với biến phụ thuộc vì các giá trị Sig. của các hệ số tương quan đều nhỏ hơn 5%. Cụ thể, ta thấy tương quan giữa biến CLAT và GCAT đối với biến phụ thuộc SHL là cao vì hệ số tương quan lớn hơn 0,4. Các biến TTAT, DSAT và biến phụ thuộc SHL có mối tương quan khá mạnh vì hệ số tương quan lớn hơn 0,3. Ngoài ra, hệ số tương quan giữa các biến độc lập còn lại: VSAT, DDAT, NVAT, KGAT lần lượt tương ứng với biến phụ thuộc khá thấp cho thấy mối tương quan khá yếu giữa các biến độc lập này với biến phụ thuộc SHL. Tuy vậy, Sig. của các cặp biến này vẫn nhỏ hơn 5% nên vẫn đủ điều kiện để đưa vào phân tích mô hình hồi quy ở bước tiếp theo để giải thích cho biến phụ thuộc SHL.

Kết quả hồi quy OLS cho ra hệ số  $R^2 = 0,525$  và hệ số  $R^2$  hiệu chỉnh = 0,506.  $R^2$  hiệu chỉnh phản ánh sát hơn mức độ phù hợp của mô hình hồi quy tuyến tính bội vì  $R^2$  hiệu chỉnh không phụ thuộc vào độ lệch phóng đại của  $R^2$ . Kết quả  $R^2$  hiệu chỉnh = 0,506 có ý nghĩa là 8 nhân tố độc lập đã giải thích được 50,6% sự biến thiên của biến phụ thuộc là các nhân tố của ảnh hưởng phổ biến ảnh hưởng đến sự hài lòng của du khách quốc tế tại TP.HCM. Như vậy, mô hình đề xuất giải thích được phần lớn các yếu tố ảnh hưởng đến sự hài lòng của du khách. Mặt khác, 49,4% sự biến thiên còn lại của sự hài lòng của khách du lịch được giải thích bởi các nhân tố khác chưa biết hoặc chưa đưa vào mô hình hồi quy.

**Bảng 4.2: Kết quả hồi quy OLS**

Biến độc lập	Hệ số chưa chuẩn hóa		Hệ số chuẩn hóa	Thống kê t	Sig.	Độ phóng đại phương sai (VIF)
	$\beta$	Sai số chuẩn	Beta			
(hệ số chặn)	-0,377	0,276		-1,366	0,174	
CLAT	0,223	0,040	0,308	5,552	0,000	1,255
GCAT	0,173	0,041	0,250	4,196	0,000	1,446
NVAT	0,109	0,034	0,165	3,193	0,002	1,088
KGAT	0,091	0,033	0,154	2,737	0,007	1,301
TTAT	0,093	0,040	0,130	2,328	0,021	1,270
DSAT	0,095	0,041	0,131	2,291	0,023	1,328
DDAT	0,178	0,047	0,212	3,775	0,000	1,292
VSAT	0,151	0,036	0,215	4,248	0,000	1,044
$R^2 = 0,525$ $R^2$ hiệu chỉnh = 0,506				Thống kê Durbin – Watson = 1,969		
Thống kê F = 26,815				Sig. = 0,000		

*Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp*

Kết quả kiểm định cho giá trị thống kê F = 26,815 với giá trị Sig. = 0,000 < 0,05 nên ta kết luận mô hình hồi quy tuyến tính bội xây dựng được phù hợp với tập dữ liệu, các biến độc lập trong mô hình có tác động đến biến phụ thuộc. Như vậy, ta có thể kết luận mô hình phù hợp. Mặt khác, trong 8 biến độc lập đưa vào mô hình, thì tất cả 8 biến có giá trị Sig. < 5% chứng tỏ cả 8 biến trên thực sự có tác động đến sự hài lòng của du khách quốc tế. Dấu hệ số  $\beta$  của 8 biến có ý

nghĩa trong mô hình đều dương cho thấy các biến chất lượng ẩm thực, giá cả ẩm thực cảm nhận, nhân viên phục vụ ẩm thực, không gian ẩm thực, thông tin về ẩm thực, di sản ẩm thực, sự đa dạng về ẩm thực, vệ sinh ẩm thực có tác động cùng chiều đến sự hài lòng của khách du lịch quốc tế. Điều này phù hợp với giả thuyết nghiên cứu đã đề ra.

Bên cạnh đó, kết quả phân tích cho thấy Durbin – Watson ( $d$ ) = 1,969 gần bằng 2 tại Bảng 4.2. Vậy các phần dư không có tương quan chuỗi bậc nhất với nhau, vì vậy hệ số tương quan tổng thể của các phần dư = 0 (không có tự tương quan chuỗi bậc nhất). Hơn nữa, hệ số phóng đại phương sai VIF được sử dụng để kiểm tra đa cộng tuyến. Mô hình có dấu hiệu đa cộng tuyến khi VIF vượt quá 10. Kết quả phân tích tại Bảng 4.2 cho thấy VIF của tất cả các biến độc lập đều nằm trong khoảng 1,044 đến 1,446 nên ta có thể kết luận không có hiện tượng đa cộng tuyến.

Cuối cùng, kết quả kiểm định sự khác nhau về sự hài lòng của du khách quốc tế theo giới tính, độ tuổi, trình độ, thu nhập bằng kiểm định t-test và phân tích ANOVA một chiều đa phần không cho thấy sự khác biệt giữa các nhóm đối tượng theo các đặc điểm nhân khẩu học này.

## **5. Kết luận và một số đề xuất**

### **5.1. Các hàm ý và đề xuất**

Ẩm thực được coi là thế mạnh của du lịch Việt Nam nói chung và TP.HCM nói riêng. Để phát huy thế mạnh, khai thác triệt để lợi thế và tiềm năng phát triển của ẩm thực đường phố tại TP.HCM cần có những thay đổi, định hướng của các doanh nghiệp nội địa, nước ngoài và sự quan tâm từ các cơ quan nhà nước có liên quan.

#### ***Thứ nhất, những đề xuất đối với doanh nghiệp nội địa:***

*Về chất lượng ẩm thực*, kết quả nghiên cứu cho thấy yếu tố chất lượng ẩm thực có ảnh hưởng lớn nhất đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với ẩm thực đường phố. Các doanh nghiệp cần đầu tư đặc biệt trong việc cải thiện và nâng cao chất lượng các món ăn đường phố. Cụ thể doanh nghiệp và cơ sở kinh doanh nên đảm bảo nguồn nguyên vật liệu đầu vào tươi ngon bằng việc xây dựng một hệ thống các tiêu chuẩn đầu vào, nên chủ động thể hiện và xác minh món ăn có nguồn gốc xuất xứ, đáng tin cậy nhằm gia tăng sự an tâm của thực khách quốc tế. Ngoài ra, các đơn vị kinh doanh cần định hướng phát triển đúng yêu cầu của ẩm thực hiện đại như có lợi cho sức khỏe và thanh vị.

*Về giá cả ẩm thực cảm nhận*, kết quả phân tích cho thấy yếu tố giá cả ẩm thực cảm nhận có ảnh hưởng tích cực và lớn thứ hai đối với sự hài lòng của du khách quốc tế. Vì vậy các cơ sở kinh doanh ẩm thực nên tiến hành niêm yết giá tiền các món ăn ở mức phù hợp, nhất là trong mùa cao điểm du lịch. Ngoài ra, các cơ sở kinh doanh nên xây dựng các chương trình khuyến mãi như quà tặng, chiết khấu... nhằm thu hút thêm số lượng thực khách. Dựa trên đặc điểm của khách du lịch quốc tế có tần suất quay trở lại thấp và thời gian khá lâu nên các cơ sở nên xây dựng các chương trình chiết khấu cho du khách theo số lượng hoặc theo ngày trong tuần.

*Về nhân viên phục vụ ẩm thực*, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra yếu tố nhân viên phục vụ ẩm thực có ảnh hưởng lớn đến sự hài lòng của du khách khi đánh giá về ẩm thực đường phố. Nhân viên phục vụ không những tạo ấn tượng cho du khách mà còn tạo nên nét đẹp về sự mến khách của người dân Việt Nam nói chung, người Sài Gòn nói riêng. Các đơn vị kinh doanh nên tự xây dựng cho mình những quy tắc giao tiếp ứng xử dành cho nhân viên phục vụ để thực khách cảm thấy thoải mái và hài lòng nhất khi trải nghiệm ẩm thực tại quán ăn; chú trọng kỹ năng giao tiếp, tăng cường kiến thức về món ăn cũng như vốn ngoại ngữ cho nhân viên để tư vấn cho du khách một cách đầy đủ, dễ hiểu, tránh việc du khách bị dị ứng với các thành phần trong món ăn.

*Về không gian ẩm thực*, kết quả phân tích cho thấy yếu tố không gian ẩm thực có ảnh hưởng lớn đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với ẩm thực đường phố. Do vậy, các quán ăn nên chú trọng đầu tư vào việc trang trí không gian tại quán độc đáo, mới lạ kết hợp với thiết kế truyền thống của Việt Nam sẽ tạo ấn tượng sâu đậm, thu hút được thực khách đến thưởng thức món ăn.

*Về thông tin ẩm thực*, kết quả phân tích hồi quy cho thấy yếu tố thông tin ẩm thực có ảnh hưởng thấp nhất đến sự hài lòng của thực khách. Tuy nhiên, trên thực tế đây là một yếu tố rất



quan trọng và góp phần đáng kể trong việc quảng bá hình ảnh của ẩm thực đường phố tại TP.HCM và Việt Nam nói chung. Các cơ sở ăn uống nên phối hợp chặt chẽ nâng cao vai trò của hướng dẫn viên, nhân viên khách sạn, lái xe và các công ty du lịch vì những chủ thể này sẽ là những kênh truyền tải thông tin nhanh nhất trong việc giới thiệu về ẩm thực và các món ngon tới du khách quốc tế. Bên cạnh đó, các cơ sở ăn uống cần hợp tác chặt chẽ với các cơ quan ban ngành, các đơn vị truyền thông để quảng bá các món ăn đặc trưng trên website uy tín, tạp chí, ấn phẩm du lịch một cách bài bản. Như vậy, du khách sẽ biết đến các món ăn ngon, độc đáo và tìm tới thưởng thức.

*Về sự đa dạng ẩm thực*, kết quả hồi quy chỉ ra yếu tố đa dạng ẩm thực có tác động mạnh đến sự hài lòng của du khách quốc tế. Các cơ sở kinh doanh ẩm thực đường phố cần nâng cao trình độ tay nghề chế biến, đầu tư phát triển đội ngũ đầu bếp nhằm đa dạng hóa cách thức chế biến, cách trang trí, hơn nữa có thể kết hợp phong cách ẩm thực quốc tế nhằm đa dạng hóa sản phẩm ẩm thực.

*Về di sản ẩm thực*, kết quả nghiên cứu khám phá ra yếu tố di sản ẩm thực có ảnh hưởng đáng kể đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với ẩm thực đường phố. Các cơ sở ăn uống nên chủ động tham gia vào các gian hàng lễ hội ẩm thực đường phố để giới thiệu cách chế biến món ăn ngon cho du khách và khuyến khích sự tham gia của họ vào quá trình chọn lựa thực phẩm, chế biến món ăn. Ngoài ra các đơn vị kinh doanh dịch vụ du lịch lữ hành nên phối hợp với các cơ sở kinh doanh ẩm thực đường phố tổ chức các tour học nấu các món ăn vặt đơn giản, dễ làm cho du khách có thể trải nghiệm.

*Về vệ sinh an toàn thực phẩm*, kết quả nghiên cứu cho thấy giá trị trung bình của các biến thuộc thang đo vệ sinh ẩm thực có giá trị thấp hơn các thang đo khác, như vậy mức độ đồng ý và hài lòng của du khách còn khá thấp về vấn đề vệ sinh. Đây đang là vấn đề nhức nhối của xã hội vì an toàn thực phẩm phụ thuộc vào lương tâm của người bán hàng, điều này đòi hỏi chính bản thân đơn vị kinh doanh cần có sự cam kết và thể hiện trách nhiệm xã hội của chính mình trong việc thu mua nguyên vật liệu, quá trình chế biến, phục vụ sạch sẽ và hợp vệ sinh, đảm bảo an toàn sức khỏe cho thực khách.

#### ***Thứ hai, một số đề xuất đối với các doanh nghiệp nước ngoài có liên quan:***

Với những thế mạnh của Việt Nam, xu hướng đầu tư vào lĩnh vực dịch vụ, thực phẩm ngày càng trở nên phổ biến đối với các doanh nghiệp nước ngoài. Các doanh nghiệp nước ngoài có thể cân nhắc hình thức phát triển các Food Court (các gian hàng bày bán đồ uống và thức ăn nhanh) tại các trung tâm thương mại hoặc mô hình khu ẩm thực đường phố truyền thống. Bên cạnh đó, doanh nghiệp nước ngoài nên chủ động liên kết, hợp tác kinh doanh với các doanh nghiệp tại Việt Nam qua hình thức nhượng quyền, cấp phép,... nhằm tận dụng tối đa lợi thế so sánh của Việt Nam về lao động, nguồn nông sản, thực phẩm phong phú và dồi dào. Đối với các doanh nghiệp lữ hành tại nước ngoài nên tổ chức thêm những tour outbound đến TP.HCM và cùng hợp tác tổ chức chương trình du lịch ẩm thực và nhằm khai thác tối đa thế mạnh ẩm thực ở các điểm du lịch tại Việt Nam và trao đổi văn hóa ẩm thực giữa các quốc gia trên thế giới.

#### ***Thứ ba, một số khuyến nghị đối với cơ quan nhà nước có liên quan:***

Trên thực tế, những tụ điểm về ẩm thực đường phố còn rất ít cũng như tình hình kinh doanh dàn trải khiến việc quản lý chất lượng của các cơ quan chính quyền bị hạn chế rất nhiều. Do vậy, Sở Du lịch nên đề xuất với Chính quyền TP.HCM khuyến khích các đơn vị đầu tư thêm vào lĩnh vực tiềm năng này, ngoài ra nên hướng đến vận động các đơn vị kinh doanh ẩm thực đường phố theo từng cụm. Sở Du lịch nên tiếp tục thường xuyên tổ chức các hoạt động liên hoan, lễ hội ẩm thực đường phố nhằm giới thiệu những món ăn, nét ẩm thực đặc sắc của thành phố đến với du khách quốc tế, tạo thêm nhiều sản phẩm du lịch mới, thu hút được nhiều du khách trong và ngoài nước đến với thành phố. Đồng thời kết hợp cùng Sở Y tế và các cơ quan ban ngành khác trong việc tuyên truyền, khuyến khích các cơ sở kinh doanh gìn giữ và phát huy các yếu tố truyền thống trong văn hoá ẩm thực Việt Nam. Cơ quan quản lý tại TP.HCM tiến hành các biện pháp quản lý trật tự vỉa, phân chia ranh giới kinh doanh ẩm thực đường phố, đồng thời đảm bảo vỉa hè được sạch sẽ và thông thoáng cho việc đi lại, mặt khác có những chính sách khuyến khích hoạt

động của các gánh hàng rong nhưng phải quản lý chặt chẽ về thời gian, địa điểm, vấn đề vệ sinh, an toàn thực phẩm bởi vì hình ảnh tượng trưng trong văn hoá Việt Nam khó có thể tìm thấy ở những thành phố khác trên thế giới.

## 5.2. Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo

Theo kết quả nghiên cứu, mô hình chỉ giải thích được 50,6% sự biến thiên sự hài lòng của du khách quốc tế khi trải nghiệm ẩm thực đường phố tại TP.HCM. Mặt khác nghiên cứu này chỉ tập trung điều tra khách du lịch quốc tế đến TP.HCM, trong khi ẩm thực đường phố Việt Nam mang tính vùng miền. Bên cạnh đó, đối tượng nghiên cứu là du khách quốc tế, nhưng bảng câu hỏi bằng tiếng Anh nên đối tượng du khách mà nghiên cứu tập trung vào là du khách có khả năng giao tiếp bằng tiếng Anh.

Với những hạn chế này, nhóm tác giả đề xuất một số hướng nghiên cứu tiếp theo.

*Một là*, xem xét có hay không sự tác động của các nhân tố khác ảnh hưởng đến sự hài lòng của du khách quốc tế đối với ẩm thực đường phố như: cảm xúc, xem xét giá trị văn hóa và tri thức tách riêng khỏi yếu tố di sản ẩm thực,...

*Hai là*, tác giả đề xuất dịch bảng câu hỏi ra nhiều ngôn ngữ khác nhau và mở rộng cỡ mẫu và sử dụng phương pháp chọn mẫu xác suất để tăng thêm tính đại diện cho tổng thể. Ngoài ra, cần nghiên cứu ở các địa điểm du lịch nổi tiếng tương tự trên lãnh thổ Việt Nam như thủ đô Hà Nội, thành phố Huế, Hội An, có thể nghiên cứu rộng hơn trên quy mô vùng miền (Bắc, Trung, Nam) hoặc toàn quốc gia để phát hiện những khác biệt trong thái độ và hành vi của khách du lịch quốc tế đối với ẩm thực đường phố và với ẩm thực Việt Nam nói chung.

*Ba là*, nhìn chung, kết quả kiểm định sự khác nhau về sự hài lòng của du khách quốc tế theo giới tính, độ tuổi, trình độ, thu nhập bằng kiểm định t-test và phân tích ANOVA một chiều đa phân không cho thấy sự khác biệt giữa các nhóm đối tượng theo các đặc điểm nhân khẩu học này. Nguyên nhân gây ra kết quả này có thể do quá trình chọn mẫu chưa mang tính đại diện cao giữa các nhóm đối tượng. Hơn nữa, do phương pháp xử lý bằng kiểm định t-test và phân tích ANOVA một chiều thực sự chưa mang tính hiệu quả trong tình huống này. Do vậy, tác giả đề xuất nên sử dụng những kiểm định cao cấp, khó và phức tạp hơn nhằm khám phá ra sự khác biệt giữa các nhóm, cụ thể như có thể so sánh sự khác biệt về ảnh hưởng của yếu tố giá cả, chất lượng,... đến sự hài lòng giữa du khách quốc tế nam và nữ giới, giữa những du khách quốc tế thuộc các nhóm có độ tuổi, trình độ, thu nhập,... khác nhau.

### DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Amornrat Pattarakitham, 2015, *The Influence of Customer Interaction, Variety, and Convenience on Customer Satisfaction and Revisit Intention: A Study of Shopping Mall in Bangkok*, Journal of Economics, Business and Management, số 3 (11), tr. 1072-1075.
- [2] Belisle, F. J., 1984, *Tourism and food imports*, Economic Development and Cultural Change, số 32 (4), tr. 819-842.
- [3] Berry, L. L., K. Seiders, and D. Grewal, 2002, *Understanding service convenience*, Journal of Marketing, số 66, tr. 1-17.
- [4] Bessiere, J., 1998, *Local development and heritage: Traditional food and cuisine as tourist attractions in rural areas*, European Society for rural Sociology, số 38(1), tr. 22-37.
- [5] Boyne, S., & Hall, D., 2003, *Managing food and tourism developments: issues for planning and opportunities to add value*, Food tourism around the world: Development, management and markets, tr. 285-295.
- [6] Boyne, S., Hall, D., & Williams, F., 2003, *Policy, support and promotion for food related tourism initiatives: A marketing approach to regional development*, Food, Wine and tourism Marketing. Binghamton: Haworth Hospitality Press.
- [7] Boyne, S., Williams, F., & Hall, D. R., 2002, *On the trail of regional success: Tourism food production and the Isle of Arran Taste Trail*, Tourism and Gastronomy, tr. 91-114.
- [8] Chavarria, L. C. T., & Punawat Phakdee-auksorn., 2017, *Understanding international tourists' attitudes towards street food in Phuket, Thailand*, Tourism Management Perspectives, số 21, tr. 66-73.

- [9] Cho, K., Park, S. and Joo, N., 2011, *Study on a model of street vended food choices*, Nutrition research and practice, số 5(5), tr. 481-488.
- [10] CNN, 2017, *Best 23 cities for street food from Miami to Tokyo*. Tại địa chỉ: <<http://edition.cnn.com/travel/article/best-cities-street-food/index.html>> [truy cập ngày 13 tháng 10 năm 2017]
- [11] Codex International Food Guidelines, 1999, *Revised Regional Guidelines for the Design of Control Measures for Street-Vended Foods in Africa*, CAC/GL-22R. WHO/FAO, Rome.

# SỰ HÀI LÒNG TRONG CÔNG VIỆC, LÒNG TRUNG THÀNH VÀ MỨC ĐỘ GẮN KẾT ĐỐI VỚI TỔ CHỨC CỦA NHÂN VIÊN THẾ HỆ MILLENNIALS (ĐỘ TUỔI 20 – 34) TRÊN ĐỊA BÀN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

SV: Nguyễn Huỳnh Đoan Trang, Võ Thị Huỳnh Yến,  
Trần Ngọc Kim Ngân, Phan Lê Hồng Ngọc  
Trường Đại học Ngoại thương, cơ sở II tại TP.HCM  
GVHD: Ths Nguyễn Tuấn Dương

## TÓM TẮT

*Nghiên cứu này sử dụng phương pháp định lượng nhằm xác định các nhân tố tác động đến sự hài lòng của nhân viên thế hệ millennials (độ tuổi 20 – 34). Đồng thời, mối quan hệ giữa sự hài lòng mức độ gắn kết với tổ chức với vai trò trung gian của lòng trung thành với tổ chức cũng được xem xét và kiểm định. Dựa trên 323 mẫu khảo sát đạt yêu cầu thu được bằng phương pháp chọn mẫu thuận tiện trên địa bàn Tp. Hồ Chí Minh, nhóm tác giả thực hiện phương pháp nhân tích nhân tố khám phá EFA và phương pháp phân tích nhân tố khẳng định CFA, sau đó mô hình và các giả thuyết nghiên cứu được kiểm định thông qua phương pháp phân tích hệ số tương quan Pearson và phân tích mô hình cấu trúc tuyến tính SEM. Kết quả cho thấy 04 nhân tố ảnh hưởng đến sự hài lòng trong công việc của nhóm đối tượng theo thứ tự từ giảm dần như sau: (1) Tiền lương và phúc lợi; (2) Quy trình và điều kiện làm việc; (3) Phong cách lãnh đạo; (4) Cơ hội đào tạo và thăng tiến. Đồng thời, lòng trung thành đóng vai trò biến trung gian một phần trong mối quan hệ giữa sự hài lòng và sự gắn kết cũng được chỉ ra. Từ đó, các hàm ý nghiên cứu đối với doanh nghiệp trong việc đảm bảo sự hài lòng, lòng trung thành và mức độ gắn kết với tổ chức của nhân viên thế hệ millennials cũng được trình bày. Đồng thời, các hạn chế của nghiên cứu và hướng nghiên cứu trong tương lai cũng được chỉ ra.*

**Từ khóa:** gắn kết với tổ chức, lòng trung thành, millennials, sự hài lòng.

## 1. Giới thiệu

Vấn đề tuyển dụng và giữ chân nhân tài là điều then chốt đối với sự phát triển của doanh nghiệp. Vì vậy, việc tìm hiểu những yếu tố ảnh hưởng đến sự hài lòng, lòng trung thành, từ đó dẫn đến sự gắn kết của nhân viên với tổ chức trở thành một trong những ưu tiên hàng đầu ở nhiều công ty. Từ đó, doanh nghiệp mới có thể tìm hiểu và thực hiện những chính sách khiến nhân viên hài lòng, tăng hiệu suất làm việc và phát triển tổ chức.

Trước tình hình thế hệ Millennials đang dần trở thành lực lượng lao động nòng cốt, chiếm 51% trong lực lượng lao động Việt Nam (Tổng cục Thống kê, 2016), việc nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến sự hài lòng, lòng trung thành và sự gắn kết của thế hệ này đối với tổ chức là điều vô cùng thiết yếu, bởi sự ảnh hưởng của thế hệ này lên các doanh nghiệp và nền kinh tế, xã hội Việt Nam là rất lớn.

Bên cạnh đó, muốn tìm ra mong muốn của thế hệ Millennials trong công việc, cần tìm hiểu các nhân tố ảnh hưởng đến sự hài lòng, từ đó ảnh hưởng đến việc họ sẽ trung thành, cống hiến và gắn kết lâu dài với tổ chức như thế nào. Tuy nhiên, các nghiên cứu tập trung vào đối tượng nhân viên Millennials vẫn còn hạn chế. Do đó, nhóm tác giả chọn đề tài “Sự hài lòng trong công việc, lòng trung thành và mức độ gắn kết đối với tổ chức của nhân viên thế hệ Millennials (độ tuổi 20 – 34) trên địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh” với mục đích cung cấp cơ sở khoa học về các nhân tố ảnh hưởng đến sự hài lòng trong công việc và mối quan hệ giữa sự hài lòng, lòng trung thành với mức độ gắn kết của nhân viên thế hệ Millennials, làm cơ sở đề xuất những giải pháp mang tính chiến lược đối với doanh nghiệp.

## 2. Tổng quan lý thuyết

### 2.1. Tình hình nghiên cứu



Từ những năm 1970, sự hài lòng (hay sự thỏa mãn) trong công việc của nhân viên đã là chủ đề được quan tâm và nghiên cứu nhiều trên thế giới. Có thể kể đến các bài nghiên cứu nổi bật như: nghiên cứu “Job Satisfaction and Employee Loyalty: A study of Academicians” (2016) của Shweta Rajput, Mayank Singhal và Shivkant Tiwari hay “The changing face of employee loyalty: It could be seen as the level of engagement and commitment, instead of as a lifetime contract” (2016) của Vivien Shiao Shufen trên tạp chí Business Times. Tại Việt Nam, nghiên cứu “Thang đo ý thức gắn kết với tổ chức” (2006) của TS. Trần Kim Dung cho thấy thang đo OCQ được điều chỉnh gồm có 03 thành phần: ý thức nỗ lực cố gắng, lòng trung thành, và lòng tự hào, yêu mến về tổ chức với 09 biến quan sát phù hợp với điều kiện Việt Nam. Ngoài ra, với bài viết “Quản trị nguồn nhân lực và sự gắn kết của người lao động với doanh nghiệp” (2009) về mức độ gắn kết của người lao động đối với công ty cổ phần Đông Á hai tác giả Phạm Thế Anh và Nguyễn Thị Hồng Đào cho thấy: Cơ hội phát triển nghề nghiệp; Chế độ đãi ngộ lương thưởng và Hệ thống bảng mô tả công việc là 03 nhân tố quan trọng tác động cùng chiều đến sự gắn kết của nhân viên với doanh nghiệp.

Ngoài ra, trên thế giới có các nghiên cứu về thế hệ Millennials như đề tài “Millennials and the World of Work: An Organization and Management Perspective” của Hershatter, Andrea và Epstein (2010). Tuy nhiên chưa có nhiều bài viết tập trung nghiên cứu sự hài lòng trong công việc của nhân viên thế hệ Millennials. Các nghiên cứu trước cũng chưa chỉ ra mối quan hệ giữa cả 03 thành phần: Sự hài lòng, Lòng trung thành và Sự gắn kết của nhân viên thế hệ Millennials.

## **2.2. Cơ sở lý thuyết**

### **2.2.1. Sự hài lòng, lòng trung thành trong công việc, sự gắn kết với tổ chức**

Về sự hài lòng, theo Hoppock (1935), sự hài lòng trong công việc là cảm giác của cá nhân đối với công việc, có vai trò như nguồn động lực trong công việc. Đối với Spector (1997), sự hài lòng được định nghĩa là mức độ mà mọi người yêu thích công việc của họ. Theo Kaliski (2007), sự hài lòng trong công việc là cảm giác đạt thành tựu và thành công trong công việc của nhân viên, liên kết trực tiếp đến năng suất lao động cũng như thành tựu cá nhân. Khái niệm về sự hài lòng trong công việc của Kaliski là phù hợp nhất dựa vào các đặc điểm của thế hệ Millennials nên nhóm sẽ dùng định nghĩa này xuyên suốt bài nghiên cứu.

Về lòng trung thành, nhóm tác giả Mowday, Steers và Poter (1979) Steers và Poter (1979) đã định nghĩa lòng trung thành là ý định hoặc mong muốn duy trì vai trò là thành viên của một tổ chức. Allen và Mayer (1990) lại chú trọng ba trạng thái tâm lý về: tình cảm, cơ hội công việc, chuẩn mực đạo đức của nhân viên với tổ chức. Tuy nhiên, do nhận thấy khái niệm của Mowday, Steers và Poter phổ biến và có ý nghĩa súc tích, nhóm tác giả lựa chọn khái niệm này cho nghiên cứu của mình.

Về sự gắn kết của nhân viên đối với tổ chức, Hall, Scheider và Nygren (1970) đã nói rằng gắn kết là một quá trình mà mục tiêu của cá nhân và tổ chức dần dần trở nên đồng nhất với nhau. Theo Mowday (1979): mức độ gắn kết đối với tổ chức bao gồm 02 yếu tố tâm lý: (1) sự sẵn sàng nỗ lực đáng kể để đóng góp vào mục tiêu của tổ chức và (2) sự đồng nhất của mục tiêu và giá trị giữa cá nhân và tổ chức. Khái niệm của Mowday đã bao gồm được khái niệm của Hall, Scheider, Nygren. Do đó, trong bài nghiên cứu này, nhóm tác giả chọn định nghĩa của Mowday để giải thích cho sự gắn kết đối với tổ chức.

### **2.2.2. Thế hệ Millennials**

Thuật ngữ Millennials thường được dùng để chỉ các cá nhân sinh vào năm 1982 đến 2004 (Howe và Strauss, 1991). Ngoài ra, thế hệ này còn được gọi bằng nhiều tên gọi khác nhau như: thế hệ Y, Thế hệ Internet, hay Facebookers vì là thế hệ đầu tiên lớn lên và gắn bó mật thiết cùng các thiết bị kỹ thuật số và Internet.

Đặc điểm nổi bật của thế hệ Millennials chính là sự ham thích đối với thế giới công nghệ, tinh thần học hỏi không ngừng, chú trọng vấn đề làm việc nhóm và nhận thức cộng đồng cao hơn so với các thế hệ trước, tiếp cận vấn đề rất mới mẻ và đa chiều. Họ đặc biệt yêu thích sự linh hoạt và đòi hỏi thăng tiến nhanh chóng hơn các thế hệ trước (PwC, 2008).



Trong môi trường làm việc, Millennials thể hiện rõ sự khác biệt của mình so với các thế hệ trước ở những đặc điểm sau đây: (1) Millennials muốn phát triển bản thân, cân bằng giữa công việc và cuộc sống, kì vọng thăng tiến nhanh trên con đường sự nghiệp; (2) Lòng trung thành không phải đối với công ty, mà là đối với cấp trên, không chủ yếu thể hiện ở thời gian họ ở lại với doanh nghiệp, mà là sự nỗ lực hết sức trong công việc. (3) Công việc phải phù hợp với giá trị cốt lõi (core value) của họ; (4) Họ xem cấp trên của mình như là người cố vấn (mentors); (5) Nơi làm việc cần sự linh hoạt, thoải mái để có thể tạo cảm hứng; (6) Mức lương phần nào phản ánh vị thế, vai trò và năng lực của họ trong công ty, đồng thời phục vụ cho cuộc sống đa dạng bên ngoài công việc của họ (PwC, 2008 và Deloitte Millennial Survey, 2017).

### **2.2.3. Các mô hình nghiên cứu liên quan đến sự hài lòng trong công việc**

(1) Job Satisfaction Survey (JSS) - Khảo sát hài lòng trong công việc của Paul E. Spector (1985)

Trong JSS, Spector đã đưa ra 09 yếu tố nhằm khảo sát thái độ và sự hài lòng của nhân viên về công việc và những khía cạnh trong công việc, bao gồm: (1) Lương, (2) Cơ hội thăng tiến, (3) Sự giám sát, (4) Phúc lợi (5) Đồng nghiệp, (6) Bản chất công việc, (7) Giao tiếp trong công ty, (8) Khen thưởng theo năng lực, (9) Phúc lợi.

(2) Chỉ số hài lòng trong công việc (JDI - Job Descriptive Index)- Smith, Kendall và Hulin (1969)

JDI đánh giá sự hài lòng trong công việc của người lao động qua 05 nhân tố sau: Bản chất công việc, Cơ hội đào tạo và thăng tiến, Lãnh đạo, Đồng nghiệp, Thu nhập.

(3) “Nhu cầu, sự thỏa mãn của nhân viên và mức độ gắn kết đối với tổ chức”- Trần Kim Dung (2005)

Dựa trên mô hình tháp nhu cầu của Maslow và Chỉ số hài lòng trong công việc - JDI, thang đo mô tả công việc điều chỉnh (Adjust Jobs Descriptive Index) ra đời gồm 07 yếu tố ảnh hưởng đến sự thỏa mãn trong công việc của nhân viên: (1) Tiền lương, (2) Điều kiện làm việc, (3) Bản chất công việc, (4) Phúc lợi, (5) Đồng nghiệp, (6) Cơ hội đào tạo và thăng tiến, (7) Lãnh đạo.

### **2.2.4. Đề xuất các nhân tố ảnh hưởng đến sự hài lòng trong công việc của nhân viên thế hệ Millennials trên địa bàn TP.HCM trong độ tuổi 20-34**

Nhóm tác giả sử dụng chỉ số hiệu chỉnh mô tả công việc (Adjust Jobs Descriptive Index) của Trần Kim Dung (2005) và tham khảo mô hình của tác giả Paul E. Spector (1985) trong Khảo sát hài lòng trong công việc - Job Satisfaction Survey (JSS) làm cơ sở cho nghiên cứu. Đồng thời, kết hợp cùng những đặc tính riêng của thế hệ Millennials thông qua phỏng vấn chuyên sâu với nhóm đối tượng nghiên cứu và tìm hiểu từ những nghiên cứu trước, nhóm tác giả xây dựng thang đo với 8 biến độc lập tác động đến sự hài lòng trong công việc của nhân viên thế hệ Millennials trên địa bàn TP.HCM trong độ tuổi 20 -34:

Tiền lương (Ký hiệu: Pay)

Tiền lương được xem là một yếu tố quan trọng đối với mỗi cá nhân, bao gồm: khoản tiền nhân viên nhận được cho công việc của mình đã làm (có thể sau một khoảng thời gian cố định hay khi đạt một thành quả cụ thể) và mức tăng lương của nhân viên đó. Bên cạnh đó, sự an toàn, ổn định và mức độ tăng hợp lý cũng vô cùng quan trọng, bởi tiền lương phần nào phản ánh sự đánh giá cao và trân trọng nhân viên đó (Spector, 1994).

Khen thưởng và công nhận (Contigent Rewards) (Ký hiệu: Rew)

Khen thưởng và công nhận là sự trân trọng, công nhận và phần thưởng cho công việc được hoàn thành tốt. Yếu tố này phù hợp với lý thuyết tăng cường (Reinforcement theory) của Skinner, giải thích rằng con người có xu hướng lặp lại những hành vi nào họ được khen thưởng, và trong trường hợp này chính là hành vi hoàn thành tốt công việc. Đồng thời, việc nhân viên được khen thưởng và công nhận đúng mực chứng tỏ sự quan tâm đến nhân viên của công ty và sự công bằng trong môi trường làm việc.

Quy trình và điều kiện làm việc (Operating Procedures) (Ký hiệu: Ope)

Quy trình và điều kiện làm việc bao gồm điều kiện vật chất, nội quy công ty, thủ tục hành chính và thời gian làm việc trong công ty. Bên cạnh việc tạo điều kiện vật chất tốt và thời gian

làm việc hợp lý, những thủ tục làm việc cũng cần đơn giản hóa, đặc biệt là khi thế hệ Millennials đánh giá cao sự linh hoạt, đơn giản nhưng hiệu quả trong quá trình làm việc (PwC, 2011).

Bản chất công việc (Nature of work) (Ký hiệu: Now)

Sự hài lòng đối với bản chất của công việc được định nghĩa như sự hài lòng của nhân viên đối với loại công việc, hay nhiệm vụ trong công việc mà họ được giao (Spector, 1997). Tính chất của công việc ảnh hưởng đến sự hài lòng của nhân viên thể hiện qua việc công việc đó có phù hợp với năng lực, trình độ chuyên môn của nhân viên hay không.

Phúc lợi (Fringe benefits) (Ký hiệu: Fb)

Trong mô hình của Spector (1997), ông chia phúc lợi thành phúc lợi bằng tiền và phúc lợi không bằng tiền (bảo hiểm, hưu trí,...). Phúc lợi cho các nhân viên trong cùng một tổ chức cần phải bằng nhau và phúc lợi của tổ chức này cần phải tốt ngang bằng với các tổ chức khác. Trên thực tế, nghiên cứu của Trần Kim Dung (2005) và Nguyễn Thị Mai Trang (2013) cũng đã chỉ ra sự thỏa mãn trong công việc của nhân viên chịu ảnh hưởng bởi yếu tố phúc lợi.

Đồng nghiệp (Co-workers) (Ký hiệu: Cow)

Trong khảo sát năm 1997, Spector đã mô tả đồng nghiệp là những người cùng làm việc chung trong một tổ chức. Không khí làm việc hòa bình, sự yêu mến lẫn nhau, đồng nghiệp thân thiện, có năng lực và sẵn sàng giúp đỡ cho nhau giúp tăng sự thỏa mãn trong công việc.

Cơ hội đào tạo và thăng tiến (Opportunities for Training and Promotion) (Ký hiệu: Opp)

Cơ hội đào tạo và thăng tiến là việc người lao động nhận được các cơ hội đào tạo về các kỹ năng, nghiệp vụ nhằm nâng cao khả năng, chuyên môn giúp nhân viên làm việc tốt hơn, từ đó có được đề bạt lên những chức vụ cao hơn. Bên cạnh đó, theo bảng khảo sát Nhân viên thế hệ Y của Vietnamworks (2016), yếu tố cơ hội đào tạo và phát triển là một trong những nhân tố mà nhân viên thế hệ Y quan tâm (chiếm 30%).

Lãnh đạo (Leaders) (Ký hiệu: L)

Lãnh đạo là người quản lý, cấp trên của nhân viên, công việc của nhân viên phụ thuộc vào quyết định của lãnh đạo. Người lãnh đạo đem đến cho nhân viên sự thỏa mãn thông qua việc giao tiếp, sự quan tâm, chỉ dẫn, đối xử công bằng và ghi nhận các đóng góp của nhân viên; bên cạnh đó người lãnh đạo chia sẻ thông tin, phản hồi góp ý để giúp nhân viên hoàn thiện hơn trong công việc (Situational Leadership Theory, Paul Hersey và Ken Blanchard, 1970s-1980s).

#### **2.2.5. *Mối quan hệ giữa sự hài lòng, lòng trung thành trong công việc của nhân viên***

Nhiều nghiên cứu đã chứng minh rằng, tăng sự hài lòng sẽ có tác động tích cực lên lòng trung thành của nhân viên. Cụ thể, Kurt Matzler & Birgit Renzl (2011) đã khẳng định khi mức độ hài lòng của nhân viên tăng lên thì lòng trung thành dành cho doanh nghiệp và thời gian gắn bó với công ty sẽ cao hơn. Tại Việt Nam, nghiên cứu của Trần Kim Dung (2005) về các yếu tố tác động đến lòng trung thành và hiệu quả làm việc của nhân viên trong các doanh nghiệp vừa và nhỏ cũng khẳng định mối quan hệ tích cực giữa 02 khái niệm này. Từ đó, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết rằng: sự hài lòng có tác động tích cực lên lòng trung thành của nhân viên thế hệ Millennials.

#### **2.2.6. *Mối quan hệ giữa lòng trung thành trong công việc và mức độ gắn kết của nhân viên đối với tổ chức***

Hiện nay trên thế giới có rất ít bài nghiên cứu chỉ ra trực tiếp mối quan hệ giữa lòng trung thành và mức độ gắn kết đối với tổ chức của nhân viên. Tuy nhiên, có những bài nghiên cứu chỉ ra mối quan hệ giữa lòng trung thành đến (1) sự cống hiến, (2) sự duy trì - 02 biểu hiện của mức độ gắn kết đối với tổ chức của nhân viên (Lynn McFarlane Shore, 1989). Từ đó có thể thấy, lòng trung thành của nhân viên tăng thì mức độ gắn kết của nhân viên đối với một tổ chức cũng tăng.

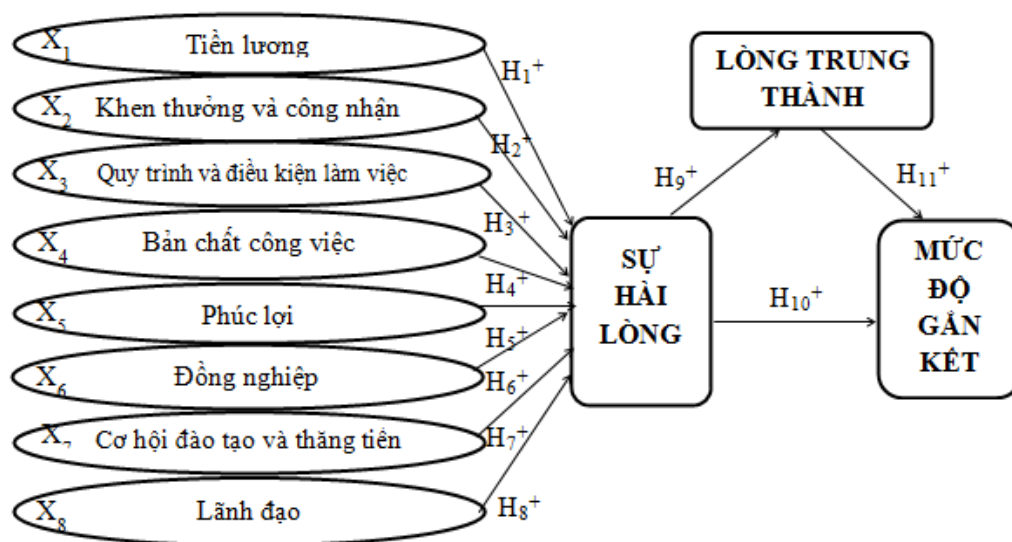
#### **2.2.7. *Mối quan hệ giữa sự hài lòng trong công việc và mức độ gắn kết của nhân viên đối với tổ chức***

Đã có nhiều nghiên cứu tập trung tìm hiểu tác động của sự hài lòng và mức độ gắn kết với tổ chức như nghiên cứu “Job satisfaction, organizational commitment and demographic characteristics among teachers in Turkey: Younger is better?” của İlhami Yucel và Cetin Bektas năm 2012 đã chỉ ra được mối quan hệ tích cực giữa sự hài lòng và mức độ gắn kết. Tuy nhiên,

ngay cả những nhân viên hài lòng với công việc hiện tại vẫn chưa hẳn sẽ gắn kết lâu dài với tổ chức, và điều này đã được chỉ rõ trong nghiên cứu “Study: Even Your “Satisfied” Employees May Be Looking to Leave” (2015) Maurice Gilbert. Do đó, có khả năng một nhân tố trung gian tác động lên mối quan hệ giữa 02 khái niệm trên, trong nghiên cứu này, nhóm tác giả sẽ tìm hiểu và khai thác vai trò trung gian của lòng trung thành trong mối quan hệ giữa hai khái niệm này.

### 2.3. Mô hình đề xuất

Từ các nhân tố ảnh hưởng đến sự hài lòng trong công việc được đề xuất như trên, kết hợp với mối quan hệ giữa sự hài lòng trong công việc, lòng trung thành và mức độ gắn kết đối với tổ chức của nhân viên, nhóm tác giả xây dựng mô hình đề xuất như hình 1.



**Hình 1. Mô hình đề xuất và giả thuyết nghiên cứu**

### 3. Phương pháp nghiên cứu

Để đạt được các mục tiêu nghiên cứu đã đề ra, nhóm tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng là chủ yếu. Nghiên cứu được nhóm tác giả thực hiện qua hai giai đoạn chính là nghiên cứu sơ bộ và nghiên cứu chính thức.

#### 3.1. Quá trình nghiên cứu sơ bộ

Trong giai đoạn nghiên cứu sơ bộ, từ mục đích nghiên cứu, cơ sở lý thuyết, các nghiên cứu liên quan, nhóm tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu và xây dựng thang đo và thiết kế bảng hỏi. Nhằm mục đích điều chỉnh, bổ sung thang đo, tác giả thực hiện phương pháp thảo luận nhóm.

##### 3.1.1. Thiết kế bảng hỏi và thang đo

Nhóm tác giả sử dụng thang đo Likert với mức độ từ 1 điểm (hoàn toàn không đồng ý) đến 5 điểm (hoàn toàn đồng ý) để đo lường các biến quan sát. Thang đo được xây dựng trong bài nghiên cứu được tổng hợp theo bảng 1. Từ 55 thang đo, nhóm tác giả điều chỉnh thành bảng hỏi gồm 60 câu hỏi (55 câu hỏi định lượng và 05 câu hỏi thông tin người thực hiện khảo sát).

**Bảng 1. Thang đo sử dụng trong nghiên cứu**

Ký hiệu	Tên biến quan sát	Nguồn tham khảo
Tiền lương (PAY)		
Pay1	Tiền lương của tôi tương xứng với công sức tôi bỏ ra	Thang đo JSS của Spector (1997)
Pay2	Việc tăng lương ở công ty của tôi thất thường, không theo lộ trình cụ thể.	
Pay3	Tôi rất hài lòng về cơ hội được tăng lương.	
Pay4	Tôi cảm thấy không được đánh giá cao khi tôi nghĩ đến khoản tiền mà công ty trả cho tôi.	
Khen thưởng và công nhận (REW)		
Rew1	Khi tôi làm tốt một công việc, tôi được mọi người thừa nhận về điều này.	Hiệu chỉnh từ thang đo AJDI của Trần

Rew2	Tôi có nhiều cơ hội được nhận khen thưởng từ công ty	Kim Dung (2005)
Rew3	Nỗ lực của tôi không được khen thưởng một cách xứng đáng theo cách mà đáng ra phải được thưởng.	
Quy trình và điều kiện làm việc (OPE)		
Ope1	Công ty có nhiều thủ tục và quy định gây khó khăn cho tôi trong việc thực hiện công việc.	Thang đo JSS của Spector (1997)
Ope2	Tôi có quá nhiều việc không thuộc trách nhiệm phải làm trong công ty.	Thang đo JSS của Spector (1997)
Ope3	Thời lượng làm việc của tôi phù hợp	Nhóm tác giả đề xuất
Ope4	Tôi được cung cấp đầy đủ thiết bị, vật dụng để thực hiện công việc.	Thang đo JSS của Spector (1997)
Ope5	Nơi làm việc khiến tôi cảm thấy an toàn và thoải mái	Thang đo JSS của Spector (1997)
Ope6	Đồ dùng làm việc của tôi được đảm bảo tính riêng tư	Nhóm tác giả đề xuất
Bản chất công việc (NOW)		
Now1	Tôi cảm thấy công việc của tôi là có ý nghĩa	Hiệu chỉnh từ thang đo AJDI của Trần Kim Dung (2005)
Now2	Tôi cảm thấy yêu thích công việc hiện tại	
Now3	Tôi cảm thấy tự hào về những việc anh/chị đang làm trong công việc.	
Now4	Công việc của tôi thật thú vị.	
Phúc lợi (FB)		
Fb1	Tôi không hài lòng với phúc lợi được hưởng.	Hiệu chỉnh từ thang đo AJDI của Trần Kim Dung (2005)
Fb2	Các phúc lợi tôi được hưởng cũng tốt như ở hầu hết các công ty khác.	
Fb3	Các gói phúc lợi tôi và đồng nghiệp được hưởng là như nhau.	
Fb4	Tôi không có những phúc lợi mà lẽ ra tôi nên được hưởng.	
Cơ hội đào tạo và thăng tiến (OPP)		
Opp1	Thực ra, công việc của tôi có quá ít cơ hội thăng tiến.	Thang đo JSS của Spector (1997)
Opp2	Các nhân viên hoàn thành tốt nhiệm vụ đều có cơ hội thăng tiến công bằng.	Thang đo JSS của Spector (1997)
Opp3	Ở đây, mọi người tiến bộ nhanh chóng như làm việc ở những nơi khác.	Nhóm tác giả đề xuất
Opp4	Tôi lấy làm hài lòng với cơ hội thăng tiến của mình	Thang đo JSS của Spector (1997)
Opp5	Tôi cảm thấy hài lòng về các cơ hội được đào tạo ở công ty hiện tại.	Thang đo JSS của Spector (1997)
Lãnh đạo (L)		
L1	Nhìn chung, tôi hài lòng với lãnh đạo trực tiếp của mình.	Hiệu chỉnh từ thang đo AJDI của Trần Kim Dung (2005)
L2	Lãnh đạo cấp cao trong công ty tôi có thể tạo động lực cho nhân viên.	Hiệu chỉnh từ thang đo AJDI của Trần Kim Dung (2005)
L3	Tôi hài lòng với năng lực lãnh đạo của người lãnh đạo mình.	Nhóm tác giả đề xuất
L4	Được nhận thông tin phản hồi rõ ràng, cụ thể.	Hiệu chỉnh từ thang đo AJDI của Trần Kim Dung (2005)
L5	Nhận được sự phản hồi về kết quả công việc nhanh chóng, kịp thời	Nhóm tác giả đề xuất



L6	Tôi được hỏi ý kiến, trao đổi, tham gia giải quyết những vấn đề quan trọng của công ty có liên quan đến mình (Quy trình làm việc...)	Hiệu chỉnh từ thang đo AJDI của Trần Kim Dung (2005)
L7	Tôi hiểu được tầm quan trọng của công việc mình đang làm so với tổng thể hoạt động của công ty	Hiệu chỉnh từ thang đo AJDI của Trần Kim Dung (2005)
Thang đo sự hài lòng (SAT)		
Sat1	Tôi xem công việc của mình như sở thích	Hiệu chỉnh từ thang đo AJDI của Trần Kim Dung (2005)
Sat2	Tôi rất hài lòng với công việc của mình trong thời gian hiện tại	
Sat3	Hầu hết mọi ngày tôi đều hứng khởi công việc của tôi.	
Sat4	Mỗi ngày làm việc mệt mỏi có vẻ như nó sẽ không bao giờ kết thúc.	
Sat5	Tôi thất vọng vì tôi đã làm công việc này.	
Thang đo lòng trung thành (LOY)		
Loy1	Tôi kể những điều tích cực về công ty với khách hàng	Hiệu chỉnh từ thang đo AJDI của Trần Kim Dung (2005)
Loy2	Tôi kể những điều tích cực về công ty với bạn bè và người thân	
Loy3	Tôi có thể giới thiệu sản phẩm và dịch vụ của công ty đến mọi người	
Loy4	Tôi muốn ở lại với công ty trong tương lai	
Loy5	Tôi sẽ không chuyển đến công ty khác ngay khi có lời đề nghị	
Thang đo mức độ gắn kết (COM)		
Com1	Tôi sẵn sàng nỗ lực cao hơn mức thường mong đợi để giúp tổ chức đạt thành công.	Hiệu chỉnh từ thang đo của Kenneth W. Green, Cindy Wu, Dwayne Whitten and Bobby Medlin (2006)
Com2	Tôi nói với bạn bè của tôi công ty là một tổ chức tuyệt vời để làm việc.	
Com3	Tôi sẽ chấp nhận hầu hết các loại phân công công việc để tiếp tục làm việc cho tổ chức này	
Com4	Tôi thấy rằng giá trị của tôi và các giá trị của tổ chức rất giống nhau.	
Com5	Tôi tự hào để nói với người khác rằng tôi là một phần của tổ chức này.	
Com6	Tổ chức thực sự truyền cảm hứng cho tôi thực hiện công việc một cách tốt nhất.	
Com7	Tôi rất vui vì đã chọn tổ chức này làm việc thay vì nơi khác trong thời điểm lựa chọn nơi làm việc.	
Com8	Tôi thực sự quan tâm về tương lai của tổ chức này.	
Com9	Đối với tôi, đây là nơi tốt nhất trong các tổ chức có thể làm việc.	

*Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp*

### **3.1.2. Khảo sát thử nghiệm và đánh giá sơ bộ thang đo bằng kiểm định Cronbach's Alpha**

Sau khi thiết kế bảng hỏi, nhóm tác giả tiến hành khảo sát thử trên 80 đối tượng là những nhân viên làm việc văn phòng đang ăn uống hoặc làm việc tại các quán Café và các cửa hàng tiện lợi.

Kết quả kiểm định thang đo cho thấy, hệ số tin cậy Cronbach's Alpha của hầu hết các biến đều trên 0.7 và hệ số tương quan biến-tổng của các biến quan sát trong từng thang đo đều lớn hơn 0,4, thỏa mãn yêu cầu đặt ra. Riêng biến Đồng nghiệp có hệ số Cronbach's Alpha thấp nhất chỉ đạt 0,239 và hệ số tương quan biến-tổng của các biến quan sát đều nhỏ hơn 0,4. Vì thế, nhóm tác giả loại khỏi 01 biến (Đồng nghiệp) ra khỏi mô hình nghiên cứu, đồng thời hoàn thiện lại thang đo và bảng hỏi cho nghiên cứu chính thức.

### **3.2. Quá trình nghiên cứu chính thức**

Sau khi loại 01 biến, mô hình nghiên cứu đề xuất gồm 07 biến, cùng với thang đo và bảng hỏi được điều chỉnh để thực hiện khảo sát. Từ 348 phiếu khảo sát thu về ở cả 02 hình thức (phát phiếu trực tiếp và khảo sát trực tuyến) nhóm chọn lọc được 323 mẫu đạt yêu cầu (chiếm khoảng 92% trong tổng số mẫu thu về), các mẫu còn lại không hợp lệ do đối tượng khảo sát nằm ngoài phạm vi độ tuổi và địa bàn của đối tượng nghiên cứu.



Từ đó, nhóm tác giả thực hiện đánh giá hệ số tin cậy Cronbach's Alpha của thang đo, phương pháp nhân tích nhân tố khám phá EFA và phương pháp phân tích nhân tố khẳng định CFA nhằm xác định sự phù hợp của số liệu của nghiên cứu với mô hình lý thuyết. Cuối cùng, toàn bộ mô hình và các giả thuyết nghiên cứu được kiểm định thông qua phương pháp phân tích hệ số tương quan Pearson và phân tích mô hình cấu trúc tuyến tính SEM. Kết quả sẽ được trình bày cụ thể ở phần sau.

### 3.3. Thống kê mẫu nghiên cứu và kiểm định thang đo

#### 3.3.1. Thống kê mẫu nghiên cứu

Trong 323 mẫu khảo sát đạt yêu cầu sau khi đã được nhóm sàng lọc, đối tượng khảo sát phân bố chủ yếu ở độ tuổi từ 20-29 tuổi. Đối với yếu tố giới tính, phần lớn người khảo sát là nữ và chiếm 63,47% đối tượng khảo sát. Xét về yếu tố trình độ học vấn, trong số mẫu khảo sát đã chọn lọc có đến gần 88,6% ở trình độ Đại học trở lên, chỉ có khoảng 2,4% là lao động phổ thông. Về yếu tố thời gian làm việc cho công ty hiện tại, phần lớn nhân viên hiện đang làm việc cho công ty trong vòng 02 năm (chiếm đến 66,7%), ngược lại số nhân viên làm việc trong công ty hiện tại trên 06 năm chỉ chiếm 11,5%. Cuối cùng, khi được khảo sát về vị trí làm việc, nhóm tác giả thống kê được có đến gần 60% người được khảo sát đang ở vị trí nhân viên chính thức.

Các đặc điểm nhân khẩu học như độ tuổi, giới tính, thời gian làm việc cho công ty hiện tại, trình độ học vấn và vị trí làm việc được tổng hợp trong bảng 2.

**Bảng 2. Thống kê mô tả yếu tố nhân khẩu học của mẫu nghiên cứu**

	Đặc điểm	Tần số	Phần trăm
Độ tuổi	Từ 20 đến 24 tuổi	177	54,8%
	Từ 25 đến 29 tuổi	115	35,9%
	Từ 30 đến 34 tuổi	31	9,3%
Giới tính	Nam	118	36,53%
	Nữ	205	63,47%
Trình độ học vấn	Lao động phổ thông	8	2,17%
	Trung cấp/ Cao đẳng	29	8,98%
	Đại học	258	79,88%
	Cao học	28	8,36%
Thời gian làm việc ở công ty hiện tại	Dưới 2 năm	215	66,56%
	Từ 2 đến dưới 5 năm	71	21,67%
	Trên 5 đến dưới 10 năm	37	11,15%
	Từ 10 đến 15 năm	0	0
Vị trí làm việc	Nhân viên học việc	63	19,50%
	Nhân viên chính thức	190	58,82%
	Trưởng nhóm	29	8,67%
	Quản lý cấp trung	20	5,88%
	Quản lý cấp cao	7	2,17%
	Khác	14	4,93%

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp.

#### 3.3.2. Đánh giá thang đo bằng kiểm định Cronbach's Alpha

Trong số 323 mẫu thu về để nghiên cứu chính thức, các biến quan sát nhân tố độc lập được nhân viên thế hệ Millennials đánh giá khác nhau theo thang đo Likert (từ 1 – 5). Các biến độc lập có giá trị trung bình trên 3,2, dao động từ 3,201 đến 3,89. Các biến quan sát Sự hài lòng (Sat), Lòng trung thành (Loy) và Sự gắn kết (Com) đều có giá trị trung bình trên 3,00, dao động từ 3,27 đến 3,73.

Dựa vào kết quả kiểm định thang đo bằng hệ số tin cậy Cronbach's Alpha ở bảng 3.3, nhóm tác giả quyết định giữ lại trong mô hình nghiên cứu các biến (1) Tiền lương; (2) Quy trình và điều kiện công nhận; (3) Bản chất công việc; (4) Phúc lợi; (5) Cơ hội đào tạo và thăng tiến; (6) Phong cách lãnh đạo. Đồng thời loại bỏ biến Khen thưởng và công nhận ra khỏi mô hình do biến này có hệ số Cronbach's Alpha = 0,621 < 0,7.

**Bảng 3. Kết quả thống kê mẫu và kiểm định Cronbach's Alpha**

Biến	Items	Mean	SD	Cronbach's Alpha	Biến	Items	Mean	SD	Cronbach's Alpha
Pay	Pay1	3,510	0,97915	0,867	L	L1	3,201	122,083	0,838
	Pay2	3,507	115,658			L2	3294	109,354	
	Pay3	3,557	111,969			L3	3,328	119,421	
	Pay4	3,702	111,381			L4	3,219	114,939	
Rew	Rew1	3,888	102,452	0,621		L5	3,486	113,483	
	Rew2	3,418	118,029			L6	3,538	111,214	
	Rew3	3,458	110,362			L7	3,430	121,990	
Ope	Ope1	3,752	0,87793	0,865	Sat	Sat1	3,467	113,171	0,854
	Ope2	3,538	0,99419			Sat2	3,455	108,648	
	Ope3	3,746	0,89717			Sat3	3,284	100,588	
	Ope4	3,266	0,96056			Sat4	3,433	107,096	
	Ope5	3,724	0,99451			Sat5	3,724	107,841	
	Ope6	3,464	101,287			Loy1	3,715	0,92883	
Now	Now1	3,557	110,854	0,834		Loy2	3,489	101,344	
	Now2	3,786	100,350		Loy	Loy3	3,705	100,474	0,814
	Now3	3,690	104,412			Loy4	3,650	0,90456	
	Now4	3,613	103,153			Loy5	3,678	0,99457	
Fb	Fb1	3,575	0,99204	0,831	Com	Com1	3,529	105,511	0,921
	Fb2	3,609	104,383			Com2	3,606	106,477	
	Fb3	3,566	101,437			Com3	3,164	110,378	
	Fb4	3,860	0,95996			Com4	3,439	0,98997	
Opp	Opp1	3,238	0,96948	0,842		Com5	3,504	0,97920	
	Opp2	3,399	108,559			Com6	3,526	0,96286	
	Opp3	3,464	100,672			Com7	3,517	0,97906	
	Opp4	3,257	108,872			Com8	3,736	0,98219	
	Opp5	3,613	105,239			Com9	3,421	109,875	

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp qua SPSS.

### 3.3.3. Phân tích nhân tố khám phá EFA

#### 3.3.3.1. Phân tích nhân tố khám phá EFA biến độc lập

Nhóm tác giả sử dụng 06 nhóm nhân tố đã đạt yêu cầu sau khi kiểm định độ tin cậy Cronbach's Alpha vào phân tích nhân tố khám phá. Bảng kết quả phân tích EFA thỏa mãn 04 yếu tố đặt ra: (1) Giá trị Sig. trong kiểm định Bartlett = 0,000 < 0,05; (2) 0,5 < Hệ số KMO = 0,869 < 1; Phương sai trích = 61,516% > 50%; Giá trị Initial Eigenvalues = 2,147 > 1. Đồng thời kết quả xoay nhân tố thu được 05 nhân tố. Trong đó, biến quan sát của thang đo Tiền lương (Pay) và Phúc lợi (Fb) cùng hội tụ thành một nhân tố mới và phân biệt với các nhóm nhân tố khác, vì thế nhóm tác giả quyết định gộp thang đo Tiền lương và Phúc lợi thành thang đo của một biến độc lập mới là biến Tiền lương và Phúc lợi (PF).

**Bảng 4. Ma trận xoay phân tích nhân tố khám phá EFA**

Variable	Component				
	1	2	3	4	5
Pay4	.822				
Fb2	.821				
Pay3	.809				
Fb1	.789				
Pay1	.739				
Pay2	.737				

Fb4	.709				
Fb3	.658				
Ope2		.858			
Ope4		.770			
Ope1		.761			
Ope3		.757			
Ope6		.714			
Ope5		.620			
L5			.773		
L2			.750		
L6			.715		
L1			.706		
L4			.684		
L7			.652		
L3			.631		
Opp3				.765	
Opp4				.763	
Opp5				.758	
Opp1				.753	
Opp2				.706	
Now4					.833
Now2					.822
Now1					.762
Now3					.761

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp qua SPSS.

### 3.3.3.2. Phân tích nhân tố khám phá EFA biến sự hài lòng, lòng trung thành và sự gắn kết

Kết quả phân tích nhân tố khám phá EFA các biến phụ thuộc thỏa mãn các điều kiện đặt ra nên các chỉ tiêu phân tích đạt yêu cầu và kết quả phân tích này có ý nghĩa: (1) Giá trị Sig. trong kiểm định Bartlett = 0,000 < 0,5; (2)  $0,5 < \text{Hệ số KMO} = 0,905 < 1$ ; (3) Phương sai trích = 62,088% > 50%; (4) Giá trị Initial Eigenvalues = 1,782 > 1. Hệ số tải nhân tố đều đạt yêu cầu lớn hơn 0,5. Như vậy, nhóm tác giả rút trích được 03 nhân tố như sau:

Sự hài lòng gồm: Sat1, Sat2, Sat3, Sat4 và Sat5

Lòng trung thành gồm: Loy1, Loy2, Loy3, Loy4 và Loy5

Mức độ gắn kết: Com1, Com2, Com3, Com4, Com5, Com6, Com7, Com8 và Com9.

**Bảng 5. Ma trận xoay phân tích nhân tố khám phá cho Sat, Loy, Com**

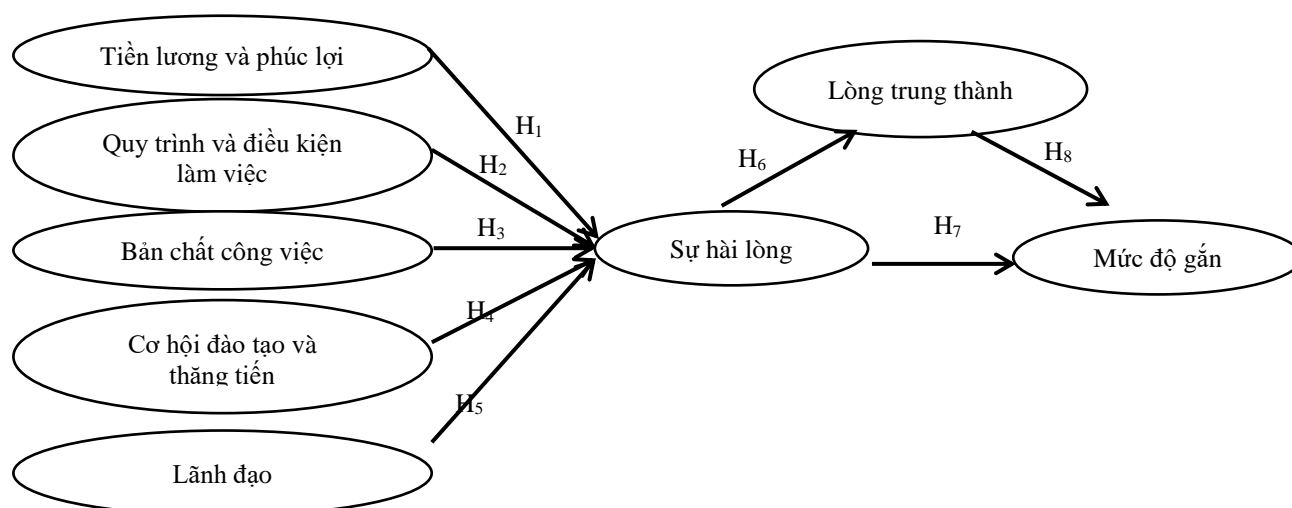
Variable	Component		
	1	2	3
Com9	.839		
Com6	.797		
Com2	.797		
Com8	.745		
Com5	.733		
Com3	.727		
Com4	.707		
Com7	.700		
Com1	.690		
Sat2		.822	
Sat5		.761	
Sat3		.758	
Sat1		.754	
Sat4		.671	
Loy1			.800
Loy3			.753

Loy5			.732
Loy2			.647
Loy4			.626

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ SPSS.

### 3.4. Mô hình nghiên cứu tổng quát

Sau khi tiến hành phân tích dữ liệu thu thập được thông qua các bước thống kê mô tả, phân tích nhân tố khám phá EFA và độ tin cậy Cronbach's Alpha, mô hình nghiên cứu được điều chỉnh như hình 2.



Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp

Hình 2. Mô hình và giả thuyết nghiên cứu hiệu chỉnh

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Phân tích mô hình cấu trúc tuyến tính SEM

#### 4.1.1. Phân tích nhân tố khẳng định (CFA)

Theo Hair et al. (2006), trọng số chuẩn hóa cần lớn hơn 0,6 để thang đo đạt giá trị hội tụ. Sau khi phân tích CFA lần 01, trọng số chuẩn hóa của các biến quan sát Ope5, Opp2, L3, L1, Sat4, và Loy4 đều thấp hơn 0,6, do đó loại các biến này ra khỏi mô hình. Tiến hành phân tích CFA lần 02, thu được kết quả sau: Hệ đã chuẩn hóa của các biến quan sát thấp nhất là hệ số của Sat5 = 0,614 > 0,6 và tất cả các hệ số ước lượng đều có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 99% ( $p=0,000$ ). Như vậy, thang đo dùng để đo lường 05 nhân tố tác động đến Sự hài lòng đạt được giá trị hội tụ.

Kết quả CFA cho thấy, mô hình có các chỉ số: (1) CMIN = 1603,239; (2)  $1 < \text{CMIN}/df = 1,925 < 3$ ; (3) GFI = 0,814 > 0,8; (4) CFI = 0,900 > 0,8; RMSEA = 0,054 < 0,08. Tất cả các chỉ số này đều có ý nghĩa thống kê ở mức 99% ( $p\text{-value} = 0,000$ ). Do đó, có thể kết luận mô hình phù hợp với dữ liệu nghiên cứu (Hair et al. (2006), Arbuckle (2003), Byrne (2001), và Kline (1998)).

Độ tin cậy tổng hợp của các biến đều lớn hơn 0,6; phương sai trích của các biến hầu hết đều lớn hơn 0,5. Duy chỉ có phương sai trích của biến Lãnh đạo (L) bằng 0,49 < 0,5. Tuy nhiên, độ tin cậy tổng hợp của biến này lớn hơn 0,6 thì vẫn được chấp nhận vì giá trị hội tụ của thang đo vẫn được đảm bảo (C. Fornell và D. F. Larcker, 1981).

#### 4.1.2. Phân tích sự tác động của các nhân tố độc lập đến sự hài lòng trong công việc

Hầu hết các biến độc lập có ý nghĩa thống kê ở mức 99% ( $p < 0,01$ ). Duy chỉ có biến Bản chất công việc (Now) có  $p\text{-value} = 0,604 > 0,1$ , không có ý nghĩa thống kê ở mức 90%, do đó không đủ cơ sở khẳng định Bản chất công việc ảnh hưởng đến Sự hài lòng (Sat) trong công việc. Do đó biến Now bị đưa ra khỏi mô hình để tiến hành phân tích SEM lần 02.

Sau khi phân tích SEM lần 02 (bảng 6), cả 04 biến độc lập L, Opp, Ope, PF đều có ý nghĩa thống kê ở mức 99% ( $p < 0,01$ ), vì vậy cả 04 biến độc lập này đều có ảnh hưởng đến Sự hài lòng của nhân viên trong công việc, và ảnh hưởng theo chiều tỉ lệ thuận.

Dựa vào Bảng 6, Lương và phúc lợi (PF) tác động mạnh nhất đến sự thỏa mãn trong công việc với trị tuyệt đối của trọng số chuẩn hóa là 0,283, Quy trình và điều kiện làm việc có tác động mạnh thứ hai với trọng số chuẩn hóa là 0,276, biến Cơ hội đào tạo và thăng tiến (Opp) cũng có tác động dương lên Sự hài lòng trong công việc của nhân viên.

**Bảng 6. Trọng số hồi quy chưa chuẩn hóa mô hình SEM lần 02**

Biến	Trọng số	S.E.	p-value
Sat <--- L	0,258	0,067	***
Sat <--- Opp	0,172	0,065	0,008
Sat <--- Ope	0,309	0,063	***
Sat <--- PF	0,315	0,067	***

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp từ AMOS 20.0

**Bảng 7. Trọng số hồi quy đã chuẩn hóa SEM lần 02**

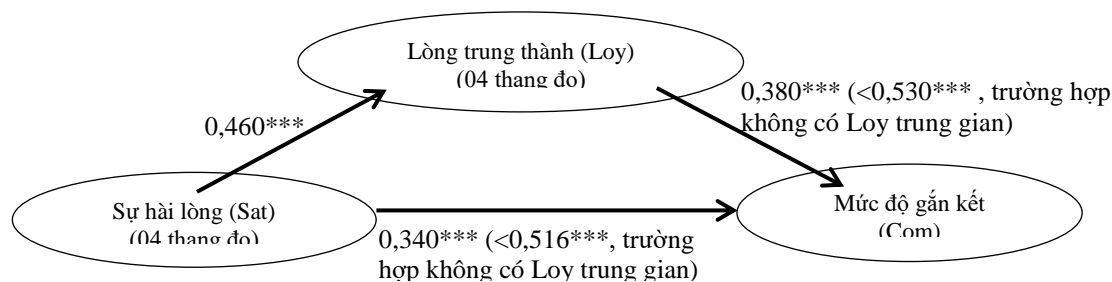
Biến	Trọng số
Sat <--- L	0,217
Sat <--- Opp	0,160
Sat <--- Ope	0,276
Sat <--- PF	0,283

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp từ AMOS 20.0

#### 4.1.3. Phân tích mối quan hệ giữa Sự hài lòng, Lòng trung thành và mức độ gắn kết

Nhóm tác giả xét mối quan hệ giữa Sự hài lòng, Lòng trung thành và Sự gắn kết bằng phần mềm AMOS 20.0 thông qua 04 trường hợp: (1) Chỉ có 02 khái niệm Sự hài lòng và Lòng trung thành trong mô hình; (2) Chỉ có 02 khái niệm Sự hài lòng và Sự gắn kết trong mô hình; (3) Chỉ có 02 khái niệm Lòng trung thành và Sự gắn kết trong mô hình; (4) Cả 03 khái niệm đều xuất hiện trong mô hình;

Dựa vào 04 bước phân tích biến trung gian của Baron và Kenny (1986), nhóm tác giả nhận thấy kết quả như Hình 3. Khi có sự xuất hiện xuất hiện của Lòng trung thành, tác động của Sự hài lòng lên Sự gắn kết giảm đi, chứng tỏ Lòng trung thành giải thích một phần mối quan hệ giữa biến độc lập và biến phụ thuộc. Và trường hợp (4) cho thấy cả 03 tác động đều có ý nghĩa ở mức ý nghĩa 99%, do đó, nhóm tác giả có thể kết luận rằng có sự xuất hiện của biến trung gian Lòng trung thành trong mối quan hệ giữa Sự hài lòng và Sự gắn kết, và đó là trung gian một phần.



Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp.

**Hình 3. Mối quan hệ giữa Sự hài lòng, Lòng trung thành và Sự gắn kết**



#### 4.2. Kiểm định sự xuất hiện của biến trung gian bằng Sobel Test

Theo kết quả Sobel Test, t-value bằng 4,4255 > 1,96 và Two-tailed probability nhỏ hơn 0,01 nên có thể một lần nữa khẳng định sự tác động của biến trung gian Lòng trung thành lên mối quan hệ giữa Sự hài lòng và Sự gắn kết của nhân viên đối với công ty.

**Bảng 8. Kết quả thực hiện Sobel Test**

Sobel test statistic:	4.42549118
One-tailed probability:	0.00000481
Two-tailed probability:	0.00000962

*Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp.*

#### 5. Một số thảo luận và kiến nghị cho công ty, doanh nghiệp đối với nhân viên thế hệ Millennials

Với kết quả nghiên cứu trên, Sự hài lòng trong công việc của nhân viên chịu tác động bởi 04 yếu tố có tác động trực tiếp đến sự hài lòng của nhân viên theo thứ tự giảm dần, đó là: Tiền lương và phúc lợi; Quy trình và điều kiện làm việc; Lãnh đạo; Cơ hội đào tạo và thăng tiến. Kết quả trên phù hợp với những nghiên cứu trước đó về các nhân tố ảnh hưởng lên sự hài lòng của nhân viên. Dù cũng với những yếu tố đó, nhưng mức độ quan trọng và cần ưu tiên lại khác hơn, và điều này được giải thích bởi đặc điểm riêng của thế hệ Millennials. Có thể thấy, yếu tố Tiền lương vẫn là yếu tố quan trọng nhất; điều này phù hợp với khảo sát về Millennials của Deloitte vào năm 2016, yếu tố tiền lương vẫn là yếu tố dẫn đầu khi xét về mức độ quan trọng. Lí do là vì lương và phúc lợi là một điều kiện không thể thiếu trong việc theo đuổi sự đa dạng, phong phú trong công việc và cuộc sống của họ - đặc trưng của thế hệ Millennials. Tuy nhiên, theo khảo sát của PwC (2011), thế hệ Millennials quan trọng việc phát triển bản thân, cân bằng giữa công việc và cuộc sống hơn so với lương thưởng. Điều này cho thấy có sự khác biệt trong đặc điểm, tính cách giữa thế hệ Y ở Việt Nam so với các nước trên thế giới. Thế nhưng, dù vẫn ảnh hưởng nhiều nhất, nhưng khoảng cách về mức độ quan trọng của tiền lương với các yếu tố khác lại đang giảm dần. Hay nói cách khác, thế hệ Millennials tại Việt Nam đang dần chuyển đổi nhận thức cùng với thế hệ Millennials trên thế giới.

Bên cạnh đó, kết quả này đã giải thích được sự mâu thuẫn trong những kết quả nghiên cứu trước đây giữa mối quan hệ giữa sự hài lòng và mức độ gắn kết: một phần khẳng định lại kết quả nghiên cứu của Ilhami Yucel và Cetin Bektas (2012) rằng khi nhân viên hài lòng hơn thì mức độ gắn kết cũng tăng, đồng thời cũng không phủ định kết quả của Maurice Gilbert (2015), về mối quan hệ giữa sự hài lòng và mức độ gắn kết còn chịu ảnh hưởng bởi biến trung gian là lòng trung thành của nhân viên.

Từ kết quả nghiên cứu trên, nhóm tác giả đề xuất những giải pháp sau:

*Đối với yếu tố tiền lương và phúc lợi*, doanh nghiệp cần tìm hiểu mức lương ngoài thị trường để có thể trả cho nhân viên mức lương cạnh tranh, đặc biệt đối với những cá nhân nắm giữ vị trí quan trọng trong công ty; có chế độ tăng lương rõ ràng vì đây là vấn đề Millennials quan tâm hàng đầu. Những phúc lợi khác cũng cần được phát huy: bảo hiểm, khen thưởng...

*Đối với quy trình và điều kiện làm việc*, linh hoạt nhưng vẫn đảm bảo hiệu quả cần được ưu tiên phát huy. Nhân viên có thể làm việc ngoài văn phòng, thời gian làm việc linh động, doanh nghiệp quản lý thông qua kết quả công việc. Doanh nghiệp cần liên tục cải tiến quy trình làm việc sao cho nhanh gọn và hiệu quả.

*Đối với cơ hội đào tạo và thăng tiến*, Millennials được biết đến với đặc điểm ham thích công nghệ, do đó, doanh nghiệp nên ứng dụng công nghệ như học trực tuyến qua các website như: [www.coursera.org](http://www.coursera.org), [www.edx.org](http://www.edx.org)... vào phương pháp đào tạo của mình. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cần xây dựng chương trình “Mentoring” (cố vấn), giúp đỡ nhân viên với những vấn đề cả ngắn hạn lẫn dài hạn, nâng cao kỹ năng, tư duy qua việc thấu hiểu nhân viên, đồng thời cải thiện mối quan hệ giữa người cố vấn và nhân viên cấp dưới của mình.

*Đối với yếu tố lãnh đạo*, người lãnh đạo cần thực hiện tốt vai trò của mình: (1) truyền động lực, (2) trao quyền, (3) hướng dẫn, góp ý với những phản hồi kịp thời, chính xác dựa trên kết quả

và nỗ lực làm việc của nhân viên. Người lãnh đạo cũng cần phải liên tục cải thiện, nâng cao năng lực của bản thân để dẫn dắt và phát triển đội ngũ của mình.

## **6. Kết luận và hạn chế của đề tài**

Nghiên cứu này đưa ra một công cụ đo lường tốt, làm rõ các mối quan hệ, những nhân tố ảnh hưởng lên sự hài lòng của nhân viên thế hệ Millennials địa bàn TP. HCM. Nghiên cứu đã thực hiện được mục tiêu nhóm tác giả đề ra: Tổng hợp các lý thuyết và xây dựng mô hình nghiên cứu về các yếu tố tác động lên sự hài lòng trong công việc của thế hệ Millennials; Chỉ ra những nhân tố tác động lên sự hài lòng trong công việc, gồm 04 yếu tố: (1) Tiền lương và Phúc lợi; (2) Quy trình và điều kiện làm việc; (3) Cơ hội đào tạo và thăng tiến; (4) Lãnh đạo; Khẳng định mối quan hệ giữa sự hài lòng và sự gắn kết với tổ chức của nhân viên thông qua vai trò trung gian một phần của lòng trung thành bằng phương pháp phân tích mô hình cấu trúc tuyến tính SEM. Tuy nhiên, nghiên cứu vẫn có những hạn chế nhất định cùng với mong muốn phát triển đề tài này của nhóm tác giả:

*Thứ nhất*, nghiên cứu chưa thực hiện được việc chạy mô hình với các yếu tố nhân khẩu học mà chỉ dừng ở bước thống kê mô tả. Trên cơ sở đó, để ứng dụng những kết quả của nghiên cứu này vào thực tiễn, quý lãnh đạo và bộ phận nhân sự của các doanh nghiệp cần tiếp tục cân nhắc nhằm đưa ra những đánh giá cụ thể, chính xác và phù hợp hơn với đặc điểm công ty, đặc trưng của loại hình, ngành nghề doanh nghiệp.

*Thứ hai*, về mặt cơ sở lý thuyết, vì nghiên cứu về thế hệ Millennials còn hạn chế, nên lý thuyết về những đặc điểm liên quan đến thế hệ này được sử dụng chủ yếu từ nguồn tài liệu nước ngoài. Điều này có thể dẫn đến những khác biệt trong nhiều đặc điểm với thế hệ Millennials ở Việt Nam.

*Thứ ba*, vì những giới hạn khách quan về thời gian và kinh phí, mẫu được chọn theo phương pháp thuận tiện phi xác suất với số lượng mẫu còn hạn chế, và đối tượng là nhân viên đang làm việc tại TP.HCM nên khả năng tổng quát hóa chưa cao. Tính đại diện, hiệu quả thống kê của nghiên cứu sẽ được nâng cao nếu các nghiên cứu tiếp theo sử dụng phương pháp chọn mẫu theo xác suất với kích thước mẫu lớn hơn với phạm vi nghiên cứu được mở rộng hơn, không chỉ riêng TP.HCM mà còn nhiều thành phố khác. Đồng thời, với mỗi nhóm ngành khác nhau sẽ có những đặc điểm riêng nhất định. Trong đề tài này, nhóm tác giả chỉ nghiên cứu ở mức độ khái quát đề đưa ra cái nhìn tổng thể về đối tượng Millennials. Do đó, việc nghiên cứu đối tượng Millennials theo từng nhóm ngành cũng hết sức cần thiết để có thể đưa ra các giải pháp cụ thể hơn, tăng khả năng áp dụng thực tiễn cho doanh nghiệp trong quá trình tìm lời giải cho bài toán làm sao để giữ chân nhân tài.

## **TÀI LIỆU THAM KHẢO**

- [1] Adam Miller, 2015, 3 things millennials want in a career, Fortune.
- [2] Anne Martensen, Lars Grønholdt, 2006, Internal Marketing: A Study Of Employee Loyalty, Its Determinants And Consequences, Innovative Marketing.
- [3] Baron RM, Kenny DA., 1986, The moderator-mediator distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations, Journal of Personality and Social Psychology.
- [4] C. Fornell and D. F. Larcker, 1981, Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error, Journal of marketing research, pp. 39-50
- [5] Charles Thompson & Jane Brodie Gregory, 2012, Managing Millennials: A Framework for Improving Attraction, Motivation, and Retention, The Psychologist-Manager Journal, 15:4, 237-246.
- [6] Clayton W. Barrows, 1990, Employee Turnover: Implications for HotelManagers, University of New Orleans.

# CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN Ý ĐỊNH SỬ DỤNG NGÂN HÀNG SỐ TIMO CỦA KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

SV: Tạ Thị Thu Quyên, Phạm Nguyễn Thùy Đoan, Trương Thị Lê Huệ,  
Lê Như Quỳnh, Nguyễn Đặng Thảo Nguyên  
Trường Đại học Ngoại thương, cơ sở II tại TP.HCM  
GVHD: ThS. Đặng Lê Phương Xuân

## TÓM TẮT

*Nghiên cứu này nhằm đánh giá, khảo sát và phân tích nhu cầu sử dụng Ngân hàng số TIMO của khách hàng cá nhân tại địa bàn TP.HCM. Kết quả nghiên cứu với 298 mẫu quan sát cho thấy mô hình đã phân ánh được gần 70% các nhân tố tác động tích cực đến Ý định sử dụng Ngân hàng số TIMO, bao gồm: Cảm nhận chi phí, Điều kiện thuận lợi, Dễ sử dụng mong đợi, Ảnh hưởng xã hội, Hữu ích mong đợi, Cảm nhận tin cậy. Ngoài ra, mô hình cũng chỉ ra có sự khác biệt giữa các nhóm có thu nhập khác nhau đối với Ý định sử dụng TIMO.*

*Từ khóa:* Ngân hàng số, TIMO, ý định sử dụng.

## 1. Giới thiệu

### 1.1. Tính cấp thiết của đề tài

Ngày nay, thanh toán không dùng tiền mặt là một xu hướng tất yếu và được khuyến khích ở nhiều nền kinh tế trên thế giới. Theo khảo sát của Ngân hàng Thế giới, thanh toán không dùng tiền mặt đã trở thành phương thức thanh toán phổ biến tại nhiều quốc gia phát triển trên thế giới như Mỹ, Bỉ, Pháp, Canada với giá trị chi tiêu của người dân chiếm tới hơn 90% trong tổng số giao dịch hằng ngày. Thực tế, thanh toán không sử dụng tiền mặt giúp hạn chế tối đa chi phí giao dịch, phí bảo hiểm gián tiếp, tăng tính hiệu quả trong thanh toán một cách chính xác và nhanh chóng hơn,...Việc chi phí giao dịch giảm đi và lưu chuyển tiền tệ tăng lên sẽ giúp nền kinh tế cải thiện tính hiệu quả, tăng thêm sức cạnh tranh, thúc đẩy tiêu dùng xuất khẩu và gia tăng các hoạt động kinh tế, cải thiện tăng trưởng GDP, tạo thêm việc làm cũng như tăng nguồn thu từ thuế. Quan trọng không kém, các hành vi như trốn thuế, rửa tiền và các hoạt động xã hội đen cũng trở nên khó thực hiện hơn trong một xã hội không sử dụng tiền mặt, nhờ đó Nhà nước có thể nâng cao hiệu quả quản lý và thu thuế, đồng thời cũng tăng tính hấp dẫn với nhà đầu tư nước ngoài.

Tại Việt Nam, với sự phát triển vượt bậc của công nghệ số, nhu cầu thanh toán điện tử của người dân tại Việt Nam nói chung và Thành phố Hồ Chí Minh nói riêng đang tăng cao. Theo Tổng cục Thống kê, Việt Nam có dân số hơn 92,7 triệu người (06/2016), trong đó số người sử dụng Internet hơn 52% và có đến 55% người sử dụng điện thoại thông minh để truy cập mạng bình quân 2 giờ mỗi ngày. Bên cạnh hình thức truy cập Internet truyền thống qua máy tính xách tay, người tiêu dùng Việt Nam đang dần chuyển hướng sang sử dụng các thiết bị di động để truy cập Internet. Với những điều kiện này, Việt Nam hoàn toàn có khả năng phát triển và đưa Ngân hàng số (NHS) trở thành thói quen thanh toán hằng ngày. Vì thế, Ngân hàng số đầu tiên tại Việt Nam ra đời là Ngân hàng số TIMO - được bảo trợ bởi ngân hàng VPBank. Tuy là một công cụ mang lại rất nhiều tiện ích cho cả ngân hàng và khách hàng, nhưng Ngân hàng số tại Việt Nam khá mới mẻ và gặp nhiều khó khăn trong quá trình phát triển. Nhóm tác giả nghiên cứu đề tài: “Các nhân tố ảnh hưởng đến ý định sử dụng Ngân hàng số TIMO của khách hàng cá nhân tại Thành phố Hồ Chí Minh” nhằm khảo sát nhu cầu sử dụng Ngân hàng số TIMO tại địa bàn Thành phố Hồ Chí Minh, đồng thời xác định các nhân tố và mức độ tác động của chúng đến ý định sử dụng Ngân hàng số của khách hàng cá nhân tại Thành phố Hồ Chí Minh. Để từ đó đưa ra các nhân tố có ý nghĩa quyết định đến ý định sử dụng, tạo cơ sở giúp các ngân hàng có thể đưa ra những giải pháp hoàn thiện hơn dịch vụ Ngân hàng số, kích thích người dân sử dụng dịch vụ Ngân hàng số rộng rãi hơn.

### 1.2. Mục tiêu nghiên cứu

Đưa ra cái nhìn tổng quan và cơ sở lý thuyết về đề tài và phân tích, đánh giá tình hình phát triển của NHS tại Việt Nam.

Xây dựng mô hình nghiên cứu và phân tích mức độ ảnh hưởng của các nhân tố tác động đến ý định sử dụng NHS TIMO của khách hàng cá nhân tại TP.HCM.

Đề xuất một số giải pháp giúp NHS TIMO có thể mở rộng quy mô, phát triển và hoàn thiện các dịch vụ NHS nhằm nâng cao mức độ sử dụng NHS TIMO của khách hàng cá nhân ở TP.HCM.

### **1.3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

#### **1.3.1. Đối tượng nghiên cứu**

Đối tượng nghiên cứu: Các nhân tố ảnh hưởng đến ý định sử dụng Ngân hàng số TIMO của khách hàng cá nhân tại TP.HCM.

Đối tượng khảo sát: Khách hàng cá nhân đã biết hoặc đã hoặc đang sử dụng Ngân hàng số TIMO tại TP.HCM với độ tuổi từ 18-50.

#### **1.3.2. Phạm vi nghiên cứu**

Phạm vi không gian: Nghiên cứu được thực hiện trên địa bàn TP.HCM.

Phạm vi thời gian: Ngân hàng số xuất hiện trên thế giới từ năm 2010, đặc biệt vào ngày 7/5/2016 Ngân hàng số đầu tiên tại Việt Nam - TIMO chính thức ra mắt tại TP.HCM nên các số liệu được nghiên cứu và khảo sát từ 2010 đến nay. Trong đó, nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp từ các website uy tín, Tổng Cục Thống Kê,... và dữ liệu sơ cấp được thu thập thông qua khảo sát 298 người dân tại TP.HCM từ tháng 4 đến tháng 6 năm 2017.

### **1.4. Tổng quan về tình hình nghiên cứu**

Trên thế giới, hiện nay đã có nhiều bài viết, công trình nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến ý định sử dụng ngân hàng hay ngân hàng điện tử của người tiêu dùng.

Bài nghiên cứu "Factors Influencing the Adoption of Internet Banking" của Margaret Tan (2000) đăng trên tạp chí Journal of the Association for Information Systems đã xác định các yếu tố kiểm soát hành vi thái độ, xã hội và nhận thức các yếu tố kiểm soát hành vi sẽ ảnh hưởng đến việc sử dụng dịch vụ Internet banking. Nghiên cứu "The Acceptance of E-banking by Customers in Nigeria" của James A. Odumeru (2012) cũng đã phân tích các yếu tố quyết định sự chấp nhận ngân hàng điện tử ở Nigeria và sử dụng mô hình chấp nhận công nghệ Acceptance Model (TAM) là mô hình nghiên cứu. Kết quả cho thấy sự chấp nhận của ngân hàng điện tử ở Nigeria bị ảnh hưởng đáng kể bởi tuổi tác, nền giáo dục, thu nhập, nhận thức hữu ích, nhận thức dễ sử dụng, cảm nhận rủi ro và cảm nhận hưởng thụ. Ngoài ra còn có các nghiên cứu, báo cáo số liệu thống kê về sự phát triển và xu hướng của NHS. Điển hình là nghiên cứu về Nhu cầu tiêu dùng tài chính đối với NHS trong tương lai do CGI thực hiện năm 2015. Kết quả nghiên cứu cho thấy, nhu cầu về thanh toán nhanh chóng và thông tin hỗ trợ quản lý tài chính ngày càng tăng, qua đó cung cấp một cái nhìn rõ ràng về cách các ngân hàng cần đổi mới để phát triển các dịch vụ. Mặc dù nghiên cứu chỉ thực hiện tại các nước phát triển và không phù hợp với nước đang phát triển như Việt Nam, nhưng kết quả nghiên cứu trước cũng là những yếu tố tham khảo hữu ích cho những mô hình NHS tại Việt Nam.

Trong nước, nghiên cứu về ngân hàng là một chủ đề khá quen thuộc. Các đề tài thường xoay quanh các dịch vụ của ngân hàng như thẻ ATM, internetbanking, mobile banking, thẻ tín dụng VISA,...đặc biệt là ngân hàng điện tử. Một trong những nghiên cứu nổi bật là "Đề xuất mô hình Chấp nhận và sử dụng ngân hàng điện tử ở Việt Nam" Cao Hào Thi và Nguyễn Duy Thanh (2011). Hai tác giả đề xuất mô hình Chấp nhận Ngân hàng điện tử E-BAM (E-Banking Adoption Model). Mô hình bao gồm các yếu tố: Hiệu quả mong đợi, khả năng tương thích, dễ dàng sử dụng, kiểm soát hành vi, chuẩn chủ quan, rủi ro giao dịch, hình ảnh ngân hàng, yếu tố pháp luật, các yếu tố nhân khẩu học. Ngoài ra, Long Nguyen và Tarlok Singh (2013) đã nghiên cứu và cung cấp thông tin chuyên sâu về sự tăng trưởng của các ngành tài chính, với trọng tâm đặc biệt về sự phát triển của ngành ngân hàng điện tử tại Việt Nam. Các kết quả cho thấy sự hữu ích, nhận thức dễ sử dụng, sự tin tưởng, sự quen thuộc, và chất lượng trang web có ảnh hưởng tích cực đến sự tin tưởng - yếu tố có ảnh hưởng đến ý định hành vi sử dụng dịch vụ ngân hàng điện tử. Trên đây là một số công trình có liên quan đến đề tài, nhưng các đề tài này chỉ nghiên cứu về



ngân hàng điện tử và chưa có một nghiên cứu nào về Ngân hàng số - đặc biệt là Ngân hàng số TIMO.

## **2. Cơ sở lý luận**

### **2.1. Khái niệm Ngân hàng số TIMO**

Ngân hàng số là một hình thức ngân hàng số hóa tất cả những hoạt động và dịch vụ ngân hàng truyền thống. Nói cách khác, tất cả những gì khách hàng có thể thực hiện ở các chi nhánh ngân hàng bình thường đã được số hóa và tích hợp vào một ứng dụng ngân hàng số duy nhất. Khách hàng chỉ cần có kết nối mạng là có thể quản lý hoặc giao dịch thành công trên website hoặc thiết bị di động. Những ngân hàng số sẽ không có văn phòng giao dịch hay không có hình thức giao dịch “qua quầy” nhưng vẫn sẽ có văn phòng làm việc nơi khách hàng có thể đến làm thủ tục, nhận giấy tờ, tài liệu, được tư vấn, chăm sóc và nạp tiền vào tài khoản (Nguồn: Ngân hàng số TIMO).

Sự ưu việt vượt trội nhất của TIMO là đem đến cho người dùng những trải nghiệm hoàn toàn mới trong thế giới Ngân hàng và công nghệ, giải phóng người dùng khỏi những bất lợi của dịch vụ ngân hàng cố định, truyền thống, mang đến sự tự do để người dùng tối ưu hoá thời gian và tiền bạc. TIMO là sự tích hợp của 3 loại hình dịch vụ tiện dụng: (1) Spend Account - tài khoản Thanh toán dành cho tiêu dùng thông thường; (2) Goal Save – tài khoản Tiết kiệm Mục tiêu dành cho tiết kiệm ngắn hạn với lãi suất 1%/năm và (3) Term Deposit – tài khoản Tiết kiệm có kỳ hạn. Dịch vụ số TIMO trang bị đầy đủ tất cả tính năng quản lý tài chính thông minh, an toàn với nhiều tầng bảo mật, hỗ trợ giao dịch trong và ngoài nước cũng như các khoản đầu tư và tiết kiệm cá nhân, cho phép người dùng dễ dàng quản lý tài chính hiệu quả, mọi lúc mọi nơi.

### **2.2. Các mô hình lý thuyết liên quan đến ý định hành vi của khách hàng**

#### **2.2.1. Các mô hình lý thuyết liên quan**

Thuyết hành động hợp lý (TRA) được phát triển bởi Fishbein và Ajzen vào năm 1975 trong lĩnh vực tâm lý xã hội, dựa trên giả định rằng các cá nhân dựa vào lý trí và sử dụng các thông tin sẵn có một cách có hệ thống để thực hiện hành động. Lý thuyết này chỉ ra rằng “ý định” là dự đoán tốt nhất của hành vi cuối cùng và ý định đồng thời được xác định bởi thái độ và các quy chuẩn chủ quan. Được chuyển thể từ mô hình TRA, Mô hình chấp nhận công nghệ (TAM) của Fred Davis (1989), được sử dụng để giải thích hành vi sử dụng của cá nhân trong lĩnh vực công nghệ thông tin. Trong đó, ý định sử dụng có tương quan đáng kể tới việc sử dụng, còn các yếu tố khác ảnh hưởng đến việc sử dụng một cách gián tiếp thông qua ý định sử dụng (Davis và cộng sự, 1989). Ngoài ra, TAM là mô hình đặc trưng được nghiên cứu rộng rãi nhất trong lĩnh vực chấp nhận công nghệ và cả hai yếu tố Ích lợi cảm nhận và Sự dễ sử dụng cảm nhận đều được kiểm chứng thực nghiệm và kết luận là phù hợp.

Venkatesh et al. (2003) đã chọn lọc và kết hợp các yếu tố tác động mạnh nhất trong 8 mô hình và lý thuyết trước đây và xây dựng nên Thuyết hợp nhất về chấp nhận và sử dụng công nghệ (UTAUT). Tám mô hình/lý thuyết đã được xem xét bao gồm: Thuyết hành động hợp lý (Fishbein và Ajzen, 1975); Thuyết hành vi kế hoạch (Ajzen, 1991); Mô hình chấp nhận công nghệ (Fred Davis, 1989); Mô hình kết hợp TAM và TPB (Taylor và Todd, 1995); Thuyết sự phổ biến của đổi mới (Everett Rogers, 1962); Mô hình động lực thúc đẩy (Davis et al., 1992); Mô hình của việc sử dụng máy tính cá nhân (Thompson et al., 1991); Thuyết nhận thức xã hội (Albert Bandura, 1986). UTAUT gồm có 4 nhân tố chính: Hữu ích mong đợi, Dễ sử dụng mong đợi, Ảnh hưởng xã hội, Điều kiện thuận lợi. Giới tính, tuổi tác, kinh nghiệm, và sự tự nguyện là các yếu tố gián tiếp ảnh hưởng đến biến phụ thuộc. Ý định hành vi được coi là một yếu tố dự báo quan trọng của việc sử dụng công nghệ (Venkatesh et al., 2003).

***Dựa trên các tài liệu liên quan đến lý thuyết về hành vi theo kế hoạch (TPB) và TAM, Pin Luarna và Hsin-HuiLin (2005) đã nghiên cứu mở rộng khả năng áp dụng của TAM trong lĩnh vực ngân hàng di động bằng cách thêm các yếu tố Nhận thức sự tin cậy, Nhận thức sự tự tin và nhận thức chi phí vào mô hình TAM. Các kết quả nghiên cứu ủng hộ mạnh mẽ TAM mở rộng trong dự đoán ý định của người sử dụng áp dụng trong lĩnh vực ngân hàng di động.***

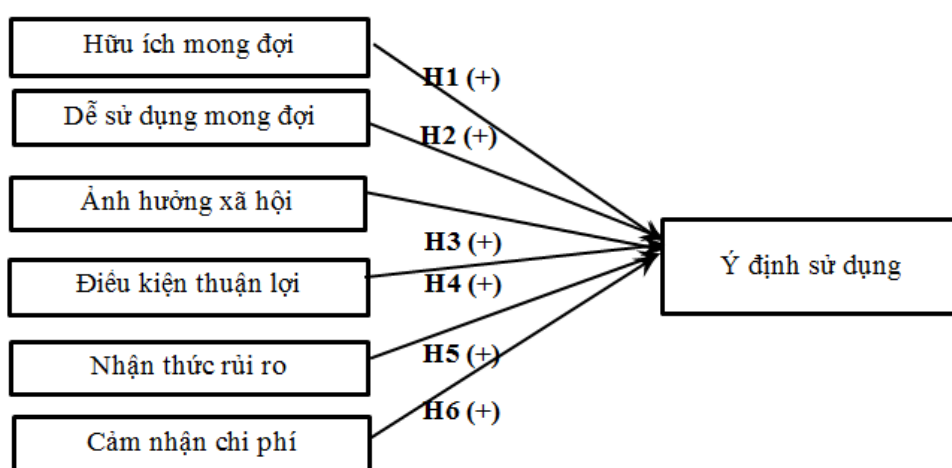
#### **2.2.2. Mô hình nghiên cứu đề nghị**



Căn cứ vào kết quả phân tích các mô hình và lý thuyết về hành vi chấp nhận sử dụng công nghệ mới, nhóm tác giả nghiên cứu nhận thấy Thuyết hợp nhất về chấp nhận sử dụng công nghệ (UTAUT), phù hợp với đề tài nghiên cứu, được chứng minh là có mức độ giải thích cao hơn 8 mô hình tiền thân của nó với hệ số  $R^2$  điều chỉnh đạt 70% (Venkatesh et al. 2003). Vì vậy trong đề tài nghiên cứu này, nhóm tác giả đề xuất sử dụng UTAUT làm cơ sở để xây dựng mô hình nghiên cứu.

Bên cạnh đó, căn cứ vào kết quả phân tích các nghiên cứu trên thế giới và tại Việt Nam về ý định sử dụng dịch vụ tài chính điện tử cụ thể: “The Acceptance of E-banking by Customers in Nigeria” (James A. Odumeru, 2012), “Đề xuất mô hình Chấp nhận và sử dụng ngân hàng điện tử ở Việt Nam” (Cao Hào Thi và Nguyễn Duy Thanh, 2011) và mô hình “Chấp nhận công nghệ TAM mở rộng” (Pin Luarna và Hsin-HuiLin, 2005), nhóm tác giả đề xuất kiểm định thêm sự tác động của 2 nhân tố Cảm nhận chi phí và Cảm nhận tin cậy. Ngoài ra, Cảm nhận tin cậy (PC) và Cảm nhận chi phí cũng được chứng minh là có tác động đến Ý định sử dụng của khách hàng cá nhân trong các nghiên cứu về Internet banking của (Wang et al., 2003; Yuen et al., 2011); về Mobile banking của (Yu, 2012), nghiên cứu về Online banking của (Chong et al., 2010). Mô hình nghiên cứu được mô tả trong sơ đồ 1 như sau:

Sơ đồ 1. Mô hình nghiên cứu đề nghị



### 2.2.3. Các giả thuyết nghiên cứu

Trong đề tài nghiên cứu này, các giả thuyết nhằm tìm hiểu mối quan hệ của các nhân tố đến ý định sử dụng NHS TIMO của các khách hàng cá nhân. Cụ thể như sau:

Hữu ích mong đợi là mức độ mà một cá nhân tin rằng sử dụng NHS sẽ giúp anh ấy/cô ấy nâng cao hiệu quả trong công việc (Venkatesh et al., 2003). Nghiên cứu thực nghiệm cho thấy người tiêu dùng sẽ có nhiều khả năng chấp nhận công nghệ mới hơn nếu lợi ích thu được từ việc sử dụng công nghệ vượt quá lợi ích mà họ bỏ ra (Davis 1989). Từ đó, đề xuất giả thuyết (H1) sau: Hữu ích mong đợi (HI) có tác động dương lên ý định sử dụng NHS TIMO của khách hàng cá nhân tại TP.HCM.

Sự dễ sử dụng mong đợi là mức độ mà một người tin rằng có thể sử dụng NHS một cách dễ dàng mà không cần sự nỗ lực. Người sử dụng cảm thấy hệ thống là dễ sử dụng khi nhờ đó họ thực hiện giao dịch nhanh hơn, nâng cao hiệu quả... Mặt khác, khách hàng cũng sẽ không cảm nhận được lợi ích mà NHS đem lại nếu họ không thấy dễ sử dụng hệ thống. Vì vậy, giả thuyết (H2) được đưa ra như sau: Dễ sử dụng mong đợi (SD) có tác động dương lên ý định sử dụng NHS TIMO của khách hàng cá nhân tại TP.HCM.

Ảnh hưởng xã hội được định nghĩa là “áp lực xã hội nhận thức để thực hiện hoặc không thực hiện hành vi” (Ajzen và Fishbein, 1975). Ảnh hưởng xã hội, được thể hiện trong lý thuyết thống nhất về chấp nhận và sử dụng công nghệ (UTAUT) và các lý thuyết khác (như TRA, TAM2, và TPB), đã tăng cường khả năng giải thích hành vi chấp nhận công nghệ khi việc sử dụng công

nghệ trở nên bắt buộc. Giả thuyết (H3): Ảnh hưởng xã hội (XH) có tác động dương lên ý định sử dụng NHS TIMO của khách hàng cá nhân tại TP.HCM.

Điều kiện thuận lợi là mức độ mà một cá nhân tin rằng cơ sở hạ tầng kỹ thuật của NHS hiện có hỗ trợ họ sử dụng dịch vụ. Trong UTAUT, Venkatesh et al. (2003) đưa ra giả thuyết Điều kiện thuận lợi (DK) tác động trực tiếp đến hành vi sử dụng thực sự trong môi trường tổ chức các điều kiện thuận lợi (dịch vụ, hỗ trợ, trang thiết bị ...) được cung cấp như nhau cho tất cả người sử dụng. Giả thuyết (H4) được đề xuất như sau: Điều kiện thuận lợi (DK) có tác động dương lên ý định sử dụng NHS TIMO của khách hàng cá nhân tại TP.HCM.

Cảm nhận tin cậy (TC) là sự đánh giá của một cá nhân về vấn đề bảo mật và an toàn của hệ thống ví dụ dịch vụ (Amin, 2008). Tin cậy cảm nhận ám chỉ hai thành phần quan trọng là tính an toàn và tính bảo mật (Wang et al., 2003). Howcroft và cộng sự (1999) thì cho rằng dù khách hàng rất tin tưởng ngân hàng của mình, họ vẫn kém tin tưởng vào công nghệ. Giả thuyết (H5) được đưa ra như sau: Cảm nhận tin cậy (TC) có tác động dương lên ý định sử dụng NHS TIMO của khách hàng cá nhân tại TP.HCM.

Cảm nhận chi phí (CP): Liên quan đến số tiền mà một cá nhân tin rằng anh/cô ấy sẽ phải chi trả để sử dụng dịch vụ công nghệ mới. Chi phí có thể bao gồm phí giao dịch, phí duy trì dịch vụ của nhà cung cấp; phí mạng điện thoại/internet để gửi lưu lượng truy cập thông tin liên lạc và chi phí máy tính/điện thoại di động. Trong mô hình nghiên cứu này, Cảm nhận chi phí là những cảm nhận của khách hàng cho rằng chi phí dành cho dịch vụ là thấp so với những giá trị mà họ nhận được khi sử dụng dịch vụ. Do đó, cảm nhận chi phí càng tăng thì Ý định sử dụng NHS càng tăng. Từ đó, giả thuyết (H6) được đề xuất như sau: Cảm nhận chi phí (CP) có tác động dương lên ý định sử dụng NHS TIMO của khách hàng cá nhân tại TP.HCM.

Trong đề tài nghiên cứu này, nhóm tác giả còn tiến hành kiểm định sự khác biệt về các yếu tố nhân khẩu học bao gồm Giới tính, Độ tuổi, Trình độ học vấn và Thu nhập đối với ý định sử dụng Ngân hàng số TIMO.

### **3. Phương pháp nghiên cứu**

Nghiên cứu được tiến hành qua hai giai đoạn: nghiên cứu sơ bộ và nghiên cứu chính thức, và được thực hiện bằng phương pháp định tính và phương pháp định lượng.

Trên cơ sở tham khảo các mô hình ở phần "Cơ sở lý thuyết", nhóm tác giả đưa ra mô hình nghiên cứu gồm các yếu tố tác động đến Ý định sử dụng NHS TIMO và xây dựng thang đo sơ bộ, bảng câu hỏi khảo sát phù hợp với các biến trong mô hình. Phương pháp nghiên cứu định tính phỏng vấn cá nhân được sử dụng để xây dựng, hiệu chỉnh các biến quan sát đo lường các khái niệm nghiên cứu, đồng thời xây dựng được bảng câu hỏi khảo sát và thang đo chính thức với 27 biến quan. Bài nghiên cứu sử dụng thang đo Likert với dãy giá trị từ 1 đến 5 được sử dụng để đo lường ý kiến đánh giá của đối tượng khảo sát về tác động của các nhân tố ảnh hưởng đến ý định sử dụng NHS TIMO của KHCN tại TP.HCM. Thang điểm cụ thể như sau: 1 điểm – hoàn toàn không đồng ý, 2 điểm – không đồng ý, 3 điểm – không có ý kiến, 4 điểm – đồng ý, 5 điểm – hoàn toàn đồng ý.

Dựa trên kích thước mẫu cần thiết cho nghiên cứu, bảng câu hỏi khảo sát chính thức được gửi trực tiếp hoặc qua email đến các đối tượng khảo sát với độ tuổi từ 18-40, có sở hữu tài khoản ngân hàng và có thói quen sử dụng internet, điện thoại thông minh, có hiểu biết về NHS TIMO và đang sinh sống/làm việc tại Thành phố Hồ Chí Minh. Thời gian khảo sát là từ ngày 01/04/2017 đến ngày 15/06/2017. Sau khoảng hơn 2 tháng khảo sát, kết quả thu được là 324 bảng trả lời. Tuy nhiên, một số bảng trả lời không phù hợp, nên trước khi nhập liệu, tác giả tiến hành làm sạch dữ liệu khảo sát. Trong 324 bảng trả lời nhận được, có 26 bảng không hợp lệ do đối tượng không điền đầy đủ những câu trả lời trong bảng khảo sát, không thể hiện ý chí khi làm bảng hỏi, hoặc khoanh tròn nhiều hơn 1 đáp án cho 1 câu hỏi đánh giá. Tóm lại, số lượng bảng khảo sát còn lại để tiến hành nhập liệu và mã hoá là 298.

Kết quả khảo sát được tập hợp và làm sạch, sau đó được mã hóa, nhập liệu vào phần mềm xử lý dữ liệu thống kê SPSS 16.0 để tiến hành phân tích đánh giá thang đo, kiểm định Cronbach's

Alpha, phân tích nhân tố khám phá EFA, phân tích hồi quy bằng SPSS 16.0 và thực hiện các kiểm định có liên quan khác.

#### 4. Kết quả nghiên cứu

##### 4.1. Phân tích thống kê mô tả

Thống kê mẫu nghiên cứu (bảng 1) cho thấy, trong tổng số 298 mẫu, có 152 đối tượng là nam (chiếm 51%) và 146 đối tượng là nữ (chiếm 49%) biết đến NHS TIMO. Số lượng nam nữ khá cân đối và không chênh lệch nhiều.

Về độ tuổi, vì đối tượng nghiên cứu chủ yếu là thanh niên nên độ tuổi từ 19 đến 29 chiếm khá nhiều 69,9%, độ tuổi từ 30 đến 29 chiếm 28,5% và hơn 40 tuổi chiếm 1,6%. Điều này cho thấy, đối tượng khách hàng chủ yếu của TIMO là sinh viên và đây cũng là đối tượng dễ dàng tiếp cận để khảo sát.

Về học vấn, những người có trình độ học vấn Cao đẳng – Đại học chiếm đa số 86,6% (258 đối tượng), trong khi dưới Đại học/Cao đẳng và sau Đại học chỉ chiếm 5,7% và 7,7%. Kết quả khảo sát cho thấy đối tượng sử dụng NHS đa số là những người trẻ có độ tuổi không quá 30 và có trình độ học vấn cao, điều này hoàn toàn hợp lý vì đây là những đối tượng người có kiến thức, thường sử dụng điện thoại di động, dễ dàng tiếp cận với công nghệ mới.

Về thu nhập, đa số đối tượng sử dụng TIMO thường là sinh viên nên có thu nhập khá thấp, nhỏ hơn 5 triệu đồng chiếm 43,3%. Ngoài ra, còn có những đối tượng khác với thu nhập từ 5 đến 10 triệu chiếm 27,9%, từ 11 đến 18 triệu chiếm 23,5% và còn lại thu nhập trên 18 triệu chiếm 5,4%.

**Bảng 1. Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu**

	Thông tin	Số lượng	Phần trăm (%)
Giới tính	Nữ	152	51,0
	Nam	146	49,0
Độ tuổi	<19	13	4,4
	20-24	128	43,0
	25-29	67	22,5
	30-34	57	19,1
	35-39	28	9,4
	40-44	4	1,3
	>50	1	0,3
Thu nhập hàng tháng	<5 triệu	129	43,3
	5-10 triệu	83	27,9
	11-18 triệu	70	23,5
	>18 triệu	16	5,4
Trình độ học vấn	Dưới Đại học/ Cao đẳng	17	5,7
	Đại học/ Cao đẳng	258	86,6
	Sau Đại học	23	7,7
Tổng cộng mẫu		298	100,0

*Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ kết quả phân tích SPSS 16.0*

##### 4.2. Kiểm định hệ số tin cậy Cronbach's Alpha và phân tích nhân tố khám phá EFA

**Bảng 2. Kết quả phân tích nhân tố khám phá EFA**

Biến quan sát	Trung bình thang đo nếu loại biến	Phương sai thang đo nếu loại biến	Tương quan biến tổng	Cronbach's Alpha nếu loại biến

Hữu ích mong đợi				0,857
HI3	11,21	4,385	0,640	0,849
HI2	12,11	4,563	0,695	0,820
HI1	10,99	4,879	0,694	0,822
HI4	11,50	4,406	0,793	0,779
Dễ sử dụng mong đợi				0,875
SD1	9,89	7,428	0,824	0,805
SD2	10,59	8,182	0,623	0,880
SD3	10,52	6,937	0,754	0,832
SD4	9,89	7,517	0,737	0,837
Ảnh hưởng xã hội				0,845
XH1	10,14	6,306	0,632	0,825
XH2	10,15	6,459	0,660	0,812
XH3	10,30	6,607	0,625	0,826
XH4	10,73	5,806	0,813	0,744
Điều kiện thuận lợi				0,864
DK1	6,10	4,515	0,662	0,883
DK2	6,12	4,315	0,775	0,777
DK3	6,89	4,270	0,791	0,762
Cảm nhận tin cậy				0,886
TC1	10,82	4,158	0,694	0,875
TC2	11,88	4,043	0,801	0,835
TC3	10,89	4,041	0,714	0,868
TC4	11,26	4,029	0,801	0,835
Cảm nhận chi phí				0,856
CP1	13,07	8,187	0,675	0,827
CP2	13,58	7,591	0,673	0,826
CP3	14,24	8,022	0,683	0,824
CP4	13,97	7,635	0,627	0,840
CP5	14,49	7,773	0,712	0,816
Ý định sử dụng				0,680
YD1	8,91	0,588	0,618	0,428
YD2	8,92	0,596	0,633	0,415
YD3	9,51	0,682	0,288	0,872

*Nguồn: Kết quả phân tích SPSS 16.0*

Đối với từng thang đo, các hệ số Cronbach's Alpha đều thỏa mãn điều kiện lớn hơn 0,6 và nhỏ hơn 0,9 và hệ số tương quan biến - tổng đều lớn hơn 0,3. Trong đó, hệ số Cronbach's Alpha của thang đo lớn nhất là của thang đo Cảm nhận tin cậy 0,886 và nhỏ nhất của Ảnh hưởng xã hội 0,845.

Kết quả phân tích nhân tố khám phá EFA được trình bày trong bảng 2 cho thấy 24 biến quan sát của các biến độc lập được nhóm thành 6 nhân tố: Hữu ích mong đợi, Dễ sử dụng mong đợi,

Ảnh hưởng xã hội, Điều kiện thuận lợi, Cảm nhận chi phí, Cảm nhận tin cậy với chỉ số KMO = 0,558 > 0,5, Barlett's sig. = 0,000 < 0,05, tổng phương sai trích > 50% và các hệ số eigenvalue đều lớn hơn 1. Đối với biến phụ thuộc, các biến quan sát YD1, YD2, YD3 đều có hệ số Factor Loading > 0,5 chứng tỏ những biến này dùng để giải thích thang đo ý định sử dụng của khách hàng là hợp lý.

Kết luận: Sau khi phân tích khám phá từ 27 biến và 7 nhóm nhân tố, kết quả cho thấy các nhân tố này đạt yêu cầu và được sử dụng phân tích hồi quy ở bước tiếp theo.

#### 4.3. Kiểm định sự phù hợp của mô hình

Kết quả phân tích hồi quy trong bảng 4 cho thấy hệ số R<sup>2</sup> hiệu chỉnh bằng 0,691, nghĩa là mô hình hồi quy tuyến tính phù hợp 69,1% với tập dữ liệu hay nói cách khác 69,1% sự biến thiên của biến Y định sử dụng được giải thích bởi các thành phần của các yếu tố ảnh hưởng đến ý định sử dụng TIMO. Ngoài ra, kết quả kiểm định F trong bảng 3 có Sig. = 0,0 < 0,05 cho thấy giả thuyết R<sup>2</sup> = 0 không thỏa mãn. Như vậy, ta có thể khẳng định mô hình hồi quy phù hợp với tập dữ liệu và 69,1% biến thiên của Ý định sử dụng được giải thích bởi các nhân tố Hữu ích mong đợi, Dễ sử dụng mong đợi, Ảnh hưởng xã hội, Cảm nhận chi phí, Cảm nhận tin cậy.

**Bảng 3. Kết quả kiểm định F**

Mô hình	Tổng bình phương	Df	Bình phương trung bình	F	Sig.
1   Hồi quy	27,744	6	4,624	111,700	0,000 <sup>a</sup>
Phần dư	12,046	91	0,041		
Tổng	39,790	97			

*Nguồn: Kết quả phân tích SPSS 16.0*

Hệ số Durbin Watson dùng để kiểm định tương quan chuỗi bậc nhất cho thấy mô hình không vi phạm khi sử dụng phương pháp hồi quy bội vì giá trị của hệ số Durbin Watson là 1,894 (bảng 4.8) < 2, vậy không có sự tương quan chuỗi bậc nhất trong mô hình.

**Bảng 4. Kết quả kiểm tra tự tương quan bậc nhất**

R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> hiệu chỉnh	Độ lệch chuẩn của ước lượng	Durbin-Watson
0,835	0,697	0,691	0,20346	1,894

*Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ kết quả phân tích SPSS 16.0*

#### 4.4. Phân tích hồi quy tuyến tính bội

Kết quả phương trình hồi quy tuyến tính từ phần mềm SPSS 16.0 như sau:

$$YD = 1,75 + 0,237*HI + 0,309*SD + 0,286*XH + 0,322*DK + 0,152*TC + 0,412*CP$$

Trong đó:

YD: Ý định sử dụng

HI: Hữu ích mong đợi

SD: Dễ sử dụng mong đợi

XH: Ảnh hưởng xã hội

DK: Điều kiện thuận lợi

TC: Cảm nhận tin cậy

CP: Cảm nhận chi phí

Tiêu chí Collinearity diagnostics (chuẩn đoán hiện tượng đa cộng tuyến) với hệ số phóng đại phương sai VIF của 6 biến độc lập trong mô hình đều nhỏ hơn 2, do đó không có đa cộng tuyến của các biến độc lập.

Kết quả phân tích dữ liệu nghiên cứu cho thấy, với độ tin cậy 95%, các giả thuyết nghiên cứu H1, H2, H3, H4, H5, H6 đưa ra đều được chấp nhận do có hệ số T-Test > 2 và Sig. < 0,05. Các nhân tố Hữu ích mong đợi (HI), Dễ sử dụng mong đợi (SD), Ảnh hưởng xã hội (XH), Điều kiện thuận lợi, Cảm nhận chi phí (CP), Cảm nhận tin cậy (TC) đều có tác động dương đến Ý định sử dụng. Kết quả này phù hợp và phản ánh đúng thực tiễn sử dụng TIMO của khách hàng cá nhân



tại TP.HCM. Kết quả này phù hợp và phản ánh đúng thực tiễn sử dụng TIMO của khách hàng cá nhân tại TP.HCM. Cụ thể như sau:

**Bảng 4. Kết quả hồi quy**

Mô hình		Hệ số chưa chuẩn hóa		Hệ số chuẩn hóa	t	Sig.	VIF
		B	Sai số chuẩn	Beta			
1	Hằng số	1,750	0,118		14,769	0,000	
	F_HI	0,125	0,018	0,237	7,126	0,000	1,067
	F_SD	0,126	0,014	0,309	9,342	0,000	1,054
	F_XH	0,128	0,015	0,286	8,742	0,000	1,027
	F_DK	0,117	0,012	0,322	9,888	0,000	1,022
	F_TC	0,087	0,018	0,156	4,785	0,000	1,028
	F_CP	0,219	0,018	0,412	12,430	0,000	1,056

*Nguồn: Kết quả phân tích SPSS 16.0*

Cảm nhận chi phí (CP) là nhân tố có tác động mạnh nhất đến Ý định sử dụng NHS của khách hàng ( $\beta = 0,412$ ). Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, cảm nhận chi phí càng tăng thì Ý định sử dụng NHS càng tăng. Theo thông kê mô tả các biến quan sát, khách hàng cá nhân đánh giá giao dịch qua TIMO tiết kiệm hơn nhiều so với các giao dịch tại ngân hàng khác, giúp tiết kiệm được nhiều tiền bạc với mức trung bình thang đo khá cao so với các biến khác là 4,27. Thực tế, đa số khách hàng sử dụng NHS TIMO bởi vì TIMO miễn phí tất cả các dịch vụ ngân hàng như đăng kí, rút tiền nội và liên ngân hàng, chuyển tiền, miễn phí thường niên,... Trong khi các NH khác đều thu phí sử dụng các dịch vụ này. Mặc dù các khoản phí này nhỏ, nhưng TIMO đã đánh đúng vào tâm lí thích dùng dịch vụ miễn phí của khách hàng. Vì vậy, đây là lợi thế giúp TIMO thu hút được số lượng người sử dụng lớn, đặc biệt là đối tượng sinh viên, dù TIMO chỉ mới xuất hiện trên thị trường.

Điều kiện thuận lợi (DK) là nhân tố có tác động mạnh thứ hai đến Ý định sử dụng NHS ( $\beta = 0,322$ ). Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, điều kiện thuận lợi càng tăng thì Ý định sử dụng NHS càng tăng. Ngày nay chất lượng cuộc sống càng được cải thiện, các thiết bị công nghệ như máy vi tính, điện thoại thông minh, internet đã trở nên phổ biến, rất dễ dàng tiếp cận và sử dụng, vì vậy yếu tố nguồn lực và kiến thức cần thiết để sử dụng TIMO được đa số khách hàng đánh giá cao với mức trung bình là 3,43 và 3,45. Tuy nhiên, khi gặp khó khăn khách hàng ít có người giúp đỡ trực tiếp, mà chỉ có thể tìm hiểu thông tin trên mạng hay gọi điện thoại đến TIMO để tư vấn, do đó thang đo này bị đánh giá thấp nhất trong tất các thang đo là 2,67. Thực tế, việc TIMO chỉ có 1 trụ sở tại TP.HCM đã gây khó khăn đối với khách hàng ở xa khi đến nhận thẻ và nhận sự hỗ trợ trực tiếp trong quá trình sử dụng. Vì vậy, đây là yếu tố có ảnh hưởng mạnh mẽ đến tâm lý người dùng vì họ sẽ chọn những dịch vụ thuận lợi cho bản thân.

Đễ sử dụng mong đợi (SD) là nhân tố tác động mạnh thứ ba đến Ý định sử dụng NHS của khách hàng ( $\beta = 0,309$ ). Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, dễ sử dụng mong đợi càng tăng thì Ý định sử dụng NHS càng tăng. Điều này phù hợp với các nghiên cứu trước đây của Venkatesh et al. (2003). Khi khách hàng nhận thấy công nghệ mới dễ sử dụng thì họ sẽ có ý định sử dụng công nghệ đó cao hơn. Đặc biệt, đa số khách hàng cảm thấy TIMO dễ dàng sử dụng mọi lúc mọi nơi có internet, linh hoạt trên nhiều thiết bị, từ đó giúp tối đa hóa sự tiện lợi cho khách hàng, do đó thang đo này có mức đánh giá trung bình cao 3,74. Tuy nhiên, giao diện của TIMO mới lạ và các bước thanh toán chưa thật sự đơn giản, nên đối với những cá nhân chưa từng sử dụng các ứng dụng trên điện thoại thì khả năng tận dụng tối đa các chức năng, dịch vụ của TIMO còn hạn chế. Vì vậy, biến quan sát về giao diện TIMO có mức trung bình thấp nhất trong các thang đo của biến dễ sử dụng mong đợi là 3,04.

Ảnh hưởng xã hội (XH) có tác động tích cực đến Ý định sử dụng NHS của khách hàng ( $\beta = 0,286$ ). Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, ảnh hưởng xã hội càng tăng thì Ý định sử

dụng NHS càng tăng. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu trước đây của Venkatesh et al. (2003) và phù hợp với xã hội có tính tập thể cao với dân số trẻ như Việt Nam. Theo thống kê biến quan sát, biến XH1 và XH2 có mức trung bình cao lần lượt là 3,63 và 3,62. Điều này cho thấy, đa số khách hàng đều có người quen như người thân, bạn bè, đồng nghiệp hoặc những người có uy tín sử dụng TIMO, vì vậy khách hàng sẽ có ý định sử dụng NHS để nhận được lợi ích như người quen của họ đã sử dụng và chia sẻ. Tuy nhiên, tỉ lệ khách hàng biết đến TIMO qua truyền thông và các mạng xã hội lại khá ít, được thể hiện qua mức trung bình thang đo thấp chỉ 3,04, do đó có thể nhận thấy các chương trình quảng bá của TIMO chưa lan truyền được đến nhiều đối tượng khách hàng.

Hữu ích mong đợi (HI) là nhân tố tác động tích cực đến Ý định sử dụng NHS của khách hàng ( $\beta = 0,237$ ). Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, hữu ích mong đợi càng tăng thì Ý định sử dụng NHS càng tăng. Đa số khách hàng đều hài lòng với hữu ích mà NHS mang lại như nhanh chóng, tiết kiệm công sức và hiệu quả với mức độ trung bình các thang đo cao nhất trong tất cả các thang đo 4,78. Điều này cho thấy NHS thực sự hữu ích đối với người dùng và biến này phù hợp với thực tế, vì khi khách hàng nhận được lợi ích về mặt nào đó như thời gian, chi phí, cảm thấy hiệu quả hơn khi sử dụng dịch vụ NHS thay cho NH truyền thống, xu hướng khách hàng sẽ chọn dịch vụ mang lại nhiều lợi ích hơn và điều này cũng giúp giảm thiểu tiền mặt trong nền kinh tế.

Cảm nhận tin cậy (TC) có tác động dương thấp nhất đến Ý định sử dụng ( $\beta=0,152$ ). Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, cảm nhận tin cậy càng tăng thì Ý định sử dụng NHS càng tăng. Sự tin tưởng của khách hàng vào bảo mật của NHS càng cao thì Ý định sử dụng NHS càng tăng. Mức trung bình thang đo cao 3,69 và 4,13 cho thấy khách hàng đánh giá cao mức độ bảo mật 3 tầng của TIMO và cảm thấy tài khoản an toàn khi được bảo trợ bởi VPBank. Nhưng khách hàng lại chưa thật sự tin tưởng và còn lo lắng khi thanh toán điện tử được thể hiện qua mức đánh giá trung bình thấp 3,06. Bởi vì đứng trước tình trạng mất an ninh mạng hiện nay, người tiêu dùng nhận thức được rằng bảo mật thông tin, bảo vệ tài khoản phải là ưu tiên hàng đầu khi quyết định sử dụng dịch vụ thanh toán điện tử, đây là dịch vụ ảnh hưởng trực tiếp đến tài sản của người tiêu dùng, nếu không được bảo mật tốt, có thể khách hàng sẽ bị mất tiền trong tài khoản.

#### 4.5. Kiểm định sự khác biệt giữa các biến định tính

Trong bài nghiên cứu này, biến giới tính có hai lựa chọn là Nam và Nữ nên nhóm tác giả sử dụng phép kiểm định Independent-sample T – test (kiểm định giả thuyết trung bình của hai tổng thể) để tìm sự khác biệt với biến định lượng.

Bảng 5. Kết quả Independent Samples Test

		Kiểm định Levene		Kiểm định t-test				
		F	Sig.	T	df	Sig. (2-tailed)	Khác biệt trung bình	Khác biệt sai số chuẩn
F_Y D	Phương sai không khác nhau	3,609	0,058	1,748	296	0,082	0,07387	0,04227
	Phương sai khác nhau			1,751	2950,465	0,081	0,07387	0,04220

Nguồn: Kết quả phân tích SPSS 16.0

Kết quả kiểm định Independent Samples Test đối với biến Giới tính được thể hiện trong bảng 5. Ta có Sig. của kiểm định Levene = 0,058 > 0,05 nên phương sai giữa 2 nhóm của biến giới tính không khác nhau. Sau đó, xem xét kết quả kiểm định T ở phần phương sai không khác nhau. Giá trị sig. của kiểm định t ở phần phương sai không khác nhau sig. = 0,82 > 0,05 nên kiểm định T không có sự khác biệt giữa các nhóm của biến định tính.

Phân tích Anova One Way được sử dụng để xem xét ảnh hưởng của các yếu tố có 3 nhóm trở lên bao gồm: độ tuổi, thu nhập, trình độ học vấn ảnh hưởng đến Ý định sử dụng TIMO của khách hàng cá nhân. Để phân tích sự khác biệt giữa các giá trị trung bình của biến Thu nhập, nhóm tác giả thực hiện phân tích sâu ANOVA (Post Hoc). Bởi vì biến Thu nhập có phương sai bằng nhau nên Kiểm định Turkey được sử dụng để so sánh các nhóm với nhau.

**Bảng 4. 2. Tóm tắt kết quả ANOVA One Way**

Tên biến	Độ tuổi	Thu nhập	Trình độ học vấn
Sig. (Kiểm định phương sai đồng nhất)	0,000	0,087	0,01
Kết quả kiểm định	Phương sai khác nhau	Phương sai bằng nhau	Phương sai khác nhau
Sig. (Kiểm định ANOVA)	0,000	0,000	0,000

*Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ kết quả phân tích SPSS 16.0*

Đối với 2 biến Độ tuổi và Trình độ, theo kết quả Kiểm định phương sai đồng nhất, Sig của thống kê Levene nhỏ hơn 0,05 nên với độ tin cậy 95% ta bác bỏ giả thiết “Phương sai bằng nhau” và chấp nhận giả thiết “Phương sai khác nhau”. Vì phương sai khác nhau nên không thể sử dụng bảng ANOVA để kết luận.

Đối với biến Thu nhập, Sig. của thống kê Levene = 0,087 > 0,05 nên ở độ tin cậy 95% giả thiết “Phương sai bằng nhau” được chấp nhận và bác bỏ giả thiết “Phương sai khác nhau”. Theo kết quả ANOVA, Sig. = 0,000 < 0,05 nên có sự khác biệt giữa các nhóm thu nhập khác nhau đối với Ý định sử dụng NHS.

Kết luận: Có sự khác biệt giữa các nhóm có thu nhập khác nhau đối với Ý định sử dụng NHS TIMO của KHCN tại TP.HCM. Không có sự khác biệt giữa các nhóm độ tuổi, giới tính, trình độ học vấn khác nhau đối với Ý định sử dụng NHS TIMO của KHCN tại TP.HCM.

## 5. Giải pháp và kết luận

### 5.1. Một số giải pháp kiến nghị

Từ kết quả nghiên cứu trên, nhóm nghiên cứu xin đề xuất một số giải pháp sau:

Thứ nhất, Cảm nhận chi phí là yếu tố có tầm ảnh hưởng nhất đến ý định sử dụng NHS của khách hàng cá nhân tại TP.HCM. Điều khác biệt và thu hút nhất của TIMO so với các ngân hàng khác là khách hàng được miễn phí tất cả các dịch vụ khi sử dụng thẻ TIMO. Vì vậy, TIMO cần giữ nguyên chính sách miễn phí các dịch vụ để duy trì lượng khách hàng cũ và mở rộng quy mô khách hàng. Tuy nhiên trong dài hạn, TIMO cần có nguồn lợi nhuận để bù đắp cho những dịch vụ miễn phí này. TIMO có thể kiếm được nguồn lợi nhuận khác từ việc quảng cáo trên ứng dụng điện thoại và trang web của mình. Bên cạnh đó, TIMO cần phát triển thêm các gói sản phẩm như bảo hiểm, cho vay tiêu dùng, vay tín chấp,...nhằm cung cấp đa dạng các dịch vụ và thu về lợi nhuận cho NHS.

Thứ hai, việc cải tiến giao diện trở nên đơn giản, rõ ràng là công việc ngân hàng rất cần chú trọng. Nhìn chung giao diện TIMO khá đẹp, bắt mắt với tông màu tím chủ đạo. Chữ các mục to, rõ nhưng các tiện ích bị dấu đi, đây sẽ là điểm trừ lớn gây khó khăn cho người sử dụng lần đầu. Để sử dụng các dịch vụ với số tiền của mình (Thanh toán, Chuyển tiền, Mở tài khoản tiết kiệm,...) thì phải quét thanh công cụ từ phải qua trái, sẽ khó khăn đối với những lần đầu tiên của khách hàng. Do đó, TIMO cần không ngừng nỗ lực đơn giản hóa giao diện, tối thiểu số bước thao tác và có hướng dẫn cụ thể từng bước cho mỗi chức năng để hoàn thiện ứng dụng TIMO hơn nữa.

Thứ ba, sự hài lòng từ người dùng mới chính là công cụ marketing hiệu quả và rẻ nhất. TIMO cần chú trọng đem lại trải nghiệm mới mẻ, hữu dụng và chăm sóc khách hàng tốt nhất ngay từ lần đầu tiên sử dụng, từ đó khách hàng có thể giới thiệu dịch vụ đến những người xung quanh giúp TIMO mở rộng quy mô và đối tượng khách hàng. Ngoài ra, TIMO cần nâng cao chất lượng

hỗ trợ trực tuyến, chăm sóc khách hàng 24/24, để giúp khách hàng thoải mái và thuận tiện tối đa trong quá trình sử dụng dịch vụ.

Thứ tư, để mang lại hiệu quả và sự tiện lợi cao nhất cho khách hàng sử dụng NHS, các DN cần tìm hiểu và nắm bắt kịp các nhu cầu thanh toán điện tử ngày càng mở rộng của khách hàng và tích hợp các tiện ích thanh toán đa dạng trong nhiều lĩnh vực như thanh toán hóa đơn sinh hoạt, thanh toán vé điện tử, thanh toán đặt phòng du lịch ... và thậm chí là chuyển/nhận tiền hoặc thanh toán quốc tế cho các sản phẩm/ dịch vụ mua ở nước ngoài;

Thứ năm, đội ngũ quản lý ngân hàng TIMO cần chú ý đầu tư bảo mật, luôn cập nhật hệ thống, việc đầu tư đào tạo cho nhân viên, kỹ sư kỹ thuật bảo mật cũng cần được chú trọng. Một điều không kém phần quan trọng là đưa ra cảnh báo cho người dùng để họ luôn chủ động trong việc bảo vệ tài khoản cá nhân. TIMO nên đưa ra các phương án sẵn sàng đối mặt với rủi ro, và kết hợp với đối tác bảo mật để có thể đưa ra biện pháp xử lý nhanh chóng ngay khi có sự cố.

Thứ sáu, nhằm tạo ra tác động tích cực đến ý định sử dụng NHS của khách hàng cá nhân tại TP.HCM, nâng cao sự phát triển của các phương thức TTĐT nói chung và NHS nói riêng, các cơ quan quản lý nhà nước cần đưa ra những chủ trương, chính sách và định hướng cụ thể cho các vấn đề liên quan đến NHS.

Như vậy, nghiên cứu đã góp phần xây dựng và phát triển một công cụ đo lường nhằm xác định các yếu tố ảnh hưởng đến ý định sử dụng NHS TIMO tại TP.HCM, phù hợp với các đặc điểm và bối cảnh của Việt Nam. Vì thế, các doanh nghiệp, ngân hàng và cơ quan quản lý Nhà nước có thể tham khảo kết quả của nghiên cứu này để đưa ra những chiến lược đúng đắn cho sự phát triển trong hoạt động kinh doanh cũng như nâng cao khả năng nhận dạng; nhóm khách hàng tiềm năng và quản lý hiệu quả hơn thị trường NHS hiện nay.

## 5.2. Kết luận

Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả đã sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính, phương pháp bình phương nhỏ nhất và dựa trên mô hình thuyết hợp nhất về chấp nhận và sử dụng công nghệ UTAUT của Venkatesh et al. (2003). Với 6 nhân tố trong mô hình là Hữu ích mong đợi, Dễ sử dụng mong đợi, Điều kiện thuận lợi, Ảnh hưởng xã hội, Cảm nhận chi phí và Cảm nhận tin cậy. Kết quả hệ số  $R^2 = 0,697$ , có thể thấy mô hình đã phản ánh được gần 70% các yếu tố tác động đến ý định sử dụng NHS TIMO của khách hàng cá nhân tại TP.HCM.

Qua nghiên cứu này, nhóm tác giả đã cung cấp cho các nhà cung cấp dịch vụ một cái nhìn tổng quát về nhu cầu của người tiêu dùng đối với Ngân hàng số, từ đó có hướng phát huy những điểm mạnh sẵn có, cải thiện những điểm hạn chế mà Ngân hàng số TIMO còn tồn đọng, chưa đáp ứng được yêu cầu của người tiêu dùng nhằm mở rộng phạm vi và nâng cao mức độ sử dụng Ngân hàng số trên địa bàn thành phố Hồ Chí Minh.

Tuy nhiên, vẫn còn rất nhiều những khó khăn, thử thách dành cho các doanh nghiệp, ngân hàng để có thể tồn tại và đứng vững trong bối cảnh cạnh tranh khốc liệt hiện nay. Bởi vậy, sự nỗ lực từ bản thân mỗi doanh nghiệp, ngân hàng, tổ chức tài chính,... cùng với sự hỗ trợ, giúp đỡ, hướng dẫn của các cơ quan quản lý Nhà nước nhằm tối ưu hóa và áp dụng công nghệ mới trong hoạt động ngân hàng là một yếu tố không thể thiếu.

Cuối cùng, nhóm tác giả hi vọng những kết quả rút ra được từ quá trình nghiên cứu sẽ góp phần hữu ích trong quá trình thúc đẩy xu hướng Ngân hàng số ở thành phố Hồ Chí Minh nói riêng và Việt Nam nói chung phát triển nhanh chóng. Bên cạnh đó, nghiên cứu này sẽ là nguồn tham khảo bổ ích cho các nghiên cứu về Ngân hàng số khác trong tương lai.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Amin et al., 2008, “Factors affecting the intentions of customers in Malaysia to use mobile phone credit cards”, Management Research News, Vol. 31 Iss: 7. pp.493 – 503.
- [2] Cao Hào Thi, Nguyễn Duy Thanh, 2011, “Đề xuất mô hình Chấp nhận và sử dụng ngân hàng điện tử ở Việt Nam”, Tạp chí Phát triển Khoa học và công nghệ. tập 14. số Q2-2011, trang 97-105.
- [3] CGI Inc., 2015, “Financial Consumer Demands for Tomorrow’s Digital Bank”.

- [4] Chong A. Y. L. et al., 2010, “Online banking adoption: an empirical analysis”, *International Journal of Bank Marketing*, vol. 28, No. 4, pp. 267- 287.
- [5] Davis, F.D., R. Bagozzi and P.R. Warshaw, 1989, “User acceptance of computer technology”, *Management Science*, Vol. 35, No. 8, pp. 982–1003.
- [6] Fishbein, M. and I. Ajzen, 1975, “Belief, attitudes, intention and behavior: An introduction to theory and research”, Reading MA: Addison-Wesely, pp.102-145.
- [7] Howcroft, B., R. Hamilton and P. Hewer, 2002, “Consumer attitude and the usage and adoption of home-based banking in the United Kingdom”, *International Journal of Bank Marketing*, Vol. 20(3).pp. 111-121.



# ĐO LƯỜNG HIỆU ỨNG LAN TỎA ĐỘ BIẾN ĐỘNG GIỮA CÁC THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁT TRIỂN VÀ CÁC THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN ĐANG PHÁT TRIỂN

SV: Trần Thị Thanh Huyền, Huỳnh Ngọc Kim Minh, Nguyễn Thị Ngọc Trân  
Trường Đại Học Ngoại Thương Cơ sở II tại Thành Phố Hồ Chí Minh  
GVHD: TS. Nguyễn Thị Hoàng Anh

## TÓM TẮT

Bài nghiên cứu này tập trung xem xét mối liên kết giữa các thị trường chứng khoán của 11 quốc gia, gồm 5 quốc gia phát triển (Mỹ, Nhật, Đức, Anh, Hồng Kông) và 6 quốc gia đang phát triển (Indonesia, Malaysia, Singapore, Thái Lan và Việt Nam) trong giai đoạn 15 năm từ 04/01/1993 đến 29/12/2017. Từ đó, nhóm tác giả tiến hành nghiên cứu hiệu ứng lan tỏa độ biến động chủ yếu từ các thị trường phát triển sang các thị trường mới nổi, thông qua việc đo lường và kiểm định hiệu ứng này nhờ áp dụng mô hình DCC- GARCH đa biến và kiểm định phi tham số trên tương quan giữa các thị trường phát triển với những thị trường còn lại, đặc biệt chú ý đến thị trường mới nổi khu vực Đông Nam Á. Kết quả kiểm định cho thấy tương quan giữa các thị trường phát triển với các thị trường Đông Nam Á đều tăng cao trong các giai đoạn khủng hoảng chứng minh tồn tại hiệu ứng lan tỏa độ biến động giữa các thị trường phát triển Mỹ, Anh, Nhật, Đức, Hồng Kông đến các thị trường mới nổi, do đó, trong giai đoạn khủng hoảng, các nhà đầu tư hầu như không có khả năng đa dạng hóa danh mục của mình bằng cách phối hợp giữa đầu tư cổ phiếu ở các nước phát triển và đồng thời đầu tư vào cổ phiếu ở các thị trường mới nổi nhằm giảm thiểu rủi ro. Riêng với thị trường Việt Nam, tương quan của thị trường này với các thị trường phát triển trong giai đoạn diễn ra hai cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu (2007) và khủng hoảng nợ công Châu Âu (2010) vẫn luôn thấp nhất trong các thị trường Đông Nam Á được xét dù trong giai đoạn khủng hoảng, tương quan của thị trường Việt Nam tăng đáng kể. Điểm khác biệt của bài nghiên cứu này là không chỉ xét đến tác động của hai cuộc khủng hoảng 1997 và 2007 như những bài nghiên cứu trước mà còn đưa vào kiểm định ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng nợ công Châu Âu (2010).

**Từ khóa:** độ biến động, hiệu ứng lan tỏa độ biến động, mô hình DCC-GARCH, khủng hoảng, sự phụ thuộc

## 1. Giới thiệu đề tài

### 1.1. Lý do chọn đề tài

Trong những năm gần đây, sự phát triển vượt bậc của công nghệ cùng với việc lưu chuyển vốn dễ dàng đã giúp dòng vốn đầu tư từ thị trường này sang thị trường khác ngày một nhiều hơn. Điều này đã làm cho nền kinh tế, cụ thể là thị trường chứng khoán của các nước ngày một liên kết chặt chẽ. Điển hình là các cuộc khủng hoảng lớn đã làm cho thị trường chứng khoán ở các nước bị ảnh hưởng, không chỉ ở Việt Nam mà các quốc gia khu vực cũng chứng kiến sự sụt giảm mạnh của các chỉ số giá trên các thị trường niêm yết. Điều này một lần nữa khẳng định sự liên kết giữa các thị trường tài chính đóng vai trò vô cùng quan trọng (Kalemli-Ozcan và cộng sự, 2010). Vì thế, việc hiểu và đo lường mối liên kết giữa các thị trường tài chính ở các quốc gia là một vấn đề quan trọng trong bối cảnh hiện nay.

Bên cạnh đó, vai trò của thị trường chứng khoán của các nước đang phát triển hiện nay ngày càng được nhấn mạnh. Các nhà đầu tư không chỉ tập trung vào các thị trường phát triển như Mỹ, Anh, Nhật mà còn chú ý đến các quốc gia đang phát triển như Việt Nam, Philippines, Indonesia. Trong nghiên cứu gần đây, các nền kinh tế đang phát triển dự đoán sẽ tăng trưởng 4,1% - nhanh hơn nhiều so với các nền kinh tế tiên tiến. Trong đó có 4 quốc gia Đông Nam Á lọt vào Top 10 nền kinh tế phát triển nhanh nhất năm 2017. Không những thế, chỉ số VNIndex của Việt Nam năm vừa qua (2017) cũng lọt vào top 3 chỉ số chứng khoán tăng mạnh nhất thế giới với mức tăng

trường gần 41%. Điều này càng làm rõ vị thế và sức ảnh hưởng của các nước đang phát triển trong nền kinh tế toàn cầu hóa hiện nay. Theo đó, một số bài nghiên cứu mới đây đã quan tâm đến mối liên kết giữa các thị trường phát triển và các thị trường đang phát triển. Các nhà kinh tế và phân tích tài chính cũng đã chỉ ra lợi ích của việc đa dạng hóa danh mục đầu tư phụ thuộc nhiều vào việc đầu tư vào các thị trường đang phát triển để giảm thiểu rủi ro. (Goetzmann et al., 2005).

Một tài sản tài chính tạo ra lợi suất thường đi kèm với rủi ro. Sự biến động lợi suất được đo bằng độ lệch chuẩn hoặc phương sai của lợi suất và thường được dùng như một chỉ số làm thước đo cho rủi ro của tài sản tài chính hay toàn bộ một thị trường chứng khoán (Brooks, 2002). Vào thời kỳ đầu 1950, Lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại (Markowitz, 1952) đã đo lường rủi ro của một tài sản chính bằng độ lệch chuẩn của lợi suất trong quá khứ. Sau đó, Lý thuyết thị trường hiệu quả và Mô hình bước đi ngẫu nhiên (Random Walk) giả định rằng biến số độ biến động là không quan sát được và là một hằng số nên không đổi theo thời gian. Tuy nhiên, thực nghiệm chỉ ra rằng mô hình độ biến động hằng số là không đủ để giải thích các hiện tượng và đưa ra tham số dự báo, vì thế với sự giới thiệu của mô hình biến động ngẫu nhiên (stochastic) và theo cụm (clustering) mà hàng loạt các mô hình mới ra đời, đặc biệt là mô hình phương sai thay đổi có điều kiện tự hồi quy (ARCH) của Engle, 1982 và mô hình tổng quát hóa (GARCH) của Bollerslev, 1986. Nối tiếp là mô hình GARCH đa biến ra đời nhằm tìm ra câu trả lời cho mối liên hệ giữa các thị trường hay hiệu ứng lan tỏa của độ biến động từ thị trường này sang thị trường khác.

Vì những lý do quan trọng và cấp thiết về mối quan hệ giữa các thị trường chứng khoán, chúng tôi quyết định nghiên cứu về hiệu ứng lan tỏa của mức độ biến động lợi suất từ các thị trường chứng khoán phát triển sang các thị trường chứng khoán đang phát triển trong khu vực Đông Nam Á bao gồm các giai đoạn trước khủng hoảng, khủng hoảng và sau khủng hoảng.

Bài nghiên cứu này của chúng tôi giúp ích rất nhiều cho các nhà đầu tư trong việc đánh giá rủi ro, tìm ra các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro của các khoản đầu tư và từ đó cung cấp thông tin đưa ra những chiến lược đầu tư, quản trị và phòng vệ rủi ro hợp lý (Schwert, 1983). Từ việc xem xét mối quan hệ biến động lợi suất, nhà đầu tư sẽ ra quyết định có nên nắm giữ tài sản ở các nước đang phát triển không để đa dạng hóa danh mục đầu tư sao cho vừa tối đa hóa lợi suất vừa giảm thiểu rủi ro nhằm loại bỏ được các cú sốc bất ngờ trong nền kinh tế.

## **1.2. Mục tiêu, nhiệm vụ nghiên cứu**

### ***Đề tài nghiên cứu này đặt ra năm mục tiêu chính:***

(1) Trình bày cơ sở lý luận về độ biến động một cách có hệ thống, từ đó hiểu rõ bản chất và đặc trưng của độ biến động, đồng thời nhận thấy rõ sự cần thiết của mô hình MGARCH đa biến khi mô tả chuỗi dữ liệu và xem xét tính lan tỏa của độ biến động giữa các thị trường với nhau.

(2) Cung cấp khung lý thuyết và cơ sở lý luận về mức độ ảnh hưởng lan tỏa của biến động lợi suất từ các thị trường phát triển đến các thị trường mới nổi, đưa ra các nghiên cứu cụ thể ở Việt Nam và thế giới liên quan đến đối tượng trên làm nền tảng cơ sở cho nghiên cứu này.

(3) Xem xét tổng quan về độ biến động lợi suất của các thị trường dựa trên thống kê mô tả.

(4) Đưa ra phương pháp nghiên cứu và thiết lập mô hình nghiên cứu, tiến hành định lượng và giải thích ý nghĩa của các biến nghiên cứu.

(5) Từ kết quả nghiên cứu định lượng rút ra ý nghĩa kinh tế và kết luận vấn đề nghiên cứu, đề xuất giải pháp và kiến nghị liên quan tới đề tài, cụ thể là từ khía cạnh các nhà đầu tư.

Theo những mục đích nghiên cứu trên, chúng tôi tìm kiếm và tham khảo các bài nghiên cứu về ứng dụng các mô hình ARCH, MGARCH trong đo lường độ biến động sử dụng chuỗi dữ liệu thời gian; các bài nghiên cứu về mối tương quan giữa độ liên kết thị trường cổ phiếu và mức độ ảnh hưởng lan tỏa của biến động lợi suất giữa các thị trường; đặc biệt là giữa thị trường phát triển với thị trường mới nổi.

## **1.3. Đối tượng, phạm vi nghiên cứu**

Đối tượng nghiên cứu là hiệu ứng lan tỏa của mức độ biến động giữa các thị trường.

Dữ liệu dùng trong nghiên cứu này bao gồm chỉ số chứng khoán của sáu quốc gia đang phát triển ở khu vực Châu Á gồm Indonesia, Singapore, Malaysia, Phillipines, Thái Lan và Việt Nam, cùng với các chỉ số chứng khoán của thị trường Mỹ, Nhật, Anh, Đức đại diện cho năm thị trường phát triển. Từ đó nhóm tác giả đưa ra các đánh giá, phân tích tổng hợp dựa trên số liệu và mô hình thu thập được.

Phạm vi thời gian của nghiên cứu là từ 04/01/1993, đến 29/12/2017 ngoại trừ Việt Nam do những hạn chế về mặt dữ liệu, cụ thể dữ liệu Việt Nam được chọn từ 01/03/2002 đến hết năm 2017. Lý do chọn dữ liệu trong giai đoạn này bởi đây là giai đoạn mà ba cuộc khủng hoảng lớn xảy ra gồm khủng hoảng tài chính Châu Á (1997), khủng hoảng tài chính toàn cầu (2007) và khủng hoảng nợ công Châu Âu (2010).

#### **1.4. Tổng quan tình hình nghiên cứu**

##### **1.4.1. Hiệu ứng lan tỏa độ biến động lợi suất giữa các thị trường phát triển**

Theodossious và Lee (1993) cung cấp thông tin về sự tương thuộc và mức độ biến động ảnh hưởng đến lợi nhuận kỳ vọng của các thị trường chứng khoán phát triển ở Mỹ, Nhật, Anh, Canada và Đức bằng mô hình GARCH đa biến. Dù có mức độ lan tỏa trung bình lợi suất yếu nhưng kết quả của sự lan truyền độ biến động lại khá mạnh, thể hiện mức độ lan tỏa biến động đáng kể từ thị trường Mỹ tới các thị trường còn lại, từ thị trường Anh tới thị trường Canada và từ thị trường Đức đến thị trường Nhật Bản.

Tập trung hơn vào tác động của cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á và toàn cầu, Karunanayake và cộng sự (2010) kiểm tra lợi suất và độ biến động của thị trường chứng khoán Anh, Mỹ, Úc và Singapore từ giai đoạn 1992-2009. Vận dụng mô hình GARCH đa biến, nhóm tác giả không ghi nhận được bất kỳ lan tỏa đáng kể nào đối với lợi nhuận, tuy nhiên, mức độ lan tỏa độ biến động lại tăng lên đáng kể ở cả bốn thị trường trong khủng hoảng. Từ đó, nhóm tác giả chỉ ra rằng mức độ biến động cao giữa các thị trường sẽ không cho phép các nhà đầu tư hưởng lợi từ việc đa dạng hoá danh mục đầu tư bằng cách chỉ nắm giữ cổ phiếu trong bốn quốc gia này.

Bằng cách áp dụng mô hình MARMA (Trung bình trượt tự hồi quy đa biến), Dedi và cộng sự (2017) kiểm tra hiệu ứng lan truyền độ biến động giữa các thị trường phát triển (Mỹ và các nước châu Âu) trong 3 giai đoạn: trước, trong và sau cuộc khủng hoảng toàn cầu 2007-2008. Kết quả chỉ ra Mỹ là thị trường quan trọng nhất lan tỏa độ biến động đến tất cả thị trường khác trong suốt 3 giai đoạn. Eun và Shim (1989) nghiên cứu sự lan truyền toàn cầu của biến động của thị trường chứng khoán bằng mô hình VAR với dữ liệu lợi suất của các thị trường như Hồng Kông, Nhật Bản, Úc, Thụy Sĩ, Canada, Pháp, Đức, Mỹ và Anh và tác giả đã tìm thấy bằng chứng thể hiện mối liên kết chặt chẽ và đáng kể giữa 9 thị trường chứng khoán trên. Những cú sốc từ Mỹ rõ ràng cho thấy sự lan truyền nhanh chóng đến các thị trường còn lại, trong khi không thị trường nào trong số đó chứng minh được chúng có tác động mạnh mẽ của đến độ biến động thị trường Mỹ.

##### **1.4.2. Hiệu ứng lan tỏa từ các thị trường phát triển sang thị trường đang phát triển**

Worthington và Higgs (2004) điều tra nguyên nhân và độ lớn của sự lan truyền lợi suất và biến động trong ba thị trường chứng khoán châu Á phát triển (Hồng Kông, Nhật Bản và Singapore) và sáu thị trường mới nổi (Indonesia, Hàn Quốc, Malaysia, Phillipines, Đài Loan và Thái Lan) với mô hình MGARCH. Kết quả không những chỉ ra sự tồn tại của các hiệu ứng lan truyền biến động, mà còn cho thấy rằng độ biến động của tất cả các thị trường, đặc biệt là các thị trường đang phát triển, phần lớn bị ảnh hưởng bởi độ biến động của chính nó trong quá khứ hơn là các ngoại tác lan truyền chéo.

Với cùng ý tưởng và cách tiếp cận mô hình BEKK-GARCH bất đối xứng, Li và Giles (2013) xem xét mối liên kết giữa các thị trường được thể hiện qua hiệu ứng lan tỏa độ biến động giữa thị trường chứng khoán Mỹ, Nhật và sáu nước đang phát triển ở Châu Á trong giai đoạn khủng hoảng từ 1/1/1993 đến 31/12/12. Tác giả ghi nhận (1) có sự lan truyền cú sốc và độ biến động một chiều từ Mỹ sang Nhật, (2) tồn tại hiệu ứng lan truyền hai chiều với độ lớn đáng kể giữa thị trường Mỹ với các thị trường mới nổi ở châu Á (Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia, Malaysia,



Philippines và Thái Lan) trong cuộc khủng hoảng năm 1997, và (3) gần đây là từ thị trường Nhật sang các thị trường Châu Á.

Yilmaz (2009) nghiên cứu về mức độ ảnh hưởng của hiệu ứng lan tỏa từ Mỹ sang các thị trường Đông Á và ngược lại, thông qua việc tính toán các chỉ số lan tỏa bằng cách sử dụng mẫu trượt cho nhánh dữ liệu với 100 tuần dữ liệu quan sát (a rolling 100-week subsample window). Các kết quả chứng tỏ rằng thị trường Đông Á luôn có khuynh hướng biến động theo thị trường Mỹ và hiệu ứng lan tỏa độ biến động giữa các thị trường này tăng vọt một cách đáng kinh ngạc trong những cuộc khủng hoảng lớn.

Bài nghiên cứu về hiệu ứng lan tỏa độ biến động ở thị trường Nhật Bản, Mỹ và sáu thị trường vốn trong khu vực Thái Bình Dương gồm Hàn Quốc, Đài Loan, Singapore, Thái Lan, Malaysia và Hồng Kông đã được thực hiện bởi Ng (2000). Tác giả xây dựng mô hình đo lường hiệu ứng lan tỏa độ biến động để xác định xem các yếu tố cú sốc thị trường thế giới (đại diện bởi Mỹ) hay các yếu tố cú sốc thị trường khu vực (đại diện bởi Nhật) là yếu tố chủ yếu chi phối sự biến động của thị trường khu vực Thái Bình Dương. Các kết quả cho thấy rằng cú sốc toàn cầu từ Mỹ có ảnh hưởng mạnh hơn một cách đáng kể đến các thị trường Châu Á về hiệu ứng lan tỏa độ biến động so với cú sốc khu vực từ Nhật Bản.

Balli và cộng sự. (2015) đưa ra nhận xét sâu sắc về hiệu ứng lan tỏa của lợi suất và của độ biến động từ các thị trường phát triển đến 20 thị trường mới nổi bao gồm các thị trường khu vực Châu Á, Trung Đông và Bắc Phi (MENA) trong giai đoạn 2000-2013 với Châu Âu, Nhật Bản và Mỹ là đại diện cho các thị trường phát triển. Ngoài ra, bài nghiên cứu sử dụng mô hình GARCH (1,1) để đo mức độ lan tỏa của các cú sốc quốc tế đối với độ biến động của thị trường mới nổi. Theo kết quả thu được, những bằng chứng mạnh mẽ cho thấy tồn tại hiệu ứng lan tỏa đáng kể từ các thị trường phát triển, đặc biệt là thị trường Mỹ, sang các nền kinh tế mới nổi. Park và Fatemi (1993) kiểm định sự phụ thuộc giữa các thị trường vốn ở Thái Bình Dương với thị trường Mỹ, Anh và Nhật. Các phát hiện cho thấy trong số ba thị trường phát triển, Mỹ có ảnh hưởng lớn nhất và mang tính chi phối đối với thị trường Châu Á so với Nhật Bản và Anh.

Bài nghiên cứu Tatsuyoshi Miyakoshi (2002) kiểm tra hiệu ứng lan tỏa của độ biến động và lợi suất từ thị trường chứng khoán Mỹ và Nhật đến một số thị trường mới nổi của Châu Á và đã chỉ ra được những bằng chứng về hiệu ứng lan tỏa độ biến động lợi suất giữa các thị trường chứng khoán phát triển và những thị trường mới nổi này. Bằng cách sử dụng mô hình hai biến EGARCH cho lợi suất của thị trường Nhật Bản và từng thị trường của Châu Á với biến ngoại sinh là lợi suất cổ phiếu trên thị trường Mỹ. Tác giả kết luận như sau: (1) chỉ có tác động của lợi suất thị trường Mỹ lên lợi suất thị trường các nước Châu Á là đáng kể và có ý nghĩa, còn tác động của lợi suất thị trường Nhật lên các thị trường mới nổi thì không. (2) xét về độ biến động, thì hiệu ứng lan tỏa của thị trường Nhật lên các thị trường Châu Á lại mạnh hơn rất nhiều so với hiệu ứng này từ thị trường Mỹ.

Bài nghiên cứu Sok-Gee và cộng sự (2010) kiểm tra hiệu ứng lan tỏa độ biến động lợi suất nội khu vực giai đoạn 1999-2007 giữa năm nước thuộc Đông Nam Á bao gồm Indonesia, Malaysia, Phillipines, Singapore và Thái Lan cũng như là hiệu ứng lan tỏa độ biến động lợi suất ngoại khu vực từ Nhật Bản và Mỹ, tập trung vào thời kỳ sau khủng hoảng tài chính Châu Á năm 2007. Bài nghiên cứu áp dụng mô hình EGARCH và phát hiện hiệu ứng lan tỏa độ biến động lợi suất từ Mỹ đến thị trường các nước Đông Nam Á là mạnh hơn hiệu ứng đó từ thị trường Nhật. Hiệu ứng lan tỏa độ biến động nội khu vực giữa thị trường 05 nước Đông Nam Á mặc dù có tồn tại, nhưng được nhìn thấy rõ nhất ở hai thị trường Thái Lan và Phillipines.

#### **1.4.3. Các nghiên cứu về hiệu ứng lan tỏa khác**

Các nhà nghiên cứu khác cũng tham gia vào quá trình tìm hiểu sự lan tỏa của biến động trong giai đoạn khủng hoảng (Fernández-Izquierdo và Lafuente, 2004; Caporale và cộng sự, 2006) hoặc trường hợp cụ thể của nhiều thị trường chứng khoán trên thế giới, đặc biệt ở khu vực Đông Nam Á, ở Malaysia (Tan và cộng sự, 2004, Tan và cộng sự 2009).

Mô hình GARCH đa biến cũng cho phép các nhà nghiên cứu khác khám phá ra sự lan truyền sự biến động đáng kể giữa tỷ suất lợi nhuận và giá dầu (Arouri và cộng sự., 2011) hoặc sự biến

động trên thị trường tài chính: chứng khoán, trái phiếu, ngoại hối và hàng hóa (Diebold và Yilmaz, 2012, Thơ và Lam, 2015).

### **1.5. Tính mới của đề tài**

Hiện nay đã có một số các nhà nghiên cứu tiến hành nghiên cứu, đo lường mối liên kết giữa các thị trường phát triển và các thị trường mới nổi, từ đó xem xét tính lan tỏa của lợi suất (return spillovers) giữa hai nhóm thị trường. Song, so với những bài nghiên cứu trước đây, bài nghiên cứu này của nhóm tác giả đi sâu vào hiệu ứng lan truyền của mức độ biến động lợi suất sinh lợi (volatility spillovers).

Xét về nội dung nghiên cứu, đây không chỉ là một trong số ít bài nghiên cứu ở Việt Nam quan tâm về hiệu ứng lan tỏa biến động lợi suất giữa thị trường chứng khoán các nước mà nhóm tác giả còn đi sâu nghiên cứu hiệu ứng lan tỏa này từ các thị trường phát triển như Mỹ, Nhật, Đức, Anh, Hồng Kông đến các thị trường mới nổi ở châu Á, đặc biệt là bao gồm cả thị trường Việt Nam.

Xét về phương pháp nghiên cứu, nhóm tác giả đã lựa chọn và vận dụng mô hình DCC-MGARCH cho công tác nghiên cứu bởi những lợi thế đáng kể của mô hình. Thứ nhất là khả năng phát hiện và tính toán chính xác hệ số tương quan có điều kiện để sau đó xem xét hiệu ứng lan tỏa trong giai đoạn khủng hoảng tài chính (Billio và Caporin, 2005; Wang và Thi, 2007; Dajcman và cộng sự, 2012). Thứ hai, mô hình DCC giúp dễ dàng đồng thời mô hình hóa và ước lượng chuỗi biến động có điều kiện và chuỗi tương quan có điều kiện (Lee, 2006); đơn giản hoá quá trình ước tính ma trận tương quan. Thứ ba, không bị chệch khi áp dụng mô hình DCC đo lường độ biến động lợi suất vì mô hình đã xét đến sự biến động theo thời gian trong việc điều chỉnh hệ số tương quan một cách liên tục (Cho and Parhizgari, 2008; Engle và Sheppard, 2001). Cuối cùng, mô hình DCC cũng giúp dự báo mức độ tương quan giữa các biến nghiên cứu cho những giai đoạn sắp tới (Lebo và Box-Steffenmeier, 2008).

## **2. Cơ sở lý luận về độ biến động và hiệu ứng lan tỏa độ biến động**

### **2.1. Cơ sở lý luận về độ biến động lợi suất**

#### **2.1.1. Định nghĩa độ biến động**

Độ biến động là phương pháp thống kê đo lường mức độ phân tán của lợi suất và được tính bằng độ lệch chuẩn hoặc phương sai của các lợi suất cổ phiếu hoặc chỉ số giá thị trường. Nếu chỉ số giá có độ biến động càng cao thì càng chứng tỏ độ rủi ro lớn khi đầu tư.

#### **2.1.2. Tính chất của độ biến động**

Phương pháp tính độ biến động là một hàng số đã bị bác bỏ bởi Mandelbrot (1963) và Fama (1965), cho rằng độ biến động thay đổi theo thời gian, nghĩa là mức độ phân tán xung quanh giá trị trung bình luôn biến đổi. Theo Mandelbrot (1963): “Dù tăng hay giảm thì những biến động lớn có xu hướng theo sau bởi những biến động lớn (trước khi có xu hướng giảm xuống) và những biến động nhỏ được theo sau bởi những biến động nhỏ (trong một khoảng thời gian nhất định)”. Hiện tượng này còn được gọi là biến động theo cụm (volatility clustering). Hành vi đảo ngược về giá trị trung bình (mean reverting), ngụ ý, độ biến động nếu biến thiên vượt quá xa so với giá trị trung bình của nó, thì cuối cùng sẽ hội tụ về giá trị trung bình đó. Biểu hiện như vậy còn được gọi là tính ghi nhớ (memory). Nói cách khác, độ biến động dẫu tăng cao hay giảm mạnh đến mấy cũng sẽ quay về mức bình thường. Độ biến động không phân kỳ tới vô cực mà chỉ dao động trong phạm vi nhất định (Wennström, 2014). Mỗi cổ phiếu đều có một phạm vi riêng cho mức biến thiên của độ biến động lợi suất. Khi độ biến động suất sinh lợi dao động và vượt khỏi phạm vi này, như một cơ chế tự nhiên, giá trị độ biến động sẽ tự quay về trong phạm vi của nó. Kế đến, hiệu ứng đòn bẩy (leverage effect) hay còn gọi là hiệu ứng phần bù rủi ro (risk premium effect) hay hiệu ứng phản hồi (volatility feedback effect), đề cập đến xu hướng mà ở đó độ biến động có tương quan âm với lợi suất đầu tư tài sản. Mối tương quan âm trên được hiểu là giá cổ phiếu giảm/tăng sẽ kéo theo độ biến động tăng/giảm. Theo lý thuyết đòn bẩy, khi giá cổ phiếu giảm, chỉ số đòn bẩy tài chính của các công ty tăng lên. Kết quả là cổ phiếu niêm yết của các công ty này trở nên rủi ro hơn trong mắt nhà đầu tư, theo đó độ biến động lợi suất cũng tăng (Black, 1976 và Christie, 1982). Các bài nghiên cứu trước cũng ghi nhận về tính bất



đối xứng của hiệu ứng này: mức biến thiên (phần tăng) của độ biến động trong trường hợp giá cổ phiếu giảm thì thường lớn hơn mức biến thiên (phần giảm) của độ biến động khi giá cổ phiếu tăng. (Nelson, 1991; Engle và Ng, 1993). Nelson (1991) giới thiệu mô hình EGARCH để mô tả hiệu ứng bất cân xứng giữa tác động của các cú sốc lên độ biến động lợi suất.

## 2.2. Độ biến động lợi suất có điều kiện và không có điều kiện

Độ biến động lợi suất không có điều kiện được xây dựng dựa trên Lý thuyết bước đi ngẫu nhiên (Random walk) của Maurice Kendall xây dựng vào năm 1953. Giá trị kỳ vọng không điều kiện là một hằng số và phương sai không có điều kiện, ta có:  $E(y_t) = y_0$  và  $Var(y_t) = E(y_t - E(y_t))^2 = t\sigma^2$

Tuy nhiên, độ biến động có điều kiện mới là thước đo phản ánh chính xác độ rủi ro. Đó là do cơ chế đo lường và dự báo độ biến động ở thời điểm hiện tại (t) dựa trên thông tin hiện hữu của biến ngẫu nhiên ở thời điểm t-1. Giả sử, ta xét cùng chuỗi  $y_t$  cho trước, ta có:

$$E(y_t|y_{t-1}) = y_{t-1}; Var(y_t|y_{t-1}) = E(y_t - E(y_t|y_{t-1}))^2 = E(y_{t-1} + \epsilon_t - E(y_t|y_{t-1}))^2 = \sigma^2$$

## 2.3. Mô hình đo lường độ biến động lợi suất có điều kiện

### a. Mô hình phương sai sai số thay đổi có điều kiện tự hồi quy ARCH

Do độ biến động sở hữu tính chất biến đổi theo thời gian (time-varying) và biến động theo cụm (clustering), chúng ta cần phải đo lường phương sai độ biến động dựa vào các giá trị phương sai hay độ lệch chuẩn trong quá khứ. Mô hình ARCH (Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) được Engle giới thiệu vào năm 1982 với ý tưởng thông tin của cú sốc xảy ra trong quá khứ, quy định là  $\epsilon$ , sẽ ảnh hưởng đến phương sai của sai số ở thời điểm hiện tại.

Một kiểm định cần thiết nữa là kiểm định hiệu ứng ARCH, chúng tôi sử dụng kiểm định Lagrange Multiplier (ARCH-LM) để kiểm tra hiệu ứng ARCH ở phần dư của mô hình.

### b. Mô hình phương sai sai số thay đổi có điều kiện tự hồi quy tổng quát hóa GARCH

Mô hình GARCH (Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) được Tim Bollerslev giới thiệu vào năm 1986 khái quát hóa mô hình ARCH của Engle, 1995 và nêu lên ý tưởng bao gồm thêm biến trễ của phương sai sai số có điều kiện vào phương trình dự báo phương sai sai số ở thời điểm hiện tại để có thể bộc lộ rõ hơn tính chất tự hồi quy của mô hình:

$$h_t = \alpha_0 + \sum_{j=1}^q \alpha_j \epsilon_{t-j}^2 + \sum_{i=1}^p \beta_i h_{t-i}$$

### c. Mô hình phương sai thay đổi có điều kiện tự hồi quy tổng quát hóa với độ tương quan có điều kiện (DCC-GARCH)

Mô hình DCC-MGARCH (Dynamic Conditional Correlation – Multivariate GARCH)- mô hình GARCH Đa Biến Với Tương Quan Thay Đổi Có Điều Kiện được giới thiệu bởi Engle và Sheppard (2001). Khác biệt chính của mô hình này với các mô hình GARCH đa biến khác chính là nó phân tách ma trận hiệp phương sai thành hai ma trận của độ lệch chuẩn có điều kiện và ma trận tương quan.

$$y_t = Cx_t + \epsilon_t \quad (1)$$

$$\epsilon_t = H_t^{1/2} v_t$$

$$H_t = D_t R_t D_t$$

$$R_t = \text{diag}(Q_t)^{-1/2} Q_t \text{diag}(Q_t)^{-1/2}$$

$$Q_t = (1 - \lambda_1 - \lambda_2)R + \lambda_1 \tilde{\epsilon}_{t-1} \tilde{\epsilon}_{t-1}' + \lambda_2 Q_{t-1}$$

$y_t$ : là  $n \times 1$  véc-tơ của lợi suất của  $n$  tài sản tại thời điểm  $t$  ở dạng logarithm tự nhiên

$\epsilon_t$ : là  $n \times 1$  véc-tơ của lợi suất đã được điều chỉnh cho giá trị trung bình về 0 hay cũng được hiểu là sai số của lợi suất trong phương trình (1) của  $n$  tài sản tại thời điểm  $t$

$x_t$ : là  $n \times 1$  véc-tơ giá trị trung bình của lợi suất có điều kiện  $r_t$

$H_t$ : là ma trận  $n \times n$  của các phương sai có điều kiện của  $\epsilon_t$  tại thời điểm  $t$

$D_t$ : là ma trận đường chéo  $n \times n$  của độ lệch chuẩn có điều kiện của  $\epsilon_t$  tại thời điểm  $t$

$R_t$ : là ma trận  $n \times n$  tương quan có điều kiện của  $\epsilon_t$  tại thời điểm  $t$

$v_t$ : là  $n \times 1$  véc-tơ biến ngẫu nhiên độc lập cùng phân phối (i.i.d) sao cho  $E[v_t] = 0$  và  $E[v_t v_t'] = I$

$\tilde{\epsilon}_t$ : là  $n \times 1$  véc-tơ của sai số được chuẩn hóa

$R$  : là ma trận trung bình trọng số của ma trận hiệp phương sai không điều kiện của véc tơ  $\tilde{\epsilon}_t$   
 $\lambda_1, \lambda_2$ : là hệ số quy định các tương quan thay đổi có điều kiện, với  $0 \leq \lambda_1, \lambda_2$  và  $0 \leq \lambda_1 + \lambda_2 \leq 1$

$$D_t = \begin{bmatrix} \sqrt{h_{1t}} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & \sqrt{h_{2t}} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \ddots & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \sqrt{h_{2t}} \end{bmatrix}$$

Trong đó:  $h_{it} = \alpha_{i0} + \sum_{q=1}^{Q_i} \alpha_{iq} \epsilon_{i,t-q}^2 + \sum_{p=1}^{P_i} \beta_{ip} h_{i,t-p}$

Dạng đơn giản nhất của GARCH cũng chính là dạng được chọn áp dụng cho bài nghiên cứu này chính là GARCH(1,1) với độ trễ  $p=1$  và  $q=1$ .

$$R_t = \begin{bmatrix} 1 & \rho_{12,t} & \rho_{13,t} & \dots & \rho_{1n,t} \\ \rho_{12,t} & 1 & \rho_{23,t} & \dots & \rho_{2n,t} \\ \rho_{13,t} & \rho_{23,t} & 1 & \ddots & \vdots \\ \vdots & \vdots & \ddots & \ddots & \rho_{n-1,n,t} \\ \rho_{1n,t} & \rho_{2n,t} & \dots & \rho_{n-1,n,t} & 1 \end{bmatrix}$$

Các phần tử trong ma trận  $H_t$  có thể được biểu diễn dưới dạng:  $h_{ij,t} = \rho_{ij} \sqrt{h_{i,t} h_{j,t}}$

Khi xác định dạng của ma trận  $R_t$ , có hai điều kiện cần phải đáp ứng được: (1)  $H_t$  dương vì  $H_t$  là ma trận hiệp phương sai, để  $H_t$  dương thì  $R_t$  cũng phải dương ( $D_t$  dương vì các phần tử trên đường chéo đều dương); (2) Tất cả các phần tử trong ma trận  $R_t$  phải bằng hoặc nhỏ hơn một theo định nghĩa của tương quan.

### 2.3. Cơ sở lý luận về hiệu ứng lan tỏa độ biến động

#### a. Cơ sở lý thuyết

Trong bài nghiên cứu vào năm 2002, Forbes và Rigobon cho rằng cần phân biệt hai khái niệm tương thuộc (interdependence) và lây lan (contagion). Từ đây, đã có rất nhiều tranh luận của các nhà nghiên cứu về việc phân biệt của Forbes và Rigobon (2002) giữa sự tương thuộc và lây lan. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lây lan hay lan tỏa đều là sự truyền cú sốc từ thị trường này sang thị trường khác. Sở dĩ có sự lây lan hay lan tỏa cú sốc đó giữa các thị trường là có sự dẫn truyền qua các mối liên kết (linkages) ở các quốc gia: liên kết thực, tài chính, chính trị. Hơn nữa, trong bài nghiên cứu mới đây vào năm 2016, Rigobon thừa nhận rằng sự phân biệt như vậy không còn quan trọng nữa và nó phụ thuộc vào quan điểm của các nhà nghiên cứu trong mục đích nghiên cứu của mình là xem xét lây lan hay lan tỏa. Do đó, dù trong nghiên cứu năm 2002, Forbes và Rigobon có sử dụng mô hình tương quan chéo để xem xét mức độ lây lan (contagion) trước và sau khủng hoảng, tuy nhiên, sự phân biệt giữa hai khái niệm này không còn quan trọng nữa nên mô hình nghiên cứu trên có thể được áp dụng để xem xét mức độ hiệu ứng lan tỏa (spillover).

Vì những lập luận nêu trên, chúng tôi quyết định áp dụng phương pháp của Forbes và Rigobon (2002) để kiểm định hiệu ứng lan tỏa giữa các thị trường phát triển đến các thị trường đang phát triển trong các giai đoạn trước, trong và sau khủng hoảng. Như chúng tôi đã đề cập ban đầu, mục đích của bài nghiên cứu là giúp đỡ nhà đầu tư. Nhà đầu tư để có lợi từ việc đa dạng hóa danh mục sẽ chọn các cổ phiếu từ thị trường đang phát triển mà có tương quan thấp đối với các thị trường phát triển, như vậy sẽ vừa có được lợi suất cao (từ thị trường phát triển) mà cũng vừa giảm thiểu rủi ro khi đầu tư (do đa dạng hóa danh mục đầu tư), nhất là trong giai đoạn khủng hoảng thì nhà đầu tư càng kỳ vọng sẽ không có hiệu ứng lan tỏa từ thị trường phát triển sang thị trường đang phát triển để sự tương quan đó cũng không tăng cao, khi đó, nhà đầu tư mới có thể giảm thiểu rủi ro. Do đó, chúng tôi sẽ sử dụng phương pháp của Forbes và Rigobon với mục đích chính như vậy - là quan sát xem liệu có sự lan tỏa hay không, có sự tăng lên cao của tương quan trong giai đoạn khủng hoảng hay không.

#### b. Mô hình đo lường hiệu ứng lan tỏa độ biến động

Đầu tiên, tính toán và so sánh mức độ tương quan chéo của lợi suất hai thị trường trước và sau khủng hoảng. Phương pháp này được giới thiệu bởi Forbes và Rigobon (1999) và Baig and Goldajn (1999). Giả sử, chúng tôi kiểm định hiệu ứng lan tỏa từ thị trường  $i$  sang thị trường  $j$ ,

trong đó thị trường  $i$  là thị trường khủng hoảng xảy ra, thị trường  $j$  là thị trường bị ảnh hưởng bởi khủng hoảng đó. Hai thị trường có mức độ tương quan lợi suất trong giai đoạn trước khủng hoảng (1) và sau khủng hoảng (2) như sau:  $\rho_1 = \frac{\sigma_{1,i,j}}{\sqrt{\sigma_{1,i}^2 \sigma_{1,j}^2}}$  ;  $\rho_2 = \frac{\sigma_{2,i,j}}{\sqrt{\sigma_{2,i}^2 \sigma_{2,j}^2}}$

Tuy nhiên, Forbes và Rigobon lập luận rằng trong giai đoạn khủng hoảng độ biến động của thị trường  $i$  sẽ gia tăng, ảnh hưởng đến mức độ tương quan và có thể đưa ra dự báo sai lệch về hiệu ứng lan tỏa giữa hai thị trường. Vì thế, để loại bỏ sự sai lệch này, tương quan được điều chỉnh như sau:  $\eta_2 = \frac{\rho_2}{\sqrt{1 + (\sigma_{2,i}^2 - \frac{\sigma_{1,i}^2}{\sigma_{1,i}^2})(1 - \rho_2^2)}}$

Mức độ tương quan được điều chỉnh bởi hàm phi tuyến tính phần trăm thay đổi của biến động lợi suất thị trường  $i$ . Trong bài nghiên cứu này, thị trường  $i$  lần lượt là các thị trường phát triển; và các thị trường  $j$  lần lượt là các thị trường đang phát triển theo từng cặp  $i, j$ . Để kiểm định có mức độ thay đổi đáng kể có ý nghĩa thống kê trong tương quan giữa hai thị trường hay không, ta có giả thuyết không là  $H_0: \eta_2 = \rho_1$  và giả thiết đối là  $H_1: \eta_2 \neq \rho_1$

Tuy nhiên, để thuận tiện và chính xác hơn trong việc tính toán mức độ tương quan giữa các thị trường, trong bài nghiên cứu này, chúng tôi sẽ sử dụng kết quả *độ tương quan có điều kiện từ mô hình DCC-GARCH* như dưới đây để kiểm định giả thiết và áp dụng phương pháp kiểm định không tham số (non-parameter test, cụ thể là sign-test) để chấp nhận hoặc bác bỏ giả thiết với mức ý nghĩa thống kê hợp lý: ( $q_{ij}$  phần tử ở hàng thứ  $i$ , cột thứ  $j$  trong ma trận  $Q_t$ .)

$$\rho_{ij,t} = \frac{(1 - \lambda_1 - \lambda_2)\bar{q}_{ij} + \lambda_1 u_{i,t-1} u_{j,t-1} + \lambda_2 q_{ij,t-1}}{[(1 - \lambda_1 - \lambda_2)\bar{q}_{ij} + \lambda_1 u_{i,t-1}^2 + \lambda_2 q_{ii,t-1}]^{1/2} [(1 - \lambda_1 - \lambda_2)\bar{q}_{jj} + \lambda_1 u_{j,t-1}^2 + \lambda_2 q_{jj,t-1}]^{1/2}}$$

### c. Tổng quan nghiên cứu hiệu ứng lan tỏa sử dụng hệ số tương quan và mô hình DCC

#### So sánh hệ số tương quan chéo

Hamao và cộng sự (1990) sử dụng phương sai có điều kiện theo mô hình GARCH để kiểm tra sự tương quan giữa biến động của thị trường cho khủng hoảng 1987 và tìm ra hiệu ứng lan tỏa biến động hai chiều giữa giá trên thị trường Mỹ, Anh và Nhật với chiều từ thị trường Mỹ và Anh qua Nhật mạnh hơn nhiều so với chiều ngược lại. King và Wadhvani (1990) nghiên cứu lý do vì sao vào ngày Thứ Hai đen (19/10/1987) lại có sự sụt giảm đáng kể của chỉ số Dow Jones Mỹ cùng với sự xuất hiện tình trạng tương tự ở các thị trường khác như Nhật, Anh bằng cách kiểm định hệ số tương quan chéo giữa lợi suất cổ phiếu. Các kết quả thực nghiệm cho thấy hệ số tương quan giữa các thị trường đã tăng đáng kể, tương tự với kết quả của Lee và Kim (1993). Các kết quả tương tự với hệ số tương quan tăng cao trong và sau khủng hoảng cũng được khẳng định trong nghiên cứu của Longin and Solnik (1995), Ramchand and Susmel (1998) với hệ số tương quan của thị trường Mỹ với các thị trường chính khác tăng gần gấp đôi trong khủng hoảng. Solnik và cộng sự (1996) nghiên cứu tương quan thị trường chứng khoán, trái phiếu Mỹ và các thị trường khác cho thấy biến động thị trường có xu hướng lây lan và mức độ tương quan tăng cao trong thời kỳ xuất hiện cú sốc.

Các nhóm tác giả Alper và cộng sự (2004), Wang and Huang. (2011), Akhtaruzzaman và cộng sự (2014) nghiên cứu các đối tượng khác nhau trong thời kỳ khủng hoảng Châu Á 1997 và toàn cầu 2007-2008, và hầu hết đều cho thấy rằng trong thời gian khủng hoảng, tương quan có điều kiện (conditional correlation) giữa các thị trường cao hơn so với thời kỳ bình yên không xảy ra cú sốc kinh tế.

#### Sử dụng mô hình DCC-GARCH

Với việc sử dụng mô hình DCC-GARCH: Savva (2009) đã tìm và đo lường mức độ lan tỏa biến động giá giữa thị trường Mỹ với các nước Châu Âu (Anh, Đức, Pháp) theo từng cặp lan tỏa và ngược lại; Cho and Parhizgari (2008) nghiên cứu 14 thị trường cổ phiếu Đông Á với xem xét Thái Lan và Hồng Kông là thị trường bắt đầu nguyên nhân cuộc khủng hoảng 1997 và kết luận có tồn tại sự lây lan tài chính. Bouaziz và cộng sự (2012) xem xét thời kỳ khủng hoảng Mỹ 2007-2008 và cho thấy độ tương quan tăng đáng kể sau khủng hoảng giữa Mỹ và các quốc gia

phát triển. Cũng bằng DCC-GARCH nhưng đề tài hướng về thị trường ngoại hối, Celik (2012) cũng đã tìm ra sự tồn tại lan toả trong thời kỳ khủng hoảng Mỹ giai đoạn 2007-2008 tới hầu hết các thị trường, trong đó, các nước đang phát triển chịu ảnh hưởng nhiều hơn các nước phát triển. Kết quả tương tự cũng được Hwang và cộng sự (2010) ghi nhận với mẫu 38 nước bao gồm phát triển và đang phát triển.

### **3. Thu thập dữ liệu và phương pháp nghiên cứu**

#### **3.1. Khung phân tích nghiên cứu**

Nhóm tác giả tiến hành nghiên cứu mối tương quan độ biến động giữa các thị trường chứng khoán của 11 quốc gia, từ đó kiểm định và nhận xét hiệu ứng lan toả của độ biến động lợi suất từ các thị trường phát triển sang thị trường mới nổi và nội khối châu Á.

Thứ nhất, nhằm đo lường mối tương quan độ biến động giữa các thị trường, nhóm tác giả vận dụng mô hình DCC-MGARCH. Lợi thế của việc vận dụng mô hình DCC thay vì các mô hình GARCH đa biến khác được thể hiện ở đặc trưng súc tích (parsimonious) với độ súc tích hơn mô hình DVECH, mô hình BEKK mà còn linh hoạt hơn đáng kể so với mô hình CCC. Hơn nữa, mô hình DCC giúp dễ dàng đồng thời mô hình hóa và ước lượng chuỗi biến động có điều kiện và chuỗi tương quan có điều kiện (Lee, 2006); từ đó đơn giản hoá ước tính ma trận tương quan. Một điểm mạnh nữa của mô hình DCC là tính không chệch khi áp dụng đo lường độ biến động vì đã xét đến sự biến động theo thời gian trong việc điều chỉnh hệ số tương quan một cách liên tục (Cho and Parhizgari, 2008 và Engle và Sheppard, 2001).

Thứ hai, nghiên cứu đi sâu vào việc nghiên cứu và kiểm định hiệu ứng lan toả độ biến động lợi suất. Do thị trường chứng khoán giữa các quốc gia ngày một liên kết chặt chẽ, các nhà hoạch định chính sách luôn lo ngại rằng một cú sốc kinh tế tiêu cực xảy ra ở một quốc gia cũng có tác động tiêu cực đến quốc gia thứ hai và vì thế nêu lên tầm quan trọng của việc nghiên cứu hiệu ứng lan toả độ biến động lợi suất giữa các thị trường.

Nhằm kiểm định hiệu ứng lan toả độ biến động, chúng tôi áp dụng lý thuyết *Forbes and Rigobon (2002)* và tiến hành Kiểm định phi tham số *Signtest* với giả thiết  $H_0$ : “Không tồn tại sự gia tăng đáng kể giữa tương quan của các thị trường trong giai đoạn khủng hoảng”. Nếu hệ số tương quan tăng lên đáng kể thì điều này cho thấy cơ chế truyền dẫn giữa các thị trường tăng lên trong giai đoạn cú sốc xảy ra và tồn tại hiệu ứng lan toả độ biến động.

#### **3.2. Phương pháp thu thập dữ liệu**

Dữ liệu thô dùng trong bài nghiên cứu là dữ liệu thứ cấp theo ngày, được thu thập từ ngày 04/01/1993, đến 29/12/2017 ngoại trừ Việt Nam do những hạn chế về dữ liệu. Nguồn thu thập dữ liệu chủ yếu là từ website của Datastream.

Nhóm tác giả thu thập dữ liệu giá của sáu thị trường chứng khoán Châu Á mới nổi: FTSE 2 (Indonesia); STI (Singapore); KLCI (Malaysia); JKSE (Phillipines); SET-Index (Thái Lan) và VN-Index (Việt Nam). Các chỉ số thị trường phát triển là S&P500 (Hoa Kỳ); Nikkei 225 (Nhật Bản); DAX (Đức); Hang Seng (Hồng Kông) và FTSE 100 (Anh).

Giá đóng cửa điều chỉnh được nhóm tác giả thu thập để tính toán lợi suất cổ phiếu dựa vào phần mềm Excel 2013. Bộ dữ liệu thô ban đầu gồm 63667 quan sát từ năm 1993 đến năm 2017. Sau khi tính toán lợi suất, bộ dữ liệu cuối cùng thu thập được gồm 7341 quan sát.

#### **3.3. Cách tiếp cận nghiên cứu**

Ở phần dữ liệu thu thập, nhóm tác giả đã điều chỉnh giá đóng cửa điều chỉnh của cổ phiếu niêm yết trên từng sàn giao dịch ở 11 quốc gia được lấy vào cuối ngày giao dịch.

Gọi  $p_t$  là giá đóng cửa điều chỉnh cuối ngày tại thời điểm  $t$  và  $p_{t-1}$  là giá đóng cửa điều chỉnh của điều chỉnh tại thời điểm  $t-1$  được chuyển đổi theo logarithm tự nhiên. Lợi suất cổ phiếu sẽ được xác định bởi: 
$$r_t = 100 \times \ln \left( \frac{p_t}{p_{t-1}} \right)$$

Dữ liệu giá cổ phiếu được lọc và tính lợi suất đầu tư cổ phiếu theo tuần (từ Thứ sáu đến Thứ sáu) để tránh hiệu ứng các ngày trong tuần và hiệu ứng không đồng nhất phiên giao dịch (Skintzi và Refenes, 2006).

Với mục đích phục vụ công tác kiểm định và dự báo, nhóm tác giả chia dữ liệu toàn mẫu thành các nhánh dữ liệu mẫu. Việc chia tách dữ liệu mẫu là do trong giai đoạn lựa chọn quan sát



đã xảy ra ba cuộc khủng hoảng lớn mà cụ thể là khủng hoảng tài chính Châu Á (1997), khủng hoảng tài chính toàn cầu (2007) và khủng hoảng nợ công châu Âu (2010). Nhóm tác giả lo ngại rằng các khủng hoảng nêu trên gây ra tác động lớn đến thị trường chứng khoán và ảnh hưởng đến hiệu ứng lan tỏa độ biến động giữa các thị trường phát triển với thị trường mới nổi. Do đó, chia tách dữ liệu giúp dễ dàng quan sát tác động của từng cuộc khủng hoảng đến mối tương quan giữa các cặp thị trường ở giai đoạn trước, trong và sau khủng hoảng, từ đó xem xét và kiểm định hiệu ứng lan tỏa. Cụ thể, bài nghiên cứu có hai nhánh dữ liệu mẫu: nhánh thứ nhất: 04/01/1993 - 07/03/2002 và nhánh thứ hai: 08/03/2002 - 29/12/2017.

Mỗi nhánh dữ liệu mẫu đặc trưng cho các cuộc khủng hoảng khác nhau. Bài nghiên cứu sẽ tập trung phân tích các thị trường, cụ thể là xem xét tương quan giữa các thị trường sẽ biến thiên ra sao trong giai đoạn trước và sau mốc khủng hoảng. Do đó, nhằm xác định các mốc khủng hoảng, hay nói cách khác là các điểm gãy cấu trúc giữa các giai đoạn trước khủng hoảng và sau khủng hoảng, bài nghiên cứu áp dụng Kiểm định Chow cho từng chỉ số chứng khoán. Sau khi áp dụng kiểm định Chow cho thấy tất cả các thị trường quan sát đều chịu ảnh hưởng bởi 03 điểm gãy cấu trúc quan trọng là ngày 29/08/1997 ; 15/10/2007 và ngày 31/12/2012 thể hiện ba mốc chia tách các giai đoạn đáng chú ý trong mỗi nhánh dữ liệu quan sát. Kết quả này sẽ được dùng để tiến hành kiểm định hiệu ứng lan tỏa của biến động lợi suất theo Kiểm định Signtest.

Mục đích bài nghiên cứu không chỉ nhằm đo lường và nghiên cứu hiệu ứng lan tỏa của độ biến động lợi suất từ quốc gia này sang quốc gia khác, thông qua kiểm định và so sánh mối tương quan giữa các nước trước và sau khủng hoảng bằng Kiểm định Signtest mà còn xem xét ảnh hưởng của nước nào lên các nước còn lại là lớn hơn ở giai đoạn sau khủng hoảng.

Đối với nhánh dữ liệu mẫu thứ nhất được đặc trưng bởi cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á (1997). Khủng hoảng tài chính châu Á (1997) bắt nguồn từ Thái Lan rồi thông qua tác động đến thị trường chứng khoán, trung tâm tiền tệ và giá cả của những tài sản khác mà ảnh hưởng đến nhiều quốc gia Châu Á, đặc biệt là Hồng Kông và Nhật Bản. Theo đó, trong nhánh dữ liệu này, chúng tôi kiểm định hiệu ứng lan tỏa giữa các nước nội khối Châu Á, cụ thể từ Thái Lan, Nhật Bản và Hồng Kông sang các nước Châu Á còn lại.

Tương tự, với nhánh dữ liệu mẫu thứ hai chịu ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu (2007) và khủng hoảng nợ công Châu Âu (2010). Khủng hoảng tài chính toàn cầu là một cuộc khủng hoảng diễn ra vào năm 2007, vốn có nguồn gốc từ khủng hoảng tài chính ở Mỹ. Cuộc khủng hoảng nợ công với điểm bùng nổ và ảnh hưởng đến các nước trong khối Liên Minh Châu Âu. Do nền kinh tế toàn cầu có mối quan hệ ngày càng phụ thuộc lẫn nhau, vì vậy, ít nhiều sẽ gây tác động tiêu cực lên những nước khác ví như các nước khu vực Đông Nam Á. Vì thế, bài nghiên cứu này tiến hành kiểm định hiệu ứng lan tỏa độ biến động suất sinh lợi lần lượt từ Mỹ (liên quan đến khủng hoảng toàn cầu) và Đức, Anh (liên quan đến khủng hoảng nợ công Châu Âu) sang các nước đang phát triển gồm : Indonesia, Phillipines, Malaysia, Singapore, Thái Lan và Việt Nam.

Sau đó, đối với mỗi kiểm định trong từng nhánh dữ liệu, nhóm tác giả rút ra kết luận về sự tồn tại của hiệu ứng lan tỏa từ quốc gia này sang quốc gia khác và so sánh mức độ ảnh hưởng của các quốc gia nêu trên đối với các quốc gia còn lại. Ngoài ra, chúng tôi vẫn tiến hành kiểm định hiệu ứng lan tỏa trên toàn bộ dữ liệu mẫu để bài nghiên cứu được hoàn chỉnh và có cái nhìn khái quát hơn cho cả bộ dữ liệu.

#### 4. Phân tích dữ liệu và kết quả nghiên cứu

##### 4.1. Phân tích dữ liệu thu thập

**Bảng 1: Thống kê mô tả các thị trường chứng khoán phát triển**

Quốc gia	MY	ANH	NHAT	DUC	HK
Trung bình	0.1376	0.0771	0.6231	0.1654	0.1256
Trung vị	0.2339	0.2446	0.1848	0.3991	0.2563
Cực đại	11.3559	12.5845	11.4497	14.9422	17.0515
Cực tiểu	-20.0838	-23.6317	-27.8844	-24.3470	-19.9215
Độ lệch chuẩn	2.2787	2.3080	3.0035	3.0726	3.3680
Quốc gia	MY	ANH	NHAT	DUC	HK



Độ xiên	-0.7273	-0.9791	-0.7865	-0.6363	-0.2689
Độ nhọn	9.8954	13.7630	9.4169	8.0490	6.3526
Kiểm định Jarque-Bera	2610***	6341***	2269***	1406***	614***
Hiệu ứng ARCH	0.364***	0.4097***	0.2637***	0.4080***	0.2515***
Số quan sát	1303	1303	1303	1303	1303

**Bảng 2: Thông kê mô tả các thị trường chứng khoán đang phát triển**

Quốc gia	INDO	MAL	PHIL	SIN	THAI	VIET
Trung bình	0.2426	0.0832	0.1204	0.0622	0.0698	0.1939
Trung vị	0.3599	0.1382	0.2181	0.1209	0.2969	0.1153
Cực đại	20.5940	22.7570	16.1846	15.3205	21.8384	16.7091
Cực tiểu	-17.8539	-19.0268	-31.0052	-25.5066	-26.6614	-18.3105
Độ lệch chuẩn	3.5387	2.7238	3.3587	2.7992	3.5351	3.7184
Độ xiên	-0.1769	-0.0344	-1.0314	-0.6479	-0.2239	-0.2632
Độ nhọn	8.3105	12.8352	13.0183	12.3263	8.1125	7.0175
Kiểm định Jarque-Bera	1533***	5252***	5507***	4745***	1430***	558***
Hiệu ứng ARCH	0.4533***	0.6565***	0.2702***	0.4820***	0.3383***	0.6481***
Số quan sát	1303	1303	1303	1303	1303	826

Quan sát bảng thông kê mô tả trên, trung bình lợi suất của tất cả các quốc gia đều có giá trị dương. Thị trường chứng khoán Nhật Bản có mức lợi suất cao nhất (0.6231%) cao hơn nhiều đối với nước có lợi suất trung bình đứng thứ hai là Indonesia (0.2426%). Thị trường Mỹ, Anh, Đức và Hồng Kông là những thị trường phát triển nhưng lợi suất trung bình lại thấp hơn rõ rệt so với mức lợi suất trung bình trên thị trường chứng khoán Nhật, đặc biệt thấp là thị trường Anh (0.0771%). Một số thị trường mới nổi như Phillipines, Indonesia, Việt Nam có mức lợi suất trung bình không quá khác biệt với một số thị trường phát triển, hứa hẹn tiềm năng phát triển.

Thêm vào đó, lợi suất của thị trường Mỹ có độ biến động thấp nhất với độ lệch chuẩn lợi suất là (2.2787) và thị trường Việt Nam biến động mạnh nhất (3.7184). Độ biến động trong lợi suất của 05 thị trường phát triển trên nhìn chung đều nhỏ hơn so với các thị trường mới nổi trong khu vực Đông Nam Á, điều này thể hiện tính ổn định của các thị trường đã phát triển. Một số thị trường mới nổi có độ biến động khá mạnh, đứng đầu là Việt Nam, tiếp theo là Indonesia (3.5387) và Thái Lan (3.5351).

Quan sát dữ liệu mô tả độ xiên, tất cả độ xiên của lợi suất các thị trường phát triển và thị trường mới nổi đều nghiêng về giá trị âm, riêng các thị trường mới nổi như Indonesia, Malaysia và Việt Nam có độ xiên âm nhưng tương đối nhỏ không đáng kể, thể hiện những lợi suất âm xuất hiện nhiều hơn các lợi suất dương, tuy nhiên phân phối lợi suất của các thị trường này không quá bất đối xứng do giá trị tuyệt đối của độ xiên nhỏ hơn 0.5, được xem là không đáng kể. Phillipines, Singapore và các thị trường phát triển gồm Anh, Nhật, Đức với độ xiên có trị tuyệt đối lớn hơn 0.5, do đó tính bất đối xứng xuất hiện rõ ràng hơn.

#### a. Kiểm định hiệu ứng ARCH

Kết quả ở kiểm định hiệu ứng ARCH ở Bảng có ý nghĩa thống kê ở mức 1% cho cả bộ dữ liệu mẫu, từ đó bác bỏ giả thuyết không rằng có tồn tại hiệu ứng ARCH và kết luận phương sai của sai số thay đổi và tự hồi quy có điều kiện, giúp củng cố việc áp dụng mô hình DCC – MGARCH nghiên cứu hiệu ứng lan tỏa độ biến động là hợp lý.

#### b. Kiểm định Jarque-Bera

Kiểm định Jarque-Bera (Jarque & Bera, 1987) là một loại kiểm định với giả thuyết  $H_0$  là dữ liệu tuân theo phân phối chuẩn, xác định theo công thức sau :

$$Jarque - Bera = \frac{N}{6} \left( S^2 + \frac{(K - 3)^2}{4} \right)$$

trong đó  $S$  là độ xiên,  $K$  là độ nhọn,  $N$  là số quan sát. Kết quả ở bảng 1 và 2 cho thấy Kiểm định Jarque-Bera đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

### 4.2. Kết quả nghiên cứu

#### a. Kết quả hiệu ứng lan tỏa độ biến động lợi suất trên toàn bộ mẫu

### ***Hệ số ARCH và GARCH***

Về mô hình GARCH(1), các hệ số của 10 thị trường đều có ý nghĩa thống kê cao ở mức 1%. Điều này khẳng định độ biến động của các thị trường biến đổi theo thời gian và độ biến động sai số tuần này sẽ chịu tác động của sai số và độ biến động sai số ở thời điểm trước với độ trễ là 1. Từ đây, ta cũng quan sát được sự tồn tại cũng như tính chất ghi nhớ và biến động theo cụm của độ biến động.

Đầu tiên, xem xét về độ lớn của hệ số của phương trình trung bình (mean equation) có thể thấy được rằng lợi suất tuần có điều kiện trung bình của 10 nước đều dương với Đức là nước có mức lợi suất tuần cao nhất, kế đến là Indonesia và Malaysia là thị trường có mức lợi suất thấp nhất. Mỹ được xem như là thị trường chứng khoán quan trọng và có xu hướng chi phối thị trường chứng khoán toàn cầu đạt mức lợi suất tuần trung bình khá cao, chỉ đứng sau một vài thị trường gồm cả Indonesia và Philippines.. Nhìn chung, các thị trường chứng khoán phát triển có mức lợi suất tuần trung bình có điều kiện trong bộ dữ liệu dài hạn 15 năm cao hơn mức lợi suất tương ứng của thị trường đang phát triển.

Về hiệu ứng độ biến động trên toàn bộ bộ dữ liệu, các hiệu ứng ARCH(1) và GARCH(1) đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Trong đó, tất cả các hệ số GARCH(1) đều lớn hơn hệ số ARCH(1), điều này chứng tỏ mô hình GARCH(1) có tính chất bao quát hơn khi thêm biến có độ trễ bằng 1 của phương sai sai số có điều kiện vào phương trình và từ kết quả có thể thấy rằng phương sai sai số ở thời điểm hiện tại phụ thuộc nhiều hơn vào phương sai sai số hơn là sai số ở thời điểm trước đó. Trong đó, Thái Lan có hệ số GARCH(1) lớn nhất và Nhật là thị trường có phương sai sai số ít phụ thuộc nhất vào phương sai sai số thời điểm trước đó. Các thị trường đang phát triển có hệ số GARCH(1) cao hơn so với các thị trường phát triển. Tương tự với hệ số ARCH là ảnh hưởng của cú sốc ở thời điểm trước lên phương sai sai số ở thời điểm hiện tại thì Nhật Bản lại là quốc gia chịu ảnh hưởng nhiều từ các cú sốc quá khứ hơn các thị trường khác, đặc biệt nhất giữa các thị trường đang phát triển. Trong khi đó, thị trường Hồng Kông lại là quốc gia chịu ảnh hưởng từ cú sốc quá khứ ít nhất. Ngoài ra, cú sốc của thị trường phát triển có ảnh hưởng đến thị trường đó nhiều hơn là thị trường đang phát triển chịu ảnh hưởng của cú sốc từ chính nó trong quá khứ. Một tính chất nữa của độ biến động đã được đề cập là tính chất đảo ngược về giá trị trung bình, có thể quan sát được tổng hệ số ARCH và GARCH đều nhỏ hơn 1 cho tất cả các nước trong toàn bộ bộ dữ liệu.

### ***Hệ số tương quan và hiệu ứng lan tỏa***

Từ mô hình DCC-GARCH, chúng tôi thu thập được kết quả các hệ số tương quan có điều kiện giữa các thị trường. Nhìn chung, các thị trường phát triển có tương quan cao với nhau và tương quan thấp với thị trường đang phát triển. Điều này phù hợp với các chiến lược của nhà đầu tư khi đầu tư vào các thị trường đang phát triển để giảm thiểu rủi ro. Trong các hệ số tương quan giữa các thị trường phát triển với nhau thì Đức và Anh có hệ số tương quan cao nhất, tiếp đến là Mỹ và Anh đại diện cho hai khu vực với hệ số tương quan là và hai thị trường có mối liên kết thấp nhất trong cả bộ dữ liệu là Đức và Malaysia.

Tuy nhiên, để chính xác theo ý nghĩa thống kê, chúng tôi dùng kiểm định không tham số Sign-test quan sát hiệu ứng lan tỏa của từng cặp thị trường phát triển sang các thị trường đang phát triển. Kết quả kiểm định cho thấy có thể bác bỏ giả thiết  $H_0$  rằng hai thị trường có mức độ lan tỏa như nhau đến các thị trường đang phát triển. Theo kết quả kiểm định, thị trường Nhật và Anh có hiệu ứng lan tỏa độ biến động đến các thị trường đang phát triển ở Đông Nam Á nhiều hơn ảnh hưởng lan tỏa từ Mỹ và Đức trên toàn mẫu. Kết quả này cũng được ghi nhận trong bài nghiên cứu của Tatsuyoshi Miyakoshi (2002) với nhận xét về hiệu ứng lan tỏa độ biến động của thị trường Nhật – yếu tố khu vực lên các thị trường Châu Á mạnh hơn nhiều so với hiệu ứng này từ thị trường Mỹ - yếu tố toàn cầu.

Do đây là bộ dữ liệu dài hạn bao gồm nhiều thời kỳ, nên chúng tôi dự đoán hiệu ứng lan tỏa này sẽ có sự khác biệt so với kết quả của từng nhánh dữ liệu đặc trưng cho từng thời kỳ khác nhau.

### ***b. Kết quả hiệu ứng lan tỏa độ biến động lợi suất trong cuộc khủng hoảng Châu Á***

### ***Hệ số ARCH và GARCH***

Trong giai đoạn trước và sau khủng hoảng, hệ số ARCH(1) và GARCH(1) có sự thay đổi khá nhiều. Hầu hết các hệ số ARCH và GARCH trong cả hai giai đoạn đều đạt ý nghĩa thống kê ở mức 1%.

*Trong giai đoạn trước khủng hoảng*, các hệ số ARCH(1) của giai đoạn này lớn hơn so với hệ số ARCH(1) trên toàn bộ mẫu dữ liệu – được xem như trung bình và xu hướng của thị trường trong dài hạn. Từ đó, trong giai đoạn trước khủng hoảng 1997, phương sai sai số sẽ chịu tác động của bình phương các cú sốc trong quá khứ nhiều hơn và vì thế, hệ số GARCH(1) cũng có xu hướng thấp hơn so với hệ số trên toàn bộ dữ liệu để đảm bảo tính chất độ biến động đảo ngược về giá trị trung bình. Cũng trong giai đoạn này, ta quan sát thấy hệ số ARCH trung bình của các nước phát triển thấp hơn so với ở thị trường đang phát triển – khác với kết quả ghi nhận được trên toàn bộ mẫu. Điều này chứng tỏ trong giai đoạn này, thị trường phát triển chịu ảnh hưởng từ cú sốc của mình trong quá khứ ít hơn các thị trường đang thời kỳ hội nhập.

*Trong giai đoạn sau khủng hoảng*, các hệ số ARCH và GARCH của Thái Lan, Singapore và Nhật Bản có mức ý nghĩa thống kê thấp hơn. Trung bình hệ số ARCH của các nước đang phát triển có xu hướng giảm nhẹ, biểu hiện mức độ ảnh hưởng ít hơn của các cú sốc trong quá khứ lên phương sai sai số.

### ***Hệ số tương quan và hiệu ứng lan tỏa***

Quan sát Bảng 2 và 3 hệ số tương quan của các thị trường trước và sau khủng hoảng, chúng tôi đặc biệt chú ý đến ảnh hưởng của các quốc gia Châu Á đến các thị trường khác. Đầu tiên, xem xét Thái Lan trong mối liên hệ với các thị trường khác. Trước khủng hoảng, hệ số tương quan có điều kiện của Thái Lan với các nước phát triển (Mỹ, Nhật, Anh và Đức, ngoại trừ Hồng Kông) khá thấp và hầu hết chỉ có mức ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Tuy nhiên, sau khủng hoảng, các hệ số tương quan này tăng lên đáng kể và có mức ý nghĩa thống kê ở 1%. Mặt khác, xem xét mối liên kết giữa Thái Lan và các thị trường đang phát triển khác trong khu vực, các hệ số tương quan khá cao và có mức ý nghĩa thống kê 1%. Tuy nhiên, nếu xét các hệ số này sau khủng hoảng, chỉ có tương quan giữa Thái và Philipines, Thái và Singapore tăng, còn mối tương quan với Indonesia và Malaysia lại giảm. Sau khi áp dụng mô hình kiểm định phi tham số Sign-test, hiệu ứng lan tỏa độ biến động từ Thái Lan sang các nước phát triển có mức ý nghĩa thống kê 5%, tuy nhiên không có sự ghi nhận về hiệu ứng lan tỏa độ biến động từ thị trường khủng hoảng Thái Lan sang toàn bộ nhánh dữ liệu hay sang các thị trường đang phát triển.

Nhật Bản cũng có vai trò quan trọng khi cung cấp vốn và đầu tư nhiều vào các thị trường đang phát triển ở Đông Nam Á. Quốc gia phát triển này trong giai đoạn trước khủng hoảng Châu Á có hệ số tương quan có điều kiện nhìn chung thấp và không có ý nghĩa thống kê với các thị trường Đông Nam Á. Nhưng trong giai đoạn khủng hoảng, hệ số tương quan giữa Nhật và tất cả các nước đều tăng lên và có mức ý nghĩa thống kê cao 1%. Chúng tôi tìm ra rằng độ biến động của thị trường Nhật có lan tỏa ảnh hưởng đến độ biến động của tất cả các nước trong nhánh dữ liệu, cả các nước phát triển, và các nước đang phát triển, ở mức ý nghĩa thống kê lần lượt là 1%, 10% và 5%.

Hệ số tương quan giữa Hồng Kông và các thị trường đều có mức ý nghĩa thống kê cao và có mối tương quan cao với các thị trường đang phát triển ở Đông Nam Á. Tuy nhiên, dù hệ số tương quan của Hồng Kông với các nước phát triển thấp hơn nhưng tăng nhanh hơn trong thời kỳ khủng hoảng so với các thị trường đang phát triển. Kết quả kiểm định cũng khẳng định tồn tại hiệu ứng lan tỏa độ biến động từ thị trường Hồng Kông sang các thị trường phát triển khác ở mức ý nghĩa 10%. Hơn nữa, Hồng Kông có là thị trường phát triển có mối liên kết cao với các thị trường ở các khu vực khác Mỹ, Anh, Đức hơn là Nhật Bản.

Mặt khác, thị trường Mỹ là thị trường phát triển và quan trọng nhất. Tuy nhiên, trong khoảng thời gian khủng hoảng này, không có sự ghi nhận hiệu ứng lan tỏa nào từ thị trường Mỹ sang các thị trường đang phát triển do kết quả kiểm định đã không thể bác bỏ giả thiết  $H_0$  là hệ số tương quan trong khủng hoảng không thay đổi. Trong số các nước đang phát triển, Singapore có mối liên kết với Mỹ cao nhất sau khủng hoảng với hệ số tương quan là 0.475.

Như vậy, trong giai đoạn khủng hoảng 1997, chỉ có Nhật Bản là thị trường phát triển có mức độ lan truyền độ biến động đến thị trường đang phát triển ở Đông Nam Á. Hầu hết các hiệu ứng lan tỏa độ biến động còn lại xuất phát từ chính các thị trường Châu Á, bao gồm cả quốc gia phát triển như Nhật Bản và Hồng Kông và quốc gia bắt nguồn của cuộc khủng hoảng là Thái Lan, sang các thị trường phát triển khác. Chúng tôi cũng áp dụng phương pháp kiểm định để so sánh trong 3 thị trường Thái Lan, Nhật Bản và Hồng Kông thì thị trường nào ảnh hưởng mạnh làm cho hệ số tương quan tăng lên nhiều nhất. Kết quả ghi nhận được không thể bác bỏ giả thiết Ho chỉ ra rằng trong giai đoạn khủng hoảng Châu Á, hầu hết các mức độ tác động của 3 thị trường này, hay nói cụ thể hơn là mức độ của hiệu ứng lan tỏa độ biến động từ 3 thị trường này đến các thị trường phát triển làm hệ số tương quan tăng lên một khoảng là như nhau.

### ***c. Kết quả hiệu ứng lan tỏa độ biến động lợi suất cuộc khủng hoảng toàn cầu và nợ công Châu Âu***

#### ***Hệ số ARCH và GARCH***

##### ***Giai đoạn trước khủng hoảng***

Hệ số của bình phương sai số và hệ số của phương sai sai số ở quá khứ thuộc các nước Mỹ, Anh, Đức, HongKong, Singapore, Phillipines, Việt Nam đều có ý nghĩa, điều đó chứng tỏ biến động của sai số hiện tại của chúng khoán các nước kể trên bị ảnh hưởng bởi sai số và biến động sai số quá khứ với độ trễ là 1, theo dữ liệu tuần. Riêng Malaysia, Thái, Nhật thì hệ số của sai số bình phương không có ý nghĩa, tức là cú sốc ở quá khứ, 01 tuần trước đó không ảnh hưởng lên biến động sai số hiện tại của chúng khoán ở các nước này. Đặc biệt hơn, hệ số bình phương sai số của Việt Nam là cao nhất 0.6175, khẳng định rằng trước khủng hoảng các cú sốc quá khứ 01 tuần trước có tác động lên biến động sai số một tuần sau đó của chúng khoán ở Việt Nam.

##### ***Giai đoạn trong khủng hoảng***

Hệ số của bình phương sai số quá khứ ở các nước đều có ý nghĩa trừ Phillipines và Việt Nam. Hệ số của phương sai sai số quá khứ của các thị trường đều có ý nghĩa, trừ Nhật và Việt Nam. Như vậy, có thể thấy trong khủng hoảng, cả sai số - các cú sốc quá khứ và biến động sai số ở quá khứ (t-1) hầu như không có tác động đến phương sai sai số ở hiện tại (t) của chúng khoán thị trường Việt Nam.

##### ***Giai đoạn sau khủng hoảng***

Hệ số ARCH(1) ở tất cả các quốc gia quan sát đều dương và có ý nghĩa thống kê. Theo đó, khẳng định rằng bình phương của sai số quá khứ có tác động dương và đáng kể đến biến động sai số hiện tại của cổ phiếu trên thị trường chứng khoán ở 11 quốc gia. Trong đó, Phillipines là quốc gia có cổ phiếu với biến động sai số hiện tại chịu tác động chi phối lớn nhất bởi bình phương sai số trong quá khứ với hệ số ARCH(1) 0.3579. Đứng thứ hai là Việt Nam với hệ số bình phương sai số quá khứ là 0.2163. Kết quả hệ số của phương sai sai số trong quá khứ GARCH(1) của các thị trường đều có ý nghĩa thống kê. Hầu hết các hệ số GARCH(1) trong quá khứ đều mang dấu dương, tuy nhiên, hệ số của Anh và Hồng Kông, lại mang dấu âm, lần lượt là -1.0178 và -0.4414. Hệ số trên của Anh cũng chính là hệ số GARCH(1) có giá trị tuyệt đối lớn nhất so với các nước còn lại. Do đó, giữa các thị trường, Anh là nước có cổ phiếu với độ biến động sai số hiện tại chịu tác động lớn nhất và theo chiều âm bởi phương sai sai số quá khứ. Đặc biệt, cổ phiếu sàn VNINDEX của Việt Nam cho thấy độ biến động sai số hiện tại ở quốc gia này bị tác động khá mạnh bởi phương sai sai số quá khứ với hệ số 0.7347. Bên cạnh đó, bởi Phillipines là một quốc gia có cổ phiếu với biến động sai số hiện tại chịu tác động chi phối lớn nhất bởi bình phương sai số trong quá khứ, vì vậy biến động sai số hiện tại của cổ phiếu nước này chịu ảnh hưởng nhỏ nhất bởi của phương sai sai số trong quá khứ là 0.2536.

### ***Hệ số tương quan và hiệu ứng lan tỏa độ biến động***

#### ***Giai đoạn trước và trong khủng hoảng***

Hầu hết các tương quan giữa thị trường phát triển bao gồm Mỹ, Nhật, Đức, Anh với các thị trường khu vực Đông Nam Á trước-trong khủng hoảng đều có ý nghĩa ở mức 1%. Điều này chứng minh có sự tương thuộc giữa thị trường các nước Đông Nam Á với thị trường các thị trường phát triển Mỹ, Nhật, Đức, Anh, kết luận này tương đồng với nghiên cứu của Sok-Gee và



cộng sự (2010). Tất cả các kết quả kiểm định phi tham số giữa tương quan  $\rho$  của từng thị trường chứng khoán phát triển bao gồm Mỹ, Nhật, Đức, Anh lần lượt với toàn bộ các thị trường còn lại, với các thị trường phát triển còn lại, và với các thị trường mới nổi đều cho thấy có thể bác bỏ giả thiết  $H_0$  trong kiểm định một phía là tương quan  $\rho$  trước và trong khủng hoảng bằng nhau, từ đó chấp nhận giả thiết  $H_1$  là tương quan  $\rho$  trong giai đoạn khủng hoảng lớn hơn tương quan  $\rho$  trước giai đoạn khủng hoảng.

Kết quả kiểm định phi tham số độ tăng tương quan  $\Delta\rho$  trước và trong khủng hoảng giữa các thị trường phát triển và các thị trường mới nổi ở khu vực Đông Nam Á (Bảng 16) cho thấy rằng có thể kết luận độ tăng tương quan giữa Mỹ (đại diện cho yếu tố toàn cầu) và các thị trường mới nổi lớn hơn độ tăng tương quan giữa Đức (đại diện cho tác động từ Châu Âu) và các thị trường này. Nói cách khác hiệu ứng lan tỏa biến động lợi suất từ toàn cầu đến thị trường các nước Đông Nam Á lớn hơn hiệu ứng này đến từ thị trường Châu Âu. Điều này có thể được giải thích bởi  $\Delta\rho$  trong giai đoạn đang xét là từ 2002-2012, trong giai đoạn này, tác động từ khủng hoảng tài chính toàn cầu là rất mạnh, do đó có thể thấy thị trường mang tính toàn cầu có hiệu ứng lan tỏa biến động mạnh nổi trội với thị trường các nước Đông Nam Á. Bên cạnh đó, không thể bác bỏ  $H_0$  (độ tăng tương quan từ hai thị trường phát triển đến các thị trường mới nổi bằng nhau) khi kiểm định  $\Delta\rho$  trước-trong khủng hoảng giữa thị trường Đức/Anh/Nhật và các thị trường mới nổi, tức là không có sự khác biệt lớn giữa hiệu ứng lan tỏa độ biến động từ thị trường Châu Âu và từ thị trường Châu Á sang các thị trường mới nổi. Mặt khác, có thể chấp nhận  $H_1$  độ tăng tương quan giữa các thị trường mới nổi với Mỹ lớn hơn độ tăng tương quan với Nhật, tức là hiệu ứng lan truyền độ biến động giữa Mỹ đến các thị trường này là mạnh hơn hiệu ứng lan truyền từ Nhật, kết luận này có điểm tương đồng với nghiên cứu của Sok-Gee và cộng sự (2010) và nghiên cứu của Ng(2000).

Quan sát tương quan  $\rho$  giữa thị trường Mỹ, Nhật, Anh, Đức với thị trường Việt Nam (Bảng 4,5) giai đoạn trước khủng hoảng, hầu như mức độ tương quan gần như nhau và ở mức thấp chỉ hơn 0.1, thị trường Việt Nam có tương quan thấp nhất với các thị trường phát triển so với thị trường các nước Đông Nam Á khác. Tuy nhiên, các  $\rho$  này đều không có ý nghĩa, do đó trước khủng hoảng tương quan giữa thị trường Việt Nam với các thị trường phát triển là rất yếu và hầu như không có. Trong khủng hoảng tương quan  $\rho$  giữa thị trường Việt Nam với các thị trường phát triển tuy vẫn là tương quan thấp nhất trong các nước Đông Nam Á nhưng đã tăng gần 4 lần so với trước khủng hoảng và có ý nghĩa. Điều này cho thấy có tương quan mạnh hay nói cách khác là hiệu ứng lan tỏa độ biến động mạnh mẽ từ thị trường các nước phát triển đến thị trường Việt Nam.

#### ***Giai đoạn trong và sau khủng hoảng***

Kiểm định phi tham số một phía với giả thiết  $H_0$ : Tương quan  $\rho$  giữa các nước giai đoạn trong và sau khủng hoảng là như nhau; giả thiết  $H_1$ : Tương quan  $\rho$  giữa các nước giai đoạn sau khủng hoảng là thấp hơn giai đoạn trong khủng hoảng. Kiểm định tương quan  $\rho$  lần lượt giữa các 4 thị trường phát triển với các nhóm nước đã nêu khi kiểm định tương quan trong-trước khủng hoảng ở trên, cho thấy  $\rho$  giữa các nước ở giai đoạn sau khủng hoảng đều thấp hơn đáng kể so với giai đoạn trong hai cuộc khủng hoảng. Cụ thể, tương ứng với kết quả từ kiểm định tương quan giai đoạn trước và trong hai cuộc khủng hoảng, hệ số tương quan  $\rho$  giữa Mỹ, Nhật, Đức, Anh lần lượt với toàn bộ các thị trường chứng khoán còn lại giai đoạn trong khủng hoảng là lớn hơn đáng kể so với tương quan giai đoạn sau khủng hoảng. Kiểm định tương quan giữa 4 nước trên với nhóm thị trường phát triển còn lại và nhóm thị trường mới phát triển đều bác bỏ  $H_0$  và chấp nhận  $H_1$  ở mức ý nghĩa 5%. Từ đó, chứng minh được tồn tại hiệu ứng lan tỏa mà bài nghiên cứu quan tâm. Tuy nhiên, tương quan  $\rho$  giữa Anh với hầu hết các thị trường mới nổi, ngoại trừ với Singapore, ở giai đoạn sau khủng hoảng dù giảm so với giai đoạn trong khủng hoảng nhưng không có ý nghĩa thống kê vì tương quan có p-value đạt 10.94%, vượt mức ý nghĩa 10%. Điều này có thể một phần được giải thích bởi ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng nợ công Châu Âu (2010) còn dư chấn tác động, vì vậy ảnh hưởng từ biến động thị trường Anh đến các nước Đông



Nam Á vẫn còn khá mạnh, từ đó tương quan tuy giảm nhưng không đáng kể ở giai đoạn sau khủng hoảng.

Từ Bảng 5, có thể thấy rằng giai đoạn trong khủng hoảng, mối tương quan lần lượt giữa Mỹ, Anh, Nhật, Đức với Singapore đều lớn hơn so với bất kỳ thị trường Đông Nam Á còn lại, khẳng định tồn tại mối liên kết chặt chẽ giữa thị trường chứng khoán Singapore với bốn thị trường phát triển trên. Đặc biệt, hệ số tương quan giữa Việt Nam sau khủng hoảng với các thị trường Mỹ, Nhật, Đức và Anh vẫn giữ giá trị thấp nhất so với tương quan giữa các thị trường này với những thị trường Đông Nam Á còn lại, hàm ý mối liên kết giữa Việt Nam với các nước phát triển vẫn còn khá thấp so với các nước Đông Nam Á còn lại, nhất là so với Singapore. Khi xem xét tương quan giữa những nước phát triển với nhau gồm Mỹ, Đức, Anh, Nhật Bản và Hồng Kong trong khủng hoảng, kết quả hệ số tương quan thu được từ mô hình DCC- MGARCH cũng chứng minh cho sự liên kết chặt chẽ giữa 5 thị trường phát triển, tương đồng với Eun và Shim (1989). Trong đó,  $\rho_{\text{Mỹ-Anh}}$  đạt giá trị lớn nhất trong giai đoạn khủng hoảng với 0.942.

## 5. Kết luận vấn đề nghiên cứu

Toàn bộ dữ liệu hầu hết đều cho hệ số ARCH, GARCH có ý nghĩa thống kê với tổng của ARCH + GARCH luôn nhỏ hơn một, chứng minh dữ liệu có tuân theo tính chất độ biến động bao gồm tính chất đảo ngược về giá trị trung bình (mean reverting) và tính chất biến động theo nhóm (clustering volatility).

Đối với kiểm định thực hiện trên toàn bộ mẫu, kết quả cho thấy hiệu ứng lan tỏa độ biến động từ Anh và Nhật lên toàn bộ các thị trường còn lại mạnh và rõ rệt hơn hiệu ứng này đến từ Mỹ và Đức.

Đối với kiểm định thực hiện trên nhánh dữ liệu thứ nhất với đặc trưng của cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á(1997) xuất phát từ Thái Lan, cho thấy: Thứ nhất, trong khủng hoảng, trong các thị trường phát triển, chỉ có thị trường Nhật cho thấy rõ hiệu ứng lan tỏa độ biến động đến các thị trường mới nổi ở Đông Nam Á rõ rệt. Thứ hai, thị trường Thái Lan, Nhật Bản, Hồng Kông cho thấy mức độ lan tỏa độ biến động đến các thị trường phát triển là như nhau.

Đối với những kiểm định thực hiện trên nhánh dữ liệu thứ hai, kết quả cho thấy: Thứ nhất, tương quan trong giai đoạn khủng hoảng lớn hơn tương quan trước giai đoạn khủng hoảng, và tương quan sau giai đoạn khủng hoảng thấp hơn tương quan trong giai đoạn khủng hoảng, hay nói cách khác tương quan giữa các thị trường phát triển tới các thị trường mới nổi ở khu vực Đông Nam Á tăng trong giai đoạn xảy ra hai cuộc khủng hoảng Tài chính toàn cầu (2007) và khủng hoảng nợ công Châu Âu(2010) sau đó giảm xuống, như vậy chứng tỏ có hiệu ứng lan tỏa độ biến động giữa các thị trường Mỹ, Đức, Anh, Nhật với nhau và với các thị trường mới nổi. Thứ hai, hiệu ứng lan tỏa biến động lợi suất từ toàn cầu đến thị trường các nước Đông Nam Á lớn hơn hiệu ứng này đến từ thị trường Châu Âu. Thứ ba, không có sự khác biệt lớn giữa hiệu ứng lan tỏa độ biến động từ thị trường Châu Âu và từ thị trường Châu Á sang các thị trường mới xuất hiện. Thứ tư, hiệu ứng lan truyền độ biến động giữa Mỹ đến thị trường mới nổi ở Đông Nam Á là mạnh hơn hiệu ứng lan truyền từ Nhật. Thứ năm, trong thị trường các nước mới nổi, thị trường Singapore luôn có tương quan mạnh nhất với tất cả các thị trường phát triển, và đặc biệt mạnh trong giai đoạn khủng hoảng, ngược lại tương quan giữa các thị trường phát triển với thị trường Việt Nam vẫn luôn thấp nhất trong các thị trường Đông Nam Á được xét, dù trong khủng hoảng tương quan Việt Nam có tăng. Thứ sáu, giai đoạn sau khủng hoảng, tương quan giữa thị trường Anh và các thị trường mới nổi ở Đông Nam Á hầu như không có xu hướng giảm, điều đó chứng minh cho tác động dai dẳng của cuộc khủng hoảng nợ công Châu Âu (2010) lên biến động ở các thị trường mới nổi.

Tóm lại, tương quan giữa các thị trường phát triển với các thị trường vừa nổi ở Đông Nam Á đều tăng cao trong các giai đoạn khủng hoảng chứng minh tồn tại sự lan tỏa độ biến động giữa các thị trường phát triển Mỹ, Anh, Nhật, Đức, HongKong đến các thị trường vừa nổi, do đó, trong giai đoạn khủng hoảng, các nhà đầu tư hầu như không có khả năng đa dạng hóa danh mục của mình bằng cách phối hợp giữa đầu tư cổ phiếu ở các nước phát triển và đồng thời đầu tư vào cổ phiếu ở các thị trường mới nổi nhằm giảm thiểu rủi ro.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Bollerslev, T. (1986). Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity. *Journal of Econometrics*, 31(3), 307-327.
- [2] Brooks, C.. (2002). *Introductory econometrics for finance*. New York: Cambridge University Press.
- [3] Caporale, G. M., Pittis, N., & Spagnolo, N. (2006). Volatility transmission and financial crises. *Journal of Economics and Finance*, 30(3), 376-390.

## **PHÁT HUY VAI TRÒ CỦA TỔ CHỨC CÔNG ĐOÀN TRONG VIỆC THỨC ĐẨY THỰC HIỆN TRÁCH NHIỆM XÃ HỘI CỦA DOANH NGHIỆP XUẤT KHẨU VIỆT NAM**

**SV: Phạm Văn Phúc Tân, Ngô Thị Mai Hương**  
**Trường Đại Học Ngoại Thương Cơ sở II tại Thành Phố Hồ Chí Minh**  
**GVHD: ThS. Nguyễn Thị Mai**

### TÓM TẮT

*Nghiên cứu đo lường ảnh hưởng của công đoàn đến việc thực hiện TNXH của các doanh nghiệp xuất khẩu. Từ đó đề xuất một số gợi ý rút ra từ kết quả nghiên cứu nhằm phát huy vai trò của tổ chức công đoàn trong các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam, thúc đẩy việc thực hiện TNXH đáp ứng yêu cầu của quá trình hội nhập. nghiên cứu này tập trung ở đặc điểm ảnh hưởng của công đoàn đến khả năng thực hiện TNXH của các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam trong bộ dữ liệu điều tra mở rộng năng lực cạnh tranh và công nghệ (TCS) và bộ điều tra doanh nghiệp thường niên (VES) trong giai đoạn 2011 – 2013.*

*Từ khóa: CSR (Coporate Social Responsibility), Trách nhiệm xã hội (TNXH), doanh nghiệp xuất khẩu, doanh nghiệp Việt Nam.*

### **1. Đặt vấn đề**

Có rất nhiều ví dụ về việc các công ty vì theo đuổi lợi nhuận đã thực hiện nhiều hành vi vô trách nhiệm như lừa dối khách hàng, lừa đảo nhà đầu tư, bóc lột nhân viên, sản xuất sản phẩm gây nguy hiểm cho người tiêu dùng, xả thải ra môi trường, tham nhũng, hối lộ và nhiều hơn nữa (Vogel, 1992). Các vấn đề trên đã thể hiện rõ việc thiếu trách nhiệm xã hội trong quá trình hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (CSR) hiện là vấn đề rất phổ biến giữa các công ty và tập đoàn hàng đầu. Đặc biệt trong thế kỷ 21 khi những mối quan tâm về môi trường, nhân quyền, quyền lao động và nhiều mối quan tâm khác ngày càng trở nên quan trọng đối với người tiêu dùng, các bên liên quan và các doanh nghiệp (Horvat, T. 2015).

Hơn 8.000 công ty từ hơn 150 quốc gia đã tham gia Global Compact của Liên Hợp Quốc, bao gồm các vấn đề về nhân quyền, tiêu chuẩn lao động, môi trường và các sáng kiến chống tham nhũng. Quy mô và sự nổi bật của các xu hướng này cho thấy các cuộc thảo luận về CSR đã chuyển sang các cơ chế và quy trình mà doanh nghiệp tiến hành thực hiện trách nhiệm xã hội của họ (Heli Wang, 2016). CSR ngày càng trở nên phổ biến và trở thành cơ chế để thúc đẩy nhận thức xã hội cũng như vai trò và lợi ích của các doanh nghiệp trong cộng đồng. Theo Crowther và Aras (2008), khái niệm CSR liên quan đến mối quan hệ giữa công ty và xã hội. Theo đó, các tổ chức phải nỗ lực tham gia hoạt động CSR nhằm thúc đẩy sự hiện diện của họ trong cộng đồng thông qua các khoản đầu tư tích cực như tham gia vào các dự án tái tạo (xây dựng nhà ở và đường xá), tạo ra các cơ hội việc làm, nâng cao tiềm năng phát triển con người,... Hơn thế nữa, quá trình toàn cầu hóa hiện nay đòi hỏi doanh nghiệp cần phải có thêm nhiều hoạt động đóng góp cho xã hội, tạo hiệu ứng tốt với khách hàng và đối tác để mở rộng mối quan hệ của mình và củng cố địa vị của doanh nghiệp trên thương trường.

Nghiên cứu cho thấy sự tham gia CSR thường dẫn đến lợi thế cạnh tranh giữa các công ty, ví dụ như hình ảnh hoặc danh tiếng của họ sẽ tích cực hơn và làm tăng cường ý định mua hàng của người tiêu dùng hay thậm chí là sự trung thành của họ (Aguinis và Glavas, 2012a; Duetal. 2010;

Smith và Langford, 2009; Torres, 2012). Ngoài ra, CSR cũng góp phần làm giảm đáng kể rủi ro và chi phí vốn cổ phần, giúp doanh nghiệp tiếp cận các nguồn lực tốt hơn và tận dụng được nhiều cơ hội hơn (El Ghoul, 2011). Những kết quả này cho thấy một đô la đầu tư vào các sáng kiến về trách nhiệm xã hội của công ty sẽ mua bảo hiểm chống lại thông tin tiêu cực tốt hơn một đô la đầu tư vào định hướng chất lượng dịch vụ hoặc định hướng khách hàng (Eisingerich, 2011).

Tuy là vấn đề được quan tâm hàng đầu nhưng thực tế vẫn chưa có nhiều nghiên cứu chỉ rõ khả năng và các yếu tố ảnh hưởng cũng như thúc đẩy việc thực hiện trách nhiệm xã hội của các doanh nghiệp, đặc biệt là những doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam. Hầu hết các báo cáo đều chỉ tập trung vào đa số các doanh nghiệp lớn trên thị trường và chưa đưa ra sự khác biệt trong việc thực hiện CSR giữa các loại hình tổ chức doanh nghiệp khác nhau với cơ cấu và chuyên môn khác nhau. Ngoài ra, theo Heli Wang (2016), các doanh nghiệp nên tạo ra các đơn vị tổ chức chuyên dụng để quản lý hiệu quả việc thực hiện trách nhiệm xã hội của họ. Bộ phận chuyên dụng đó phải có trách nhiệm chính là điều phối và tích hợp các sáng kiến, thống nhất về quy trình và cách thức hoạt động, lên kế hoạch và tiến hành thực hiện CSR; đồng thời bảo đảm các chủ đề chiến lược của CSR được đưa vào ban điều hành thích hợp và thảo luận ở cấp đơn vị kinh doanh. Hầu như các nghiên cứu trước đó vẫn chưa làm rõ vai trò và trách nhiệm của bộ phận này. Trong các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam thì bộ phận đảm nhiệm việc thực hiện trách nhiệm xã hội của công ty chính là công đoàn. Với xu thế toàn cầu hóa hiện nay, các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam mang trên mình trọng trách rất lớn là đại diện cho đất nước, vì vậy trách nhiệm xã hội của họ cũng phải được nghiên cứu cụ thể rõ ràng để thúc đẩy việc thực hiện trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam mà cụ thể ở đây là bộ phận công đoàn trong doanh nghiệp. Với lý do trên, việc thực hiện nghiên cứu “Phát huy vai trò của tổ chức công đoàn trong việc thúc đẩy thực hiện trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam” là thực sự cần thiết. Bài nghiên cứu được kỳ vọng sẽ đánh giá được các yếu tố giúp phát huy vai trò của công đoàn trong việc thúc đẩy việc thực hiện trách nhiệm xã hội của các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam.

## **2. Cơ sở lý thuyết chung về TNXH của doanh nghiệp xuất khẩu**

Hiện nay, các học giả nghiên cứu vẫn chưa có sự thống nhất về quan điểm TNXH của doanh nghiệp (Skudience và Auruskeviciene, 2010). Waldman và các cộng sự (2006) xác định TNXH là hành động của doanh nghiệp để đóng góp vào lợi ích xã hội, bên cạnh lợi ích trước mắt của doanh nghiệp và các cổ đông trong doanh nghiệp, hơn thế nữa là bắt buộc đối với luật pháp. Abldour và các cộng sự (2010) cho rằng TNXH đề cập đến việc ra quyết định kinh doanh liên quan đến giá trị đạo đức, phù hợp với luật pháp, tôn trọng con người, cộng đồng và môi trường. Việc thực hiện TNXH là sự cân nhắc của nhiều bên liên quan, có thể bao gồm cộng đồng, môi trường, người tiêu dùng và nhân viên (Turker, 2009; El Akremi và các cộng sự, 2015). Nhận thức thực hiện TNXH xuất phát từ nhân sự bên trong hoặc bên ngoài doanh nghiệp (Werther và Chandler, 2010; Abldour và các cộng sự, 2010). TNXH bên ngoài đề cập đến các hoạt động tập trung vào quản lý hướng tới cộng đồng địa phương, môi trường hoặc người tiêu dùng (El Akremi và các cộng sự, 2015). TNXH nhằm mục tiêu vào cộng đồng có thể bao gồm hỗ trợ nhân đạo, từ thiện, đầu tư phát triển cộng đồng và hợp tác với các tổ chức phi chính phủ (Farooq và các cộng sự, 2014). TNXH hỗ trợ môi trường có thể bao gồm ý thức về môi trường đầu tư, phòng ngừa ô nhiễm, các sáng kiến tập trung vào môi trường tự nhiên, và các hoạt động tập trung vào tăng trưởng bền vững cho các thế hệ tương lai. TNXH nhằm mục tiêu đến người tiêu dùng có liên quan đến trách nhiệm của một doanh nghiệp đối với những người nhận dịch vụ hoặc tiêu thụ các sản phẩm. Nội dung TNXH bên trong đề cập đến các hoạt động tập trung vào quản lý đối với lực lượng lao động nội bộ (nhân viên), bao gồm các hoạt động như đào tạo nhân viên, chương trình giáo dục thường xuyên, cải thiện mức độ an toàn cho môi trường làm việc, các chính sách, chương trình chăm lo phúc lợi cho người lao động (Brammer và các cộng sự, 2007; Turker, 2009).

Theo Hội đồng Kinh doanh Thế giới và Sự phát triển Bền vững thì TNXH của doanh nghiệp là sự cam kết của doanh nghiệp đóng góp cho việc phát triển kinh tế bền vững, thông qua việc tuân thủ chuẩn mực về bảo vệ môi trường, bình đẳng giới, an toàn lao động, quyền lợi lao động, trả lương công bằng, đào tạo và phát triển nhân viên, phát triển cộng đồng, bảo đảm chất lượng sản phẩm... theo cách có lợi cho cả doanh nghiệp cũng như phát triển chung của xã hội (Nguyễn Đình Tài, 2010).

Như vậy có rất nhiều quan điểm khác nhau về TNXH và sự không thống nhất trong quan điểm về khái niệm TNXH do một vài hai yếu tố sau:

Thứ nhất, phân tích TNXH vẫn còn phức tạp do nhiều nghiên cứu sử dụng các tên khác nhau để mô tả các thực tiễn hoạt động thực hiện TNXH tương tự nhau (Mele, 2008), ví dụ các thuật ngữ như phát triển bền vững, hiệu suất xã hội; doanh nghiệp xã hội làm mờ ranh giới với khái niệm TNXH (Crane, 2008).

Thứ hai, khuynh hướng các nghiên cứu xây dựng khái niệm đo lường việc thực hiện TNXH thông qua các câu hỏi xung quanh cơ bản giống nhau là làm thế nào có thể đầu tư về tiền bạc, thời gian của công ty vào các hoạt động hoặc các vấn đề không đóng góp trực tiếp với dòng tiền tài chính được hợp lý hoá (Margolis và Walsh, 2003).

Kết hợp từ quan điểm của Waldman và các cộng sự (2006) và Abldour và cộng sự (2010), đề tài cho rằng TNXH là nhận thức và hành động của doanh nghiệp đã và đang thực hiện để đóng góp vào lợi ích xã hội, bên cạnh lợi ích trước mắt của doanh nghiệp và các cổ đông và cũng là yêu cầu bắt buộc của luật pháp quốc tế. Trong đó việc nhận thức khả năng TNXH xuất phát từ người ra quyết định (Chin và các cộng sự, 2013). Trong nghiên cứu này, đề tài đo lường nhận thức thực hiện TNXH thông qua sự xác nhận của chủ doanh nghiệp về việc có thực hiện TNXH hay không.

### 3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Đề tài sử dụng bộ dữ liệu từ hai cuộc điều tra do Tổng Cục thống kê Việt Nam chủ trì thực hiện gồm điều tra doanh nghiệp thường niên (VES) và điều tra doanh nghiệp mở rộng (TCS) từ năm 2011 – 2013.

Thông tin cụ thể bộ dữ liệu 2011-2013 trong bảng 3.1.

**Bảng 3.1. Tổng số doanh nghiệp xuất khẩu giai đoạn 2011-2013**

Năm	Số quan sát	
	Tổng số doanh nghiệp	Doanh nghiệp xuất khẩu
2011	329.015	24.689
2012	128.506	14.792
2013	384.894	354.859

*Nguồn: Điều tra doanh nghiệp thường niên các năm 2011 - 2013*

Bảng 3.1 cho thấy mỗi năm có khoảng hơn 300.000 doanh nghiệp được điều tra, riêng năm 2012 số lượng doanh nghiệp được điều tra và có đầy đủ thông tin hợp lệ khoảng hơn 100.000 doanh nghiệp. Trong đó có khoảng hơn 14.000 doanh nghiệp có hoạt động xuất khẩu, đặc biệt tỷ lệ doanh nghiệp xuất khẩu tăng qua các năm và tăng mạnh vào năm 2013 với trọng số đến 92,19% trong tổng mẫu doanh nghiệp được điều tra.

Điều tra doanh nghiệp mở rộng là cuộc điều tra về năng lực cạnh tranh và công nghệ có quy mô lớn trên phạm vi toàn quốc của Tổng Cục thống kê với tất cả những doanh nghiệp đăng ký theo Luật doanh nghiệp Việt Nam có từ 10 lao động trở lên (ở những khu đô thị và cận đô thị như Hà Nội và TP. HCM thì số lượng giới hạn từ 30 lao động do mật độ các doanh nghiệp quy mô lớn ở đây rất dày). Cuộc điều tra thu thập số liệu chi tiết về các vấn đề liên quan đến năng lực cạnh tranh và sử dụng/ tiếp nhận/ cải tiến công nghệ, thực hiện TNXH của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Khoảng 8000 doanh nghiệp ngoài nhà nước thuộc 63 tỉnh, thành phố của Việt Nam đã tham gia vào cuộc điều tra, mẫu điều tra được thiết kế đảm bảo tính đại diện toàn quốc. Cuộc điều tra tận dụng cơ sở dữ liệu doanh nghiệp dồi dào được Tổng cục Thống kê thu thập hàng năm nhưng đi sâu vào thu thập số liệu và tìm hiểu các vấn đề về năng lực cạnh tranh, công nghệ



và TNXH mà các doanh nghiệp Việt Nam đang phải đối mặt. Dữ liệu từ bộ điều tra này được chọn ngẫu nhiên từ bộ dữ liệu điều tra doanh nghiệp thường niên.

Thông tin cụ thể bộ dữ liệu điều tra doanh nghiệp mở rộng giai đoạn 2011-2013 như sau:

**Bảng Error! No text of specified style in document..2. Tổng số doanh nghiệp có thực hiện TNXH giai đoạn 2011 - 2013**

Năm	Số quan sát	
	Tổng số doanh nghiệp	Doanh nghiệp có thực hiện TNXH
2011	7.835	2.788
2012	8.667	3.086
2013	7.962	3.705

*Nguồn: Điều tra doanh nghiệp mở rộng các năm 2011 – 2013*

Bảng 3.2. cho thấy số lượng doanh nghiệp thực hiện TNXH tăng dần qua các năm. Sau đó, đề tài sử dụng chỉ số mã hóa thông tin của doanh nghiệp từ hai bộ dữ liệu để nối dữ liệu lại thành bộ dữ liệu tổng hợp dựa trên cơ sở doanh nghiệp có xuất khẩu và có hoặc không thực hiện TNXH một trong 3 năm 2011, 2012, 2013, cụ thể như sau:

**Bảng Error! No text of specified style in document..3. Tổng số doanh nghiệp xuất khẩu có hoặc không thực hiện TNXH**

Năm	Số quan sát	
	Doanh nghiệp xuất khẩu có thực hiện TNXH	Doanh nghiệp xuất khẩu không có thực hiện TNXH
2011	1.358	1.777
2012	1.543	1.850
2013	1.861	1.397

*Nguồn: Kết hợp 2 bộ dữ liệu điều tra doanh nghiệp thường niên và mở rộng 2011 – 2013*

#### 4. Kết quả nghiên cứu

##### 4.1 Thống kê mô tả

**Bảng Error! No text of specified style in document..1. Đặc điểm giữa nhóm doanh nghiệp xuất khẩu có thực hiện TNXH theo các tiêu chí về tuyển dụng và phúc lợi của người lao động**

Tiêu chí	Doanh nghiệp không có thực hiện TNXH	Doanh nghiệp có thực hiện TNXH
Tổng số lao động trung bình (người)	202	352
Tỷ lệ lao động được tuyển dụng có hợp đồng (%)	97,19	97,19
Số ngày làm việc trung bình một tuần của lao động trong doanh nghiệp năm 2013 (ngày)	6,07	6,03
Tỷ lệ người lao động có mức lương bằng hoặc dưới mức lương tối thiểu (%)	8,67	8,32
Tỷ lệ doanh nghiệp có đào tạo lao động mới không (%)	28,14	71,86
Số ngày đào tạo trung bình trong năm 2013 (ngày)	11,71	16,53
Tỷ lệ chương trình đào tạo này có đào tạo về y tế và an toàn lao động	26,54	73,46
Tỷ lệ doanh nghiệp có đào tạo lao động hiện tại để nâng cao kỹ năng nghề nghiệp	26,53	73,47

*Nguồn: Điều tra doanh nghiệp thường niên và mở rộng 2011 – 2013 (n=2.624)*

**Bảng Error! No text of specified style in document..2. Đặc điểm giữa nhóm doanh nghiệp xuất khẩu có thực hiện TNXH theo các tiêu chí về tổ chức công đoàn và tham gia bảo hiểm của người lao động**

Tiêu chí	Doanh nghiệp xuất khẩu không có thực hiện TNXH	Doanh nghiệp xuất khẩu có thực hiện
----------	--	-------------------------------------

		TNXH
Tỷ lệ doanh nghiệp có tổ chức công đoàn (%)	29,81	70,19
Tỷ lệ phần trăm người lao động là đoàn viên công đoàn (%)	49,49	63,09
Ai là chủ tịch công đoàn		
Tỷ lệ cán bộ quản lý (không phải trưởng phòng nhân sự) (%)	29,49	70,51
Tỷ lệ trưởng phòng nhân sự (%)	30,54	69,46
Tỷ lệ lao động lâu năm (%)	32,30	67,70
Tỷ lệ doanh nghiệp có thỏa ước lao động tập thể (%)	28,14	71,86
Tỷ lệ doanh nghiệp có đóng bảo hiểm xã hội cho người lao động (%)	33,55	66,45
Tỷ lệ doanh nghiệp có đóng bảo hiểm y tế cho người lao động (%)	33,79	66,21

Nguồn: Điều tra doanh nghiệp thường niên và mở rộng 2011 – 2013 (n=2.624)

**Bảng Error! No text of specified style in document..3. Tỷ lệ tham gia và đóng góp cho hoạt động cộng đồng**

Tiêu chí	Doanh nghiệp xuất khẩu không có thực hiện TNXH	Doanh nghiệp xuất khẩu có thực hiện TNXH
Tỷ lệ tham gia các hoạt động cộng đồng của doanh nghiệp (%)	30,49	69,51
Mức đóng góp năm 2013 của doanh nghiệp (triệu đồng/ năm)	4,93	20,44

Nguồn: Điều tra doanh nghiệp thường niên và mở rộng 2011 – 2013 (n=2.624)

Kết quả nghiên cứu cho thấy có sự khác biệt giữa nhóm doanh nghiệp thực hiện TNXH theo tỷ lệ tham gia hoạt động cộng đồng, và việc tham gia các hoạt động này cũng ảnh hưởng đến xác suất thực hiện TNXH của doanh nghiệp. Với mức ý nghĩa 10% tồn tại sự khác biệt về mức độ đóng góp của doanh nghiệp giữa các doanh nghiệp.

**Bảng Error! No text of specified style in document..4. Đặc điểm lợi nhuận và thời gian hoạt động khi thực hiện TNXH**

Tiêu chí	Doanh nghiệp xuất khẩu không có thực hiện TNXH	Doanh nghiệp xuất khẩu có thực hiện TNXH
Lợi nhuận trung bình của doanh nghiệp (triệu đồng/ năm)	6.346,70	18.023,24
Thời gian hoạt động của doanh nghiệp (năm)	9,32	10,08

Nguồn: Điều tra doanh nghiệp thường niên và mở rộng 2011 – 2013 (n=2.624)

Lợi nhuận và thời hoạt động của doanh nghiệp có tác động tích cực đến xác suất thực hiện TNXH của doanh nghiệp ở mức ý nghĩa 5%. Kết quả thống kê cũng cho thấy mức chênh lệch đáng kể giữa lợi nhuận và thời hoạt động của doanh nghiệp với mức ý nghĩa 5%.

**4.2 Phân tích hồi quy**

**Bảng Error! No text of specified style in document..2.1. Kết quả hồi quy logistic đối với dữ liệu bảng thông qua Pooled OLS và FEM**

Biến phụ thuộc: chủ doanh nghiệp nhận định doanh nghiệp đã có thực hiện TNXH và trong doanh nghiệp có bộ phận giám sát thực hiện TNXH (có = 1)	Mô hình Pooled OLS	Mô hình FEM
Các biến độc lập		
train: doanh nghiệp có đào tạo lao động mới.	0,38*** (0,099)	0,422* (0,235)
lnsize: Logarit của quy mô doanh nghiệp.	0,102** (0,041)	0,145* (0,085)

union: doanh nghiệp có tổ chức công đoàn.	0,466*** (0,108)	0,230 (0,277)
SUP: doanh nghiệp có nhận được hỗ trợ về thực hiện TNXH.	0,296*** (0,102)	0,399 (0,253)
Inpro: Logarit của lợi nhuận của doanh nghiệp	0,046** (0,022)	-0,005 (0,056)
age: thời gian hoạt động.	0,01 (0,007)	-0,0199 (0,022)
Hằng số	-1,596*** (0,417)	
Số quan sát	2.624	463
Wald chi2(10)/ LR chi2(10)	135,23***	37,2***

Giá trị độ lệch chuẩn trong ngoặc đơn

(\*\*\*) mức ý nghĩa 1%, (\*\*) mức ý nghĩa 5%, (\*) mức ý nghĩa 10%

*Nguồn: Điều tra doanh nghiệp thường niên và mở rộng 2011 – 2013 (n=2.624)*

Kết quả hồi quy Pooled OLS trong bảng 4.10 cho thấy doanh nghiệp doanh nghiệp có đào tạo lao động mới; doanh nghiệp có tổ chức công đoàn hay nhận được hỗ trợ về thực hiện TNXH và mức tham gia đóng góp cho hoạt động cộng đồng có ý nghĩa ở mức 1%. Biến quy mô và lợi nhuận của doanh nghiệp (đo bởi số lượng lao động của doanh nghiệp) có ý nghĩa ở mức 5%. Các hệ số hồi quy có dấu đúng với kỳ vọng cũng như các kết quả nghiên cứu trước đây (như Buehler và Shetty (1976), Roberts (1992), Chih và các cộng sự (2010), Yao (2011), AL-Shubiri và các cộng sự (2012), Naser và Hassan (2013) và Park và Ghauri (2015)).

Ngoài ra, kết quả hồi quy mô hình FEM có dấu kỳ vọng tương đồng và mức độ chênh lệch giữa các hệ số hồi quy theo Pooled OLS và FEM không có sự chênh lệch đáng kể cho thấy tính ổn định của mô hình nghiên cứu. Để lựa chọn một trong hai mô hình: mô hình sử dụng Pooled OLS với FEM, đề tài sử dụng kiểm định Hausman. Giá trị thống kê kiểm định do Hausman xây dựng có phân phối tiệm cận  $\chi^2$  với bậc tự do là  $k - 1 = 10$  ( $k$  là tham số trong mô hình). Giá trị  $\chi^2$  của mô hình kiểm định nhỏ hơn giá trị  $\chi^2$  tra bảng thống kê, giả thuyết  $H_0$  bị bác bỏ và kết luận mô hình Pooled OLS thích hợp hơn.

Bên cạnh đó, kết quả kiểm định các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu như doanh nghiệp là thành viên nhóm tự nguyện hoặc các thỏa thuận quốc tế, doanh nghiệp có đào tạo lao động mới, quy mô doanh nghiệp, doanh nghiệp có tổ chức công đoàn, doanh nghiệp có nhận được hỗ trợ về thực hiện TNXH, mức tham gia đóng góp cho hoạt động cộng đồng, lợi nhuận của doanh nghiệp có giá trị p-value <10% cho thấy mối quan hệ ảnh hưởng của các yếu tố này đến khả năng thực hiện TNXH của doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam. Như vậy, các giả thiết H1, H3, H5, H7, H8, H9 và H10 được chấp nhận và giả thiết H2, H4 và H6 bị bác bỏ do giá trị p-value của các biến doanh nghiệp đạt giải thưởng quốc tế, số tiền doanh nghiệp bị phạt do không tuân thủ hoặc không đáp ứng các chuẩn mực được yêu cầu và thời gian hoạt động nhỏ hơn 10%. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy những yếu tố bên trong như lợi nhuận, quy mô doanh nghiệp, hoạt động đào tạo, tổ chức công đoàn hay các yếu tố bên ngoài doanh nghiệp như nhận được hỗ trợ về thực hiện TNXH, mức tham gia đóng góp cho hoạt động cộng đồng ảnh hưởng tích cực đến khả năng thực hiện TNXH của doanh nghiệp nhưng mức độ ảnh hưởng lớn nhất lại phụ thuộc vào yếu tố doanh nghiệp là thành viên nhóm tự nguyện hoặc các thỏa thuận quốc tế. Điều này cho thấy việc tham gia các tổ chức tự nguyện hoặc các thỏa thuận quốc tế tạo cơ sở, nền móng vững chắc cho doanh nghiệp tiếp cận đến những chuẩn mực quốc tế và gia tăng khả năng thực hiện TNXH.

## 5. Kiến nghị

### 5.1 Đối với các cơ quan chính phủ

Chính phủ cần chú trọng thực hiện các chương trình, dự án quốc gia nhằm thúc đẩy quá trình thực hiện TNXH một cách toàn diện. Chính phủ Việt Nam đã tái khẳng định cam kết với quốc tế về phát triển bền vững đó là kết hợp chặt chẽ, hợp lý và hài hòa giữa phát triển kinh tế, phát triển xã hội và bảo vệ môi trường. Ngoài ra, việc ngăn chặn mức độ gia tăng ô nhiễm, phục hồi suy

thoái và nâng cao chất lượng môi trường, bảo đảm cho mọi người dân đều được sống trong môi trường có chất lượng tốt về không khí, đất, nước, cảnh quan và các nhân tố môi trường đạt chuẩn mực do nhà nước qui định đang được tăng cường. Việc chăm lo cải thiện điều kiện làm việc, giảm ô nhiễm môi trường lao động; ngăn chặn tai nạn lao động và bệnh nghề nghiệp, chăm sóc sức khỏe người lao động; nâng cao nhận thức và sự tuân thủ pháp luật về bảo hộ lao động, bảo đảm an toàn tính mạng và hạnh phúc cho người lao động, tài sản của Nhà nước, của công dân đang được chính phủ quan tâm sâu sắc thể hiện thông qua rất nhiều chương trình và được thực hiện trên phạm vi cả nước tập trung hỗ trợ nhiều cho doanh nghiệp vừa và nhỏ, khu vực nông nghiệp và các khu vực có nguy cơ cao về mất an toàn. Góp phần thực hiện mục tiêu chung của nền kinh tế về bảo đảm việc làm và giảm tỷ lệ thất nghiệp ở thành thị xuống dưới 5% vào năm 2010, các cơ quan chính phủ cần nỗ lực để đảm bảo được việc làm của người lao động.

Bên cạnh đó, chính phủ đã phê chuẩn 17 công ước quốc tế về vấn đề lao động, trẻ em, bình đẳng giới, an toàn vệ sinh lao động... chính phủ cần tiếp tục hoàn thiện hệ thống pháp luật lao động và thể chế hoá các điều khoản của luật lao động; tăng cường đối thoại với các doanh nghiệp để hoàn thiện luật pháp lao động phù hợp với thông lệ quốc tế trong bối cảnh hội nhập. Chính phủ cần đẩy mạnh việc thực hiện dự án “Tăng cường sự tham gia của chính phủ các nước đang phát triển trong quá trình thúc đẩy thực hiện TNXH”, hỗ trợ kỹ thuật bởi Ngân hàng Thế giới, là đối tác thực hiện dự án “Hỗ trợ doanh nghiệp vừa và nhỏ thích ứng và áp dụng TNXH nhằm cải tiến chuỗi liên kết toàn cầu trong sản xuất bền vững” – UNIDO- Euro cham; xây dựng chiến lược việc làm – ILO; điều phối ASEAN – Xây dựng hồ sơ quốc gia về an toàn vệ sinh lao động và chương trình mục tiêu quốc gia; thiện các dự án hỗ trợ thành phần kinh tế tư nhân phát triển có lồng ghép chương trình TNXH- Đan Mạch, Thụy Điển, Tây Ban Nha, Đức, và tham gia các diễn đàn quốc tế – khu vực về TNXH.

Các cơ quan chính phủ có thể thực hiện một số đề xuất nhằm hỗ trợ doanh nghiệp thực hiện TNXH, cụ thể là:

Thứ nhất, nghiên cứu và kiến nghị các giải pháp tổ chức đối thoại với doanh nghiệp theo phương thức "hội nghị bàn tròn"; giải quyết những vướng mắc về môi trường kinh doanh; hướng dẫn các chuẩn mực về thực hiện quyền tự chủ kinh doanh.

Thứ hai, kiến nghị các giải pháp thúc đẩy TNXH trong lĩnh vực lao động; hướng dẫn việc công bố thông tin về điều kiện lao động; có trách nhiệm theo dõi, nghiên cứu và kiến nghị các doanh nghiệp nâng cao hiệu quả các giải pháp bảo đảm vai trò người lao động trong việc thực hiện TNXH.

Thứ ba, đề xuất mô hình phát triển kinh tế gắn với môi trường; hướng dẫn các doanh nghiệp xây dựng báo cáo tác động môi trường; đề xuất và hướng dẫn doanh nghiệp thực hiện các "nguyên tắc hành động tài chính vì một xã hội bền vững".

Thứ bốn, xây dựng Báo cáo Khảo sát và nghiên cứu về các xu hướng mới của TNXH, đề xuất các cách thức thực hiện TNXH và tìm kiếm sự ủng hộ từ các bên có liên quan, đặc biệt các cổ đông, các nhà đầu tư, khuyến khích các hoạt động đầu tư có trách nhiệm với xã hội, biên soạn và ban hành bản hướng dẫn xây dựng và công bố báo cáo về minh bạch hóa, đánh giá quản trị công ty, quản trị rủi ro, kiểm soát nội bộ, quản lý tài sản trí tuệ, đề xuất cho các doanh nghiệp thực hiện các giải pháp gắn kết quản trị rủi ro với kiểm soát nội bộ nhằm giảm thiểu những vụ bê bối có thể ảnh hưởng đến bên ngoài, góp phần nâng cao hình ảnh của doanh nghiệp.

## **5.2. Đối với các tổ chức đại diện doanh nghiệp**

Các tổ chức này nên tiến hành các chương trình hội thảo, hội nghị bàn tròn, đào tạo về các nội dung liên quan đến TNXH, triển khai ứng dụng các mô hình áp dụng hiệu quả tại một số nhà máy... đặc biệt chương trình hợp tác với Tổ chức phát triển Liên hiệp quốc (UNDP) về Mạng lưới hiệp ước toàn cầu Việt Nam (GCNV) với mục tiêu phát triển doanh nghiệp bền vững – xã hội phồn vinh sẽ thúc đẩy nhanh quá trình thực hiện TNXH ở Việt Nam đồng thời nội dung về TNXH cũng được mở rộng hơn. Dự án này thúc đẩy vai trò của cộng đồng doanh nghiệp trong việc nâng cao TNXH thông qua mạng lưới Hiệp ước toàn cầu, được thành lập năm 2008 tại Việt Nam đồng thời TNXH sẽ được đưa vào Việt Nam thông qua các công trình nghiên cứu, chương



trình giảng dạy và hỗ trợ, đánh giá các hoạt động kinh doanh và cung cấp các công cụ hữu ích như khả năng tiếp cận với các chuyên gia, kết nối với các mạng lưới quốc gia cũng như quốc tế, nhằm giúp doanh nghiệp phát triển chiến lược TNXH của mình.

Bên cạnh đó, các tổ chức cũng có thể tiến hành việc nghiên cứu, hướng dẫn, hỗ trợ các doanh nghiệp thực hiện Hành vi doanh nghiệp, các hoạt động chủ yếu và thường xuyên về TNXH như là đăng cai/chủ trì/tài trợ tổ chức các hội thảo, hội nghị; thành lập các đoàn công tác đối thoại về TNXH ở nước ngoài; phát triển mạng lưới thông tin và trao đổi giữa thành viên với các bên có lợi ích liên quan; phát hành bản tin TNXH thường kỳ, v.v.

Thành lập Diễn đàn Trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp Việt Nam với các nhiệm vụ chính là tăng cường hỗ trợ các hoạt động liên quan đến TNXH của doanh nghiệp Việt Nam; hỗ trợ các công ty trong việc chia sẻ kinh nghiệm và thông tin mới nhất về TNXH; thực hiện các dự án nghiên cứu về chính sách TNXH và hoạt động kinh doanh; tăng cường thông tin liên lạc và hợp tác chặt chẽ giữa các doanh nghiệp và các tổ chức có liên quan; đóng góp vào việc hình thành và phản biện chính sách TNXH của quốc gia và quốc tế.

### **5.3. Đối với các tổ chức công đoàn**

Tổng Liên đoàn lao động Việt Nam dưới sự hỗ trợ kỹ thuật của Liên đoàn Lao động Đức đã triển khai dự án nâng cao nhận thức về TNXH cho cán bộ công đoàn các cấp bao gồm cả cán bộ công đoàn của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, Tổng liên đoàn còn thành lập hệ thống trung tâm hỗ trợ pháp luật cho người lao động bao gồm 8 trung tâm, 23 văn phòng và trên 80 luật sư trong phạm vi cả nước. Để đảm bảo khả năng thực hiện TNXH của doanh nghiệp, Tổng liên đoàn nên đẩy mạnh luật hóa và tuyên truyền, nâng cao vai trò của các tổ chức công đoàn trong việc bảo vệ quyền lợi của người lao động tại doanh nghiệp.

Ngoài ra, công đoàn cơ sở phải thường xuyên tuyên truyền, giáo dục, phổ biến chính sách pháp luật thông qua tập huấn, cung cấp thông tin cho người lao động với nội dung ngắn gọn, dễ hiểu, dễ nhớ liên quan trực tiếp đến quyền lợi và trách nhiệm của người lao động. Đồng thời công đoàn cơ sở tổ chức, sắp xếp thời gian hợp lý để tạo điều kiện cho người lao động được tham gia các hoạt động xã hội, giao lưu văn hóa, văn nghệ. Công đoàn cơ sở còn phát huy vai trò của mình cùng lãnh đạo doanh nghiệp tham gia góp ý về quyền và lợi ích hợp pháp của người lao động, xây dựng quan hệ lao động hài hòa, ổn định vì sự phát triển của doanh nghiệp và đời sống người lao động. Mặt khác, công đoàn cơ sở cũng cần thể hiện rõ vai trò, chức năng đại diện người lao động trong việc cử đại diện của mình tham gia vào các hội đồng tư vấn của doanh nghiệp như: Hội đồng lương, hội đồng thi đua khen thưởng, hội đồng kỷ luật, hội đồng bảo hộ lao động...đồng thời phối hợp với người sử dụng lao động tổ chức đại hội công nhân viên chức trong các công ty nhà nước, hoặc hội nghị người lao động trong các công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty cổ phần.

Đối với cấp ngành, cần tuyên truyền chính sách, pháp luật lao động, cung cấp tài liệu và phổ biến các nội dung liên quan đến vấn đề TNXH tại doanh nghiệp cho các công đoàn trực thuộc, tập hợp ý kiến, tâm tư nguyện vọng của người lao động trong ngành để tham gia xây dựng pháp luật, các chế độ, chính sách lao động, tiền lương, bảo hộ lao động, bảo hiểm xã hội, bảo hiểm y tế và các chế độ chính sách khác cho người lao động.

Các công đoàn cấp trên cơ sở cần hướng dẫn, chỉ đạo, hỗ trợ giúp Ban chấp hành công đoàn cơ sở trong việc tuyên truyền phổ biến chế độ chính sách pháp luật, nhất là pháp luật lao động, các nội dung của TNXH doanh nghiệp. Chú trọng các quyền và nghĩa vụ của người lao động liên quan đến nội dung hợp đồng lao động, quyền và trách nhiệm của công đoàn mà pháp luật quy định. Phổ biến nội dung, chỉ đạo và giúp công đoàn cơ sở xây dựng chương trình hành động thực hiện TNXH tại doanh nghiệp. Ngoài ra, công đoàn cấp trên cần chú ý rà soát, kiểm tra việc thực hiện thúc đẩy thực hiện TNXH của công đoàn cấp ngành nhằm đảm bảo cho việc thực hiện những mục tiêu, kế hoạch liên quan đến thực hiện TNXH được diễn ra hiệu quả.

### **5.4. Hạn chế nghiên cứu và hướng nghiên cứu tiếp theo**

Nghiên cứu sử dụng bộ dữ liệu điều tra sẵn có của GSO và CIEM nên một số thông tin chuyên sâu về tiêu chuẩn đánh giá TNXH của các tổ chức thế giới vẫn chưa được cập nhật trong

điều tra. Bên cạnh đó với tính đặc thù về ngành, nghề, quy mô, cơ cấu khách hàng, sự khác biệt trong nhận thức của doanh nghiệp và các bên liên quan cũng ảnh hưởng đến khả năng thực hiện TNXH của doanh nghiệp nhưng lại chưa được điều tra. Hơn nữa, quá trình hội nhập và ký kết các hiệp định thương mại cũng ảnh hưởng đáng kể đến việc thực hiện TNXH của doanh nghiệp. Điều này sẽ được khắc phục nếu như có các cuộc điều tra chuyên sâu từ các doanh nghiệp trong 2 bộ dữ liệu này.

Vì vậy, trong những nghiên cứu sau này, nhóm tác giả sẽ phân tích sâu hơn những sự khác biệt về mức độ tác động việc thực hiện TNXH đối với các doanh nghiệp xuất khẩu cũng như động cơ thật sự thúc đẩy doanh nghiệp xuất khẩu thực hiện TNXH để có bức tranh tổng quát và toàn diện hơn về vấn đề thực hiện TNXH của doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

### *Tài liệu tham khảo tiếng Việt*

- [1] Diễn đàn trách nhiệm xã hội Việt Nam, Trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp: công cụ tạo
- [2] Phạm Đức Hiếu (2011). Các nhân tố ảnh hưởng tới thực hiện và báo cáo TNXH của các doanh nghiệp Việt Nam. Tạp chí Phát triển Kinh tế, Trường Đại học Thương mại, số tháng 4, trang 10 – 16.
- [3] Nguyễn Thị Lành và Phạm Thị Ngọc Trâm (2016). Các nhân tố tác động đến việc thực hiện TNXH của các doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam. Tạp chí Khoa học Đại học Đà Lạt, Tập 6, số 1, trang 119 – 128.

### *Tài liệu tham khảo tiếng Anh*

- [1] Al-bdour, A.A., Nasruddin, E. and Lin, S.K., 2010. The relationship between internal corporate social responsibility and organizational commitment within the banking sector in Jordan. International Journal of Human and Social Sciences, 5(14), pp.932-951.

## MỐI QUAN HỆ GIỮA TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP NƯỚC NGOÀI TẠI CÁC TỈNH CỦA VIỆT NAM

SV: **Hàn Thanh Mai, Nguyễn Văn Dũng, Nguyễn Thanh Tuấn**  
Trường Đại học Ngoại thương Hà Nội  
GVHD: **TS. Chu Thị Mai Phương**

### TÓM TẮT

*Nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào Việt Nam trong vòng 30 năm qua luôn ở mức cao và có vai trò quan trọng trong phát triển kinh tế các tỉnh. Dựa trên cơ sở lý thuyết và tổng quan tình hình nghiên cứu, nghiên cứu này của nhóm tác giả phân tích mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và đầu tư trực tiếp nước ngoài tại các tỉnh của Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 63 tỉnh thành trên cả nước trong khoảng thời gian từ năm 2006 đến năm 2015 từ Tổng cục Thống kê và Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam. Bằng việc sử dụng kiểm định nhân quả với 2 biến số là FDI và tăng trưởng kinh tế ở các tỉnh của Việt Nam, đồng thời sử dụng mô hình vecto tự hồi quy cho số liệu mảng (Panel VAR) với các biến số đại diện bao gồm: Tăng trưởng kinh tế, đầu tư trực tiếp nước ngoài, lạm phát, giá trị xuất khẩu, giá trị nhập khẩu, chất lượng thể chế kinh tế và cơ sở hạ tầng, nhóm tác giả thu được kết quả cho thấy; FDI và tăng trưởng kinh tế có mối quan hệ nhân quả một chiều. FDI là nguyên nhân gây ra tăng trưởng kinh tế ở các tỉnh của Việt Nam, nhưng không có chiều ngược lại. Ngoài ra các nhân tố lạm phát và cơ sở hạ tầng có ảnh hưởng đến cả FDI và tăng trưởng kinh tế, các biến còn lại bao gồm giá trị xuất khẩu, nhập khẩu và chất lượng thể chế không có ảnh hưởng đến cả FDI và tăng trưởng kinh tế. Từ kết quả trên nhóm tác giả đề xuất một số giải pháp nhằm nâng cao chất lượng vốn FDI và tăng trưởng kinh tế ở các tỉnh của Việt Nam.*

**Từ khóa:** FDI, tăng trưởng kinh tế ở các tỉnh, kiểm định nhân quả, mô hình Panel VAR.

### 1. Giới thiệu

Trong vòng 30 năm thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), từ 1988 đến đầu năm 2018, tốc độ tăng trưởng kinh tế của Việt Nam luôn ở mức độ ổn định và tăng cao. Năm 2017,

tốc độ tăng trưởng của kinh tế Việt Nam là 6,81%, cao hơn mức tăng của các năm từ 2011-2016 (Tổng cục Thống kê, 2017). Nguồn vốn FDI và hoạt động của khu vực có vốn FDI giữ vai trò quan trọng trong sự tăng trưởng đó. FDI thông qua sự tương tác tích cực với quy mô nền kinh tế, nguồn nhân lực, cơ sở hạ tầng, tiền lương, sự khác biệt khu vực thúc đẩy tăng trưởng và phát triển (Liming Hong, 2014). Không thể phủ nhận rằng FDI đã có rất nhiều tác động tích cực đối với tăng trưởng kinh tế ở các tỉnh thành, tuy nhiên bên cạnh đó FDI cũng để lại hậu quả tiêu cực ở các tỉnh thành trên nhiều mặt, không chỉ là sự phụ thuộc về kinh tế mà còn là vấn đề về môi trường. Bài nghiên cứu này của nhóm tác giả phân tích mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và lượng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, đồng thời nghiên cứu tác động của một số biến khác đến mối quan hệ giữa 2 yếu tố này trong các tỉnh của Việt Nam.

## **2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan tình hình nghiên cứu**

### **2.1. Lý thuyết chiết trung**

Có rất nhiều lý thuyết đề cập đến động lực của đầu tư quốc tế và mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và đầu tư quốc tế, nổi bật nhất là lý thuyết chiết trung. Lý thuyết này đề cập đến động lực đầu tư của các công ty nước ngoài (Dunning, 1992). Các công ty sẽ thực hiện đầu tư ra nước ngoài khi hội tụ đủ ba lợi thế: lợi thế về địa điểm, lợi thế về sở hữu và lợi thế về nội hóa. Lợi thế về địa điểm là lợi thế có được do việc tiến hành hoạt động kinh doanh tại một địa điểm nhất định với những đặc thù riêng (do điều kiện tự nhiên hoặc được tạo ra). Lợi thế về sở hữu là vị thế có được khi một công ty có cơ hội tham gia sở hữu một số tài sản đặc biệt nhất định. Lợi thế nội hóa là lợi thế đạt được do việc nội hóa hoạt động sản xuất thay vì chuyển nó đến một thị trường kém hiệu quả hơn.

### **2.2. Lý thuyết về vai trò của vốn đầu tư và tăng trưởng kinh tế**

#### **2.2.1. Mô hình tăng trưởng của Harrod Domar**

Dựa vào tư tưởng của Keynes, hai nhà kinh tế học là Roy Harrod và Evsay Domar đã cùng đưa ra mô hình giải thích mối quan hệ giữa sự tăng trưởng và thất nghiệp ở các nước phát triển. Mô hình này cũng được sử dụng rộng rãi ở các nước đang phát triển để xét mối quan hệ giữa tăng trưởng và các nhu cầu về vốn. Mô hình Harrod – Domar đã chỉ ra được vai trò của vốn và hiệu quả sử dụng vốn trong tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, đối với các nước đang phát triển vẫn còn tồn đọng nhiều vấn đề, đặc biệt là về vốn.

#### **2.2.2. Mô hình Cobb-Dougllass**

Mô hình Cobb – Douglas: Mô hình xem xét vai trò và tác động của 2 nhân tố: vốn và lao động trong điều kiện nền kinh tế mở. Mô hình đưa ra hàm sản xuất:  $g = A K^a L^b$ . Trong đó: g: Tăng trưởng kinh tế hàng năm, K: Vốn đầu tư, L: Lao động, A: Biểu thị hiệu quả sản xuất và là hằng số, a: Hệ số co giãn của vốn, b: Hệ số co giãn của lao động

Khác với mô hình Harrod – Domar – chỉ nghiên cứu nhân tố vốn đối với tăng trưởng kinh tế, mô hình Cobb – Douglas đưa 2 nhân tố vốn và lao động vào xem xét, đánh giá tác động của chúng đối với tăng trưởng kinh tế. Hai nhân tố vốn và lao động được kết hợp với nhau theo tỷ lệ bất kỳ, có thể thay thế lẫn nhau, gắn với việc nghiên cứu hệ số co giãn của vốn (a) và lao động (b). Hệ số này cho phép tính toán, đo lường được tỷ lệ phần trăm đóng góp của các nguồn lực đầu vào trong quá trình thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

#### **2.2.3. Mô hình Sollow**

Mô hình Solow ra đời là một bước tiến khá dài kể từ mô hình của Harrod – Domar. Trong mô hình, sự thay đổi không thể giải thích được trong sự tăng trưởng của sản lượng đầu ra sau khi đã tính đến tác động của tích lũy tư bản được gọi là phần dư Solow. Phần dư này đo lường sự gia tăng ngoại sinh trong năng suất nhân tố tổng hợp (Total Factor Productivity – TFP) trong một khoảng thời gian nhất định. Sự gia tăng trong TFP thường được chuyển toàn bộ vào tiến bộ công nghệ

Sau Solow, các mô hình tăng trưởng nội sinh của giai đoạn sau đã cải tiến mô hình Solow ở chỗ năng suất các nhân tố tổng hợp không còn là biến nội sinh mà là biến ngoại sinh, Ngoài ra TFP không chỉ còn được hiểu đơn thuần là tiến bộ kỹ thuật mà còn là cải thiện trình độ công nghệ và tri thức mới. Điển hình có thể kể đến là: Mô hình học hỏi (Learning-by-doing model)



của Kenneth J.Arrow (1962), Mô hình R&D (Research and Development Model), Mô hình Mankiw-Romer-Weil, Mô hình AK Mô hình “ Học hay làm” (Learning-or-doing model).

#### **2.2.4.Mô hình Samuelson về “vòng luẩn quẩn của sự đói nghèo” và “cú huých từ bên ngoài”.**

Lý thuyết này cũng cùng quan điểm với trường phái tân cổ điển cho rằng có 4 nhân tố ảnh hưởng và là nguồn gốc của tăng trưởng kinh tế, bao gồm: nguồn nhân lực, tài nguyên thiên nhiên, tư bản và kỹ thuật. Samuelson (1948) cho rằng các yếu tố này ở các nước đang phát triển đều khan hiếm nên việc kết hợp bốn yếu tố này gặp khó khăn trở ngại lớn và ở nhiều nước nghèo, khó khăn lại càng tăng thêm. Samuelson cũng nhấn mạnh rằng để phá vỡ vòng luẩn quẩn này thì cần phải có “Cú huých từ bên ngoài”. Tức là các quốc gia này cần có sự đầu tư từ bên ngoài về vốn, công nghệ, v.v. Vì vậy, các nước đang phát triển cần phải có đầu tư nước ngoài, phải tạo điều kiện thuận lợi để kích thích đầu tư nước ngoài nhằm vực dậy và phát triển nền kinh tế.

Tóm lại, có rất nhiều lý thuyết nghiên cứu mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và FDI. Các lý thuyết này đều cho rằng đầu tư trực tiếp nước ngoài là nhân tố quan trọng, có ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế và ngược lại, tăng trưởng kinh tế có ảnh hưởng đến thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài.

### **2.3.Tổng quan tình hình nghiên cứu**

#### **2.3.1.Các nghiên cứu trong nước**

Nghiên cứu về mối quan hệ giữa nguồn vốn nước ngoài, cụ thể là đầu tư trực tiếp nước ngoài và tăng trưởng kinh tế, ở trong nước cũng đã có rất nhiều tác giả bàn về vấn đề này. Các tác giả Hồ Thị Thanh Mai và Phạm Thị Thanh Thủy (2016) khi nghiên cứu về mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và đầu tư trực tiếp nước ngoài tại tỉnh Khánh Hòa đã sử dụng phương pháp phân tích bằng mô hình tự hồi quy Vector VAR với dữ liệu dạng chuỗi thời gian trong giai đoạn 1995-2014 cho 5 biến số đại diện là: tổng sản phẩm trên địa bàn Khánh Hòa, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, lao động, nguồn nhân lực và độ mở thương mại. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng giữa tăng trưởng kinh tế và FDI ở Khánh Hòa có mối quan hệ nhân quả một chiều, tăng trưởng kinh tế có tác động tích cực đến thu hút vốn FDI. Đồng thời, kết quả cũng chỉ ra nguồn nhân lực có tác động thuận chiều đến tổng sản phẩm trên địa bàn Khánh Hòa và FDI, chưa phát hiện độ mở cửa thương mại có tác động đến tăng trưởng kinh tế, FDI. Cũng đề cập đến tác động của đầu tư trực tiếp nước ngoài đến tăng trưởng kinh tế, Đào Thị Bích Thủy (2012) khi nghiên cứu trường hợp của các nước đang phát triển đã chỉ ra tầm quan trọng của vốn nước ngoài trong việc hỗ trợ các nước đang phát triển đạt được tăng trưởng kinh tế nhanh và bền vững. Từ đó, tác giả đề xuất một số giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng vốn nước ngoài đối với các nước đang phát triển. Tuy nhiên, trong nghiên cứu của tác giả chưa đề cập đến vấn đề chuyển giao công nghệ thông qua đầu tư trực tiếp nước ngoài. Khi nghiên cứu về các yếu tố ảnh hưởng đến quan hệ giữa đầu tư trực tiếp nước ngoài và tăng trưởng kinh tế, Trần Kim Cương (2015) đã sử dụng phương pháp ước lượng GMM trên mẫu gồm các quốc gia đang phát triển với thu nhập trung bình và thấp trong giai đoạn 1995–2012, kết quả nghiên cứu cho thấy tác động của FDI lên tăng trưởng kinh tế chịu ảnh hưởng bởi 5 yếu tố: Trình độ giáo dục, chất lượng thể chế kinh tế, độ ổn định kinh tế vĩ mô, cơ sở hạ tầng và tốc độ đô thị hóa. Kết quả nghiên cứu còn cung cấp bằng chứng cho thấy cải thiện thể chế kinh tế, ổn định kinh tế vĩ mô và kiểm soát tốt tiến trình đô thị hóa có thể gia tăng lợi ích nhận được từ FDI cho nền kinh tế. Nguyễn Thị Ánh Tuyết (2013) khi tìm hiểu về mối quan hệ giữa FDI và tăng trưởng kinh tế, đặc biệt là nghiên cứu vai trò của phát triển tài chính của các nước sở tại ảnh hưởng đến khả năng tận dụng nguồn vốn FDI góp phần tăng trưởng kinh tế quốc gia như thế nào, đã sử dụng mô hình GMM chạy hồi quy trên dữ liệu bảng gồm 45 quốc gia đang phát triển từ năm 1995-2011, kết quả cho thấy FDI chưa thật sự tác động rõ ràng đến tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên kết quả nghiên cứu lại cho rằng sự phát triển của hệ thống tài chính trong nước là điều kiện tiên quyết quan trọng giúp FDI có tác động tích cực lên tăng trưởng kinh tế, Ngoài ra, tác giả còn đề xuất một số cải cách chính sách nhằm thúc đẩy cải thiện sự phát triển của hệ thống tài chính và ngân hàng trong nước để hưởng lợi nhiều hơn nhờ sự hiện diện của FDI.



### 2.3.2. Các nghiên cứu nước ngoài

Tính đến thời điểm hiện tại, trên thế giới cũng có rất nhiều nghiên cứu về mối quan hệ giữa nguồn vốn nước ngoài, cụ thể là đầu tư trực tiếp nước ngoài và tăng trưởng kinh tế. Có thể điểm qua một số nghiên cứu tiêu biểu sau:

Liming Hong (2013) khi nghiên cứu về tác động của đầu tư trực tiếp nước ngoài và tăng trưởng kinh tế đã chỉ ra rằng FDI có tác động tích cực đến sự phát triển kinh tế Trung Quốc. Tác giả sử dụng phương pháp GMM với dữ liệu của 254 tỉnh trong giai đoạn 1994-2010. Kết quả nghiên cứu còn chỉ ra tính kinh tế theo quy mô, nhân lực, cơ sở hạ tầng, mức lương, sự khác biệt giữa các khu vực có mối quan hệ nhân quả với FDI và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế ở Trung Quốc, trong khi sự mở cửa thương mại không ảnh hưởng đáng kể đến FDI. Cũng bàn về mối quan hệ giữa FDI và tăng trưởng kinh tế tại Trung Quốc trong giai đoạn 1983 đến 2011, tác giả Jai S. Mah (2009) lại cho rằng FDI đã không gây ra tăng trưởng kinh tế thực sự ở Trung Quốc. Điều đó ngụ ý rằng sẽ không cần thiết đối với chính phủ Trung Quốc để cung cấp nhiều loại hình thuế hoặc tài chính để thu hút đầu tư nước ngoài. Thậm chí không có ưu đãi cho FDI, dòng vốn FDI dự kiến sẽ tiếp tục do tăng trưởng kinh tế nhanh.

Cho rằng FDI có tác động gián tiếp lên tăng trưởng kinh tế ở Malaysia, Mohammad Sharif Karimi và Zulkornain Yusop (2009) khi xem xét mối quan hệ nhân quả giữa đầu tư trực tiếp nước ngoài và tăng trưởng kinh tế đã sử dụng kiểm định Toda-Yamamoto về quan hệ nhân quả và phân tích bằng mô hình ARDL cho dữ liệu về chuỗi thời gian trong giai đoạn 1970-2005 cho Malaysia. Nghiên cứu cho thấy, trong trường hợp của Malaysia, không xuất hiện mối quan hệ nhân quả hai chiều và mối quan hệ lâu dài giữa FDI và tăng trưởng kinh tế. Như vậy, FDI có tác động gián tiếp tới tăng trưởng kinh tế ở Malaysia trong giai đoạn 1970 đến 2005. Cũng sử dụng kiểm định Toda-Yamamoto về quan hệ nhân quả giữa tăng trưởng kinh tế và đầu tư trực tiếp nước ngoài tại ba nước Chi- lê, Indonesia và Thái Lan, tác giả Abdur Chowdhury và George Mavrotas (2005) đưa ra kết luận GDP là nguyên nhân gây ra FDI trong trường hợp của Chilê và không có chiều ngược lại, trong khi ở cả Malaysia và Thái Lan, có bằng chứng mạnh mẽ về mối quan hệ nhân quả giữa hai biến. Sasi Iamsiraroj và Hristos Doucouliagos (2015) khi nghiên cứu về tác động của tăng trưởng kinh tế đến việc thu hút nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đã sử dụng phương pháp hồi quy Meta được áp dụng cho 946 ước tính từ 140 nghiên cứu thực nghiệm. Các kết quả xác nhận rằng, trung bình, tăng trưởng kinh tế là một yếu tố quyết định quan trọng của FDI. Nghiên cứu tình huống về Ấn Độ khi tỷ lệ tiết kiệm trong nước chỉ đạt 24% GDP, tác giả Badar Alam Iqbal (2006) kết luận, Ấn Độ không còn lựa chọn nào khác ngoài việc phụ thuộc vào các nguồn tài chính bên ngoài. Lựa chọn thuận tiện và hiệu quả là có được một lượng vốn FDI lớn hơn. Dòng vốn FDI đổ vào nền kinh tế Ấn Độ đã trở nên cần thiết. Nhận thấy được tầm quan trọng của vấn đề này, thông qua sự phân tích trường hợp của Trung Quốc, tác giả đã đề xuất một số gợi ý để thu hút và sử dụng vốn FDI một cách hiệu quả nhằm thúc đẩy tăng trưởng và phát triển kinh tế đất nước và làm thế nào nó có thể giúp để đạt được khả năng cạnh tranh toàn cầu.

Ngoài ra, lượng FDI vào trong nước cũng như sự tăng trưởng kinh tế còn bị ảnh hưởng bởi rất nhiều yếu tố khác. Paulo Júlio và cộng sự (2013) cho rằng cải cách thúc đẩy sự độc lập của các tổ chức tài chính và một hệ thống quản lý chặt chẽ hơn, giảm rủi ro chính trị và tham nhũng, và cải thiện mã đầu tư có thể ảnh hưởng đáng kể đến lượng thu hút FDI. Đồng thời, các thể chế kinh tế với nhiều thuận lợi có ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng kinh tế ([Danish Ahmed Siddiqui](#), 2013). Ngoài ra, phát triển cơ sở hạ tầng đóng một vai trò quan trọng để đẩy nhanh quá trình tăng trưởng kinh tế và duy trì nó trong thời gian dài (Abdul Ghafoor Awan, Vashma Anum, 2014). Một số biến số vĩ mô khác như lạm phát, thất nghiệp cũng được nghiên cứu và cho rằng có ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế và FDI ([Mehrnoosh Mohseni](#), [Feizolah Jouzaryan](#), 2016; Macpherson, 2013); bên cạnh đó, thương mại quốc tế cũng có tác động đến tăng trưởng kinh tế và FDI (Rodrik, 1992; Dwi Kartikasari, 2017).v.v.

Thông qua cả nghiên cứu trong nước và nghiên cứu nước ngoài, nhóm tác giả nhận thấy giữa đầu tư trực tiếp nước ngoài và tăng trưởng kinh tế luôn có mối quan hệ, dù là trực tiếp hay gián

tiếp. Tuy nhiên, nhóm tác giả nhận thấy, hầu hết tất cả những nghiên cứu trước đây về vấn đề này đều sử dụng phương pháp hồi quy GMM có sử dụng biến công cụ nhằm loại bỏ hiện tượng nội sinh trong mô hình. Với mẫu số liệu có T nhỏ và N lớn, phương pháp GMM tỏ ra rất hiệu quả, song với T lớn, phương pháp này lại không phù hợp. Hơn nữa, khi gặp phải hiện tượng nội sinh, việc sử dụng phương pháp hồi quy hệ phương trình đồng thời hay hồi quy tổng quát có thể dẫn đến các sai lệch khi ước lượng. Để khắc phục vấn đề này, nhóm tác giả sử dụng mô hình PVAR với số liệu mảng.

#### **2.4. Giả thuyết nghiên cứu**

Dựa vào cơ sở lý thuyết và tổng quan tình hình nghiên cứu, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu cho bài nghiên cứu như sau:

*Giả thuyết H1:* FDI và tăng trưởng kinh tế có mối quan hệ nhân quả theo cả 2 chiều (Dunning (1981), Sollow (1956), Samuelson (1948))

*Giả thuyết H1a:* Độ trễ của FDI có tác động dương đến tăng trưởng kinh tế (Khuda Bakhsh và cộng sự, 2017)

*Giả thuyết H1b:* Độ trễ của tăng trưởng kinh tế có tác động dương đến FDI (Sasi Iamsiraroj và Hristos Doucouliagos, 2015)

*Giả thuyết H2:* Lạm phát có tác động âm đến cả FDI và tăng trưởng kinh tế ([MehrnooshMohseni, FeizolahJouzaryan](#), 2016; Macpherson, 2013)

*Giả thuyết H2a:* Lạm phát có tác động âm đến tăng trưởng kinh tế

*Giả thuyết H2b:* Lạm phát có tác động âm đến FDI

*Giả thuyết H3:* Cơ sở hạ tầng có tác động dương đến cả FDI và tăng trưởng kinh tế (Trần Kim Cương, 2016; Abdul Ghafoor Awan, Vashma Anum, 2014)

*Giả thuyết H3a:* Cơ sở hạ tầng có tác động dương đến tăng trưởng kinh tế

*Giả thuyết H3b:* Cơ sở hạ tầng có tác động dương đến FDI

*Giả thuyết H4:* Thể chế kinh tế có tác động dương đến cả FDI và tăng trưởng kinh tế (Paulo Júlio và cộng sự, 2013; [Danish AhmedSiddiqui](#), 2013)

*Giả thuyết H4a:* Thể chế kinh tế có tác động dương đến tăng trưởng kinh tế

*Giả thuyết H4b:* Thể chế kinh tế có tác động dương đến FDI

*Giả thuyết H5:* Thương mại quốc tế có tác động dương đến cả FDI và tăng trưởng kinh tế (Rodrik, 1992; Dwi Kartikasari, 2017)

*Giả thuyết H5a:* Thương mại quốc tế có tác động dương đến tăng trưởng kinh tế.

*Giả thuyết H5b:* Thương mại quốc tế có tác động dương đến FDI.

### **3. Thực trạng đầu tư trực tiếp nước ngoài và tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam giai đoạn 2006–2015**

FDI có vai trò quan trọng trong phát triển kinh tế các tỉnh như bổ sung nguồn vốn, tạo công ăn việc làm cho cư dân địa phương, chuyển giao công nghệ, chuyển dịch cơ cấu kinh tế theo hướng tích cực. Thực tế, nhiều tỉnh, thành phố đã đạt được những thành tựu tăng trưởng cao từ sau khi thu hút dòng vốn FDI. Bắc Ninh, một tỉnh nằm trong vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc, luôn nằm trong các tỉnh dẫn đầu trong thu hút dòng vốn FDI. Tính đến năm 2015, tỉnh Bắc Ninh thu hút được 133 dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài đăng ký mới và 103 dự án đăng ký thêm với tổng vốn đăng ký đạt 3,65 tỷ USD. Không chỉ thu hút được lượng vốn FDI lớn, các dự án FDI còn được đánh giá cao về chất lượng bởi sự xuất hiện của các tập đoàn lớn như: Samsung, Canon, Pepsico, Nokia, Ariston. Doanh nghiệp FDI trên địa bàn luôn chấp hành tốt quy định pháp luật và đóng góp lớn vào phát triển kinh tế - xã hội của địa phương. Trong đó, về kinh tế, khu vực FDI chiếm trên 85% tổng giá trị sản xuất công nghiệp toàn tỉnh, đóng góp 99% tổng kim ngạch xuất khẩu năm 2015, đưa Bắc Ninh trở thành tỉnh có giá trị xuất siêu lớn của cả nước. Khu vực FDI của tỉnh tạo việc làm cho 146.591 lao động với thu nhập bình quân 6,5 triệu đồng/người/tháng. Tỷ lệ đóng góp của khu vực FDI trong GDP toàn tỉnh cũng tăng dần qua các năm: năm 2001 là 7,7%; năm 2006 tăng lên 9,7% và năm 2010 đạt 28,2%. TP. Hồ Chí Minh được xem là đầu tàu kinh tế của cả nước, có nhiều thế mạnh về cơ sở hạ tầng, giao thông, nguồn nhân lực và các trung tâm thương mại – dịch vụ được đánh giá tốt nhất, có thể đáp ứng tốt nhu

cầu của các nhà đầu tư, nên thành phố luôn là một trong những địa phương dẫn đầu về thu hút đầu tư FDI. Theo Cục thống kê TP. Hồ Chí Minh, bảy tháng đầu năm 2015 đã có 284 dự án có vốn đầu tư nước ngoài được cấp giấy chứng nhận với vốn đăng ký đạt 2,02 tỷ USD (tăng 35,2% về số dự án và tăng gấp 2,1 lần về vốn so với cùng kỳ năm 2014). Có thể thấy các thành tựu kinh tế mà thành phố đạt được là từ đóng góp không nhỏ của nguồn vốn FDI và hoạt động của các doanh nghiệp FDI, đặc biệt là trong khu vực công nghiệp và dịch vụ của thành phố. Tuy nhiên dòng vốn FDI không tăng đều qua các năm như GDP mà có sự biến động.

#### **4. Phân tích định lượng mối quan hệ giữa FDI và tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam giai đoạn 2006–2015**

##### **4.1. Phương pháp nghiên cứu**

Bài nghiên cứu của nhóm tác giả sử dụng phương pháp ước lượng Panel VAR. Về bản chất, Panel VAR là phương pháp sử dụng mô hình VAR cho số liệu dạng mảng. Mô hình VAR thật ra là sự kết hợp của 2 mô hình: tự hồi quy đơn chiều (univariate autoregression-AR) và hệ phương trình đồng thời (simultaneous equations-SEs). Mô hình VAR kết hợp ưu điểm của AR là rất dễ ước lượng bằng phương pháp tối thiểu hóa phần dư (OLS) và ưu điểm của SEs là ước lượng nhiều phương trình đồng thời trong cùng 1 hệ thống. Ngoài ra, mô hình VAR có thể khắc phục được nhược điểm của SEs là nó không cần quan tâm đến tính nội sinh của các biến kinh tế. Do vậy, việc sử dụng phương pháp PVAR trong ước lượng là điều hợp lý

##### **4.2. Nguồn dữ liệu**

Số liệu nhóm tác giả sử dụng trong bài là số liệu thứ cấp được tải về từ website của Tổng Cục Thống Kê gồm 63 tỉnh thành trên cả nước trong giai đoạn 2006–2015. Ngoài ra, trong nghiên cứu của nhóm tác giả còn có sử dụng đến biến số PCI (chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh). Dữ liệu của chỉ số này được nhóm tác giả tải về từ website [www.pcivietnam.vn](http://www.pcivietnam.vn). Sau đó nhóm tác giả ghép lại với bộ số liệu từ tổng cục thống kê theo từng tỉnh và theo từng năm để có được bộ số liệu mảng hoàn chỉnh phục vụ cho nghiên cứu.

##### **4.3. Biến số và đo lường**

###### **4.3.1. Biến phụ thuộc**

Để phân tích mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và đầu tư trực tiếp nước ngoài ở các tỉnh của Việt Nam giai đoạn 2006–2015, nhóm tác giả sử dụng 2 biến phụ thuộc, gồm có:

Tăng trưởng kinh tế ở các tỉnh của Việt Nam giai đoạn 2006–2015 (đơn vị đo: %). Một số nghiên cứu trước đây lấy chỉ số GDP hằng năm hoặc GDP bình quân đầu người hằng năm (Abdur Chowdhury và George Mavrotas, 2005). Tuy nhiên nhóm nghiên cứu sử dụng tốc độ tăng trưởng GDP hằng năm để có thể phản ánh một cách sát nhất về tăng trưởng kinh tế.

Lượng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vào các tỉnh của Việt Nam giai đoạn 2006–2015 (đơn vị đo: tỷ đồng). Có rất nhiều thước đo cho biến số này, có thể kể đến như: tỷ lệ phần trăm tổng dòng vốn FDI trên GDP (Trần Kim Cương, 2015); tỷ lệ FDI trên đầu người (Maria Carkovic and Ross Levine, 2002; Panagiotis Pegkas, 2015). Nghiên cứu này của nhóm tác giả sử dụng lượng FDI ròng vào các tỉnh của Việt Nam (Khuda Bakhsh và cộng sự, 2017; Rafael Alvarado, 2017).

###### **4.3.2. Biến độc lập**

Để nghiên cứu mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và đầu tư trực tiếp nước ngoài tại các tỉnh của Việt Nam giai đoạn 2006–2015, nhóm tác giả sử dụng nhóm biến giải thích dưới đây:

###### **Tỷ lệ lạm phát (đơn vị %)**

Nghiên cứu của Keynes cho rằng, trong ngắn hạn, sẽ có sự đánh đổi giữa lạm phát và tăng trưởng. Về dài hạn, nếu tiếp tục chấp nhận tăng lạm phát để thúc đẩy tăng trưởng thì GDP cũng không tăng thêm, ngược lại còn có xu hướng giảm đi (ThS. Nguyễn Minh Sáng & Ngô Nữ Diệu Khuê, 2015). Bên cạnh đó, tỷ lệ lạm phát cũng là yếu tố quyết định ảnh hưởng đến dòng đầu tư nước ngoài (Macpherson, 2013). Tỷ lệ lạm phát cao biểu hiện sự bất ổn về kinh tế và liên quan đến các chính sách của chính phủ không thích hợp, dẫn đến dòng vốn ít đi. Trong nghiên cứu này nhóm tác giả kỳ vọng tỷ lệ lạm phát có tác động âm đến cả FDI và tăng trưởng kinh tế.

###### **Cơ sở hạ tầng**

Chất lượng cơ sở hạ tầng địa phương cũng là nhân tố có liên quan đến mối quan hệ giữa đầu tư trực tiếp nước ngoài và tăng trưởng kinh tế. Theo Antonio Estache và Grégoire Garsous (2012), việc tiếp cận và đầu tư cho cơ sở hạ tầng vật chất dẫn đến tăng trưởng GDP và lợi ích xã hội. Ngoài ra, cơ sở hạ tầng phát triển cũng là nhân tố để các nhà đầu tư nước ngoài xem xét, quyết định xây dựng cơ sở kinh doanh tại một quốc gia (Trần Kim Cương, 2016). Để đại diện cho biến cơ sở hạ tầng, trong nghiên cứu này nhóm tác giả sử dụng dữ liệu “Số thuê bao di động được sử dụng trên nghìn người”. Dữ liệu này có nhiều ưu điểm bởi nó phản ánh được chi phí và mức độ khai thác cơ sở hạ tầng của một quốc gia, càng có nhiều thuê bao điện thoại trên một ngàn dân thì chi phí biên của hệ thống viễn thông càng thấp. Trong nghiên cứu này nhóm tác giả kỳ vọng cơ sở hạ tầng có tác động dương đến cả FDI và tăng trưởng kinh tế.

#### **Thể chế kinh tế**

Hầu hết các nghiên cứu trước đây đều cho rằng, thể chế kinh tế có ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế cũng như thu hút đầu tư vào trong nước. Một mặt, cải cách thể chế kinh tế có thể ảnh hưởng đáng kể đến hiệu suất hoạt động của nền kinh tế, mặt khác cải cách thể chế là tín hiệu để thu hút các dòng vốn đầu tư nước ngoài (Acemoglu và Johnson, 2005). Một số nghiên cứu trong nước cũng như trên thế giới sử dụng chỉ số tự do kinh tế Index of Economic Freedom (IEF) (Trần Kim Cương, 2016), chỉ số thể chế hóa công nghệ xã hội Index of Institutionalized Social Technologies (Danish Ahmed Siddiqui, 2013) với 3 chỉ tiêu chính sách cho vay, công nghệ giảm rủi ro và chính sách về lợi nhuận .v.v. Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả sử dụng chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh Provincial Competitiveness Index (PCI) làm thước đo cho thể chế kinh tế ở các tỉnh của Việt Nam (Nguyễn Quốc Việt và cộng sự, 2014; Chu Thị Mai Phương, 2017) và kỳ vọng biến này có tác động dương đến cả FDI và tăng trưởng kinh tế.

#### **Thương mại quốc tế**

Để thuận tiện cho việc xử lý dữ liệu, nhóm tác giả sử dụng 2 giá trị là kim ngạch xuất khẩu và kim ngạch nhập khẩu ở cùng thời kỳ. Theo lý thuyết của Dunning về đầu tư quốc tế (1992) thì đầu tư trực tiếp nước ngoài làm tăng độ mở thương mại của nền kinh tế; trong đó, FDI luôn kéo theo sự dịch chuyển của nguồn lực sản xuất, hàng hóa, dịch vụ từ thế giới vào quốc gia sở tại và ngược lại, FDI cũng thúc đẩy sự dịch chuyển, luân chuyển từ quốc gia sở tại ra thế giới. Ngoài ra, thương mại quốc tế cũng có tác động đến tăng trưởng kinh tế theo chiều hướng tích cực (MeraleFetahi-Vehapi và cộng sự, 2015) hoặc cũng có thể theo chiều hướng tiêu cực như gây ra sự mất ổn định kinh tế vĩ mô bằng cách gia tăng lạm phát, đồng nội tệ mất giá và dẫn đến cuộc khủng hoảng cán cân thanh toán (Rodrik, 1992; Dwi Kartikasari, 2017). Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả kỳ vọng thương mại quốc tế có tác động dương đến FDI và tăng trưởng kinh tế.

Để giúp cho phân phối của sai số ngẫu nhiên gần với phân phối chuẩn và gia tăng tính đối xứng của phân phối xác suất, đồng thời các kết quả ước lượng không phụ thuộc vào đơn vị đo của biến số, nhóm tác giả đã logarit hóa dữ liệu của biến trước khi đưa vào mô hình.

#### **4.4. Kiểm định nghiệm đơn vị**

Để có thể ước lượng bằng mô hình PVAR thì yêu cầu đầu tiên đối với các chuỗi là phải có tính dừng. Có rất nhiều phương pháp kiểm định nghiệm đơn vị đối với dữ liệu bảng, với nghiên cứu này, nhóm tác giả sử dụng phương pháp Levin, Lin và Chu (2002) cho tất cả các chuỗi trong mô hình.

Thực hiện kiểm định nghiệm đơn vị với các chuỗi FDI, GROWTH, PCI, SO\_THUE\_BAO, INF, LOG\_XKTT, LOG\_NKTT, nhóm tác giả thu được kết quả như sau:

**Bảng 1: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị với các chuỗi**

Tên chuỗi	Trị thống kê	P-value
FDI	8.76166	0.0000
GROWTH	-5.61698	0.0000
INF	-20.2210	0.0000
PCI	-3.50767	0.0000
LOG_XKTT	-4.88622	0.0000
LOG_NKTT	-7.83239	0.0000



SO_THUE_BAO	-7.64476	0.0000
-------------	----------	--------

Từ bảng kết quả trên chúng ta có thể thấy, giá trị P-value của tất cả các chuỗi đều rất nhỏ (<0.05), do vậy chúng ta bác bỏ giả thiết H0, tức tất cả các chuỗi FDI, GROWTH, INF, PCI, LOG\_XKTT, LOG\_NKTT đều là chuỗi dừng.

#### 4.5. Xác định độ trễ

Trong phân tích PVAR, việc xác định bậc trễ phù hợp là hết sức quan trọng. Nếu bậc trễ quá dài thì các ước lượng sẽ không hiệu quả, ngược lại nếu quá ngắn thì phần dư của ước lượng không thỏa mãn tính nhiễu trắng làm sai lệch kết quả phân tích (Nguyễn Quyết, 2014). Để xác định độ trễ thích hợp, nhóm tác giả sử dụng các phương pháp đó là AIC và SC.

Kết quả tính toán lựa chọn độ trễ cho các biến GROWTH và FDI trong mô hình được tổng hợp trong bảng sau:

**Bảng 2: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị với các chuỗi**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-4685.972	NA	2.44e+08	24.98921	25.11463	25.03900
1	-4328.717	699.3079	37298190	23.11020	23.27741	23.17658
2	-4302.515	51.00947	33144060	22.99210	23.20112*	23.07508*
3	-4299.592	5.660563	33334983	22.99783	23.24865	23.09740
4	-4290.290	17.91014*	32408929*	22.96963*	23.26226	23.08579

Từ bảng kết quả trên chúng ta có thể thấy, độ trễ tốt nhất dùng để phân tích là 2 và 4. Tuy nhiên, dựa vào các kết quả nghiên cứu đi trước và tránh hiện tượng mô hình bị thiếu biến, nhóm tác giả đưa thêm vào mô hình độ trễ 1 của 2 biến FDI và GROWTH.

#### 4.6. Kiểm định nhân quả

Ở nghiên cứu này, nhóm tác giả sử dụng kiểm định Dumitrescu Hurlin cho 2 biến FDI và GROWTH, kết quả như sau:

**Bảng 3: Kết quả kiểm định nhân quả**

Giả thuyết H0	W-Stat	Zbar-Stat	P-value
GROWTH không là nguyên nhân gây ra FDI	1.93442	1.02801	0.3039
FDI không là nguyên nhân gây ra GROWTH	6.18609	11.0893	0.0000

Bảng kết quả trên cho chúng ta thấy, FDI có ảnh hưởng tới tăng trưởng kinh tế (P-value <0.05) nhưng tăng trưởng kinh tế không có ảnh hưởng đến GROWTH (P-value=0.3039>0.05). Điều này có thể được giải thích như sau: theo lý thuyết tăng trưởng nội sinh, rõ ràng FDI là một nguồn vốn lớn, đồng thời khi có dòng chảy vào của FDI, các vấn đề về khoa học kỹ thuật hay năng suất lao động sẽ được cải thiện với nước chủ nhà, do vậy FDI là có ảnh hưởng đến tăng trưởng. Tuy nhiên, ở một hướng nhìn khác, khi lượng vốn FDI đổ vào nước chủ nhà, các công ty nước ngoài chỉ quan tâm đến các vấn đề như chi phí nhân công rẻ, nguồn lao động dồi dào hay nước chủ nhà có tài nguyên thiên nhiên phong phú thì chỉ tiêu về tăng trưởng kinh tế chắc chắn không được chú ý và lúc này, đầu tư trực tiếp nước ngoài có thể tác động tiêu cực không chỉ đến tăng trưởng kinh tế mà còn các vấn đề khác như an sinh xã hội hay môi trường.v.v

#### 4.7. Ước lượng mô hình

Để ước lượng mối quan hệ giữa FDI và tăng trưởng kinh tế, nhóm tác giả sử dụng mô hình sau:

$$\text{Mô hình 1: } GROWTH_{it} = \beta_{1i1} + \sum(\beta_{2ik} * GROWTH_{i,t-k}) + \sum(\beta_{1ip} * FDI_{i,t-p}) + \sum(\beta_{1it} * CONTROL_{it}) + u_{1it}$$

$$\text{Mô hình 2: } FDI_{it} = \beta_{2i1} + \sum(\beta_{2ik} * FDI_{i,t-k}) + \sum(\beta_{2ip} * GROWTH_{i,t-p}) + \sum(\beta_{2it} * CONTROL_{it}) + u_{2it}$$

Trong đó: FDI: lượng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (đơn vị: tỷ đồng); GDP: tổng sản phẩm trong nước (đơn vị: tỷ đồng); Các biến kiểm soát (CONTROL) trong cả 2 mô hình bao gồm: Biến lạm phát (INF) (đơn vị tính %): được tính từ chỉ số giá tiêu dùng CPI; Biến Cơ sở hạ tầng được đại diện là số lượng thuê bao được sử dụng/ nghìn người của tỉnh i năm t; Biến Thể chế kinh tế, được đại diện bởi chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh PCI của tỉnh i năm t; Biến Log\_XKTT là logarit của kim ngạch xuất khẩu thực tế của tỉnh i năm t; Biến Log\_NKTT là logarit của kim ngạch nhập khẩu thực tế của tỉnh i năm t.

Thực hiện ước lượng mô hình, nhóm tác giả thu được kết quả sau:

**Bảng 4: Kết quả hồi quy mô hình**

Tên biến	GROWTH	FDI
Hệ số chặn	1.795787 (2.95131)	-443.6275 (1244.30)
$GROWTH_{t-1}$	0.214169*** (0.04589)	-16.87582 (19.3494)
$GROWTH_{t-2}$	0.319863*** (0.05812)	39.21941 (24.5030)
$GROWTH_{t-4}$	0.123955*** (0.04357)	-33.57195* (18.3678)
$FDI_{t-1}$	0.000527*** (0.00013)	0.940016*** (0.05474)
$FDI_{t-2}$	-0.00354** (0.00013)	-0.019951 (0.05655)
$FDI_{t-4}$	-0.000132 (0.00013)	0.034766 (0.03708)

**Bảng 4: Kết quả hồi quy mô hình (tiếp)**

SO_THUE_BAO	-0.001709** (0.00071)	0.690595** (0.29943)
INF	-0.094346** (0.04116)	-43.88380** (17.3517)
LOG_NKTT	-0.043091 (0.16175)	66.87460 (68.1952)
LOG_XKTT	-0.127069 (0.18416)	-22.35608 (77.6456)
PCI	0.018054 (0.04896)	-1.836141 (20.6419)

Chú giải: Giá trị trong ngoặc đơn là sai số tiêu chuẩn

\*, \*\*, \*\*\*: Mức ý nghĩa của hệ số hồi quy tương ứng với 10%, 5%, 1%

#### 4.8. Thảo luận

##### 4.8.1. Mô hình 1

Hệ số hồi quy của biến GROWTH ở cả 3 độ trễ đều dương, điều này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết về vòng luẩn quẩn của Samuelson, tức là khi thu nhập tăng thì tỉ lệ vốn tích lũy tăng và kéo theo trình độ khoa học kỹ thuật trong sản xuất tăng theo, lúc này năng suất lao động tăng cao hơn và lại tác động đến thu nhập tăng. Khi đó mức tăng trưởng chung của nền kinh tế sẽ cao hơn so với ban đầu.

Hệ số hồi quy của biến  $FDI_{i,t-1}$  bằng 0.000527 cho thấy, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi lượng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài tăng 1 tỷ đồng thì tăng trưởng kinh tế của năm sau đó tăng thêm 0.000527%. Kết quả này ủng hộ giả thuyết H1a khi cho rằng độ trễ của FDI có tác động dương đến tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, mức độ tác động của FDI đến tăng trưởng ở các tỉnh của Việt Nam là chưa cao (chỉ ở mức 0.000532%), do vậy không phải nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài là nhân tố chính và chủ yếu đối với tăng trưởng kinh tế ở các tỉnh của Việt Nam.

Hệ số hồi quy của biến  $FDI_{i,t-2}$  bằng -0.00354 cho thấy, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi lượng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài tăng 1 tỷ đồng thì tăng trưởng kinh tế của 2 năm sau đó giảm đi 0.00354%. Hệ số hồi quy của biến  $FDI_{i,t-4}$  bằng -0.000132 cho thấy, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi lượng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài tăng 1 tỷ đồng thì tăng trưởng kinh tế của 2 năm sau đó giảm đi 0.000132%. Điều này đi ngược lại với giả thuyết H1a, tức là theo kết quả hồi quy thì về lâu dài, FDI không có lợi cho tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam. Chúng ta có thể nhìn nhận vấn đề theo một hướng khác như sau: bất kỳ một tổ chức nào muốn

thay thế kỹ thuật-công nghệ mới thì phải tìm được nơi loại bỏ những kỹ thuật-công nghệ cũ. Việc loại bỏ các công nghệ cũ này dễ dàng được nhiều nơi chấp nhận nên các nước phát triển xem các nước đang phát triển như nơi tiếp nhận các máy móc lạc hậu. Có một số trường hợp, nhà đầu tư nước ngoài đã lợi dụng sơ hở của pháp luật Việt Nam, cũng như sự yếu kém trong việc kiểm tra, giám sát tại các cửa khẩu, nên đã nhập vào Việt Nam một số máy móc, thiết bị có công nghệ lạc hậu. Hiện nay, rất nhiều công ty nước ngoài khi thực hiện đầu tư, kinh doanh ở Việt Nam đã để lại hậu quả xấu về môi trường, điển hình là nhà máy thép Formosa. Ngoài ra, Vốn FDI tạo cơ hội để một nguồn vốn lớn chảy ra bên ngoài (lợi nhuận, các khoản thanh toán khác, v.v. của các nhà đầu tư nước ngoài tại Việt Nam), ảnh hưởng đến lượng ngoại hối của nước nhận đầu tư, giảm đóng góp vào nguồn thu thuế của Việt Nam (Trần Văn Hùng & Phạm Duy Linh, 2015).

Hệ số hồi quy của biến  $SO\_THUE\_BAO_{i,t}$  bằng -0.001709 cho thấy khi số lượng thuê bao điện thoại được sử dụng/người tăng thêm 1000 thuê bao, thì mức tăng trưởng kinh tế giảm -1.71% trong điều kiện các yếu tố khác không đổi. Kết luận này đi ngược lại với giả thuyết H3a khi cho rằng việc phát triển cơ sở hạ tầng đem lại tác động tích cực tới tăng trưởng kinh tế. Thực tế ở Việt Nam trong những năm gần đây, hiện tượng người dân sử dụng số điện thoại “ảo”, số điện thoại “rác” (hay còn gọi là sim ảo, sim rác) đang ngày một gia tăng. Để sở hữu một chiếc SIM điện thoại di động trả trước đã có sẵn tiền trong tài khoản người dân có thể không cần xuất trình chứng minh nhân dân hay không cần đăng ký thông tin thuê bao. Việc dễ dàng mua, bán, sử dụng SIM rác là một trong những nguyên nhân chính của tình trạng tràn lan tin nhắn rác, quảng cáo rác và tin độc hại khiến cho hàng triệu người sử dụng điện thoại di động đang bị phiền nhiễu mỗi ngày. Theo kết quả điều tra của Công ty An ninh mạng Bkav, năm 2014, có đến 90% người dùng điện thoại di động thường xuyên bị tin nhắn rác làm phiền. Ước tính số tiền thiệt hại do mã độc gửi tin nhắn đến đầu số thu phí lên tới 3,9 tỷ đồng/ngày, trong đó một phần do tin nhắn rác lừa người dùng gửi tin nhắn tới đầu số có thu phí, điều này gây ảnh hưởng tiêu cực đến nhiều hoạt động của công ty, doanh nghiệp, các tổ chức và an ninh quốc gia và đặc biệt là vấn đề tăng trưởng kinh tế.

Hệ số hồi quy của biến  $INF_{i,t}$  có giá trị bằng -0.094346 cho thấy khi lạm phát tăng lên 1% thì tăng trưởng kinh tế giảm đi 0.094% trong điều kiện các yếu tố khác không đổi. Kết luận này ủng hộ giả thuyết H2a, bởi lạm phát thường kéo theo việc nâng tỷ giá làm tăng chi phí nợ nước ngoài tính bằng ngoại tệ của các doanh nghiệp và Chính phủ có nợ vay nước ngoài, từ đó gia tăng nguy cơ vỡ nợ của các doanh nghiệp và Chính phủ. Đối với một số nền kinh tế mở nhưng tỷ giá hối đoái không hoàn toàn linh hoạt như ở Việt Nam thì khi lạm phát gia tăng có thể làm thâm hụt cán cân thương mại, từ đó có ảnh hưởng tới tăng trưởng kinh tế.

Các biến còn lại không có ý nghĩa trong mô hình. Kết quả này không ủng hộ giả thuyết H4a và H5a ban đầu. Điều này cho thấy, giá trị xuất khẩu thực tế, giá trị nhập khẩu thực tế và chất lượng thể chế kinh tế không tác động đến tăng trưởng kinh tế ở các tỉnh của Việt Nam, giai đoạn 2006-2015. Về vấn đề thương mại quốc tế, chúng ta có thể thấy, tuy lượng xuất khẩu, hay tổng kim ngạch xuất nhập khẩu của chúng ta tăng cao nhưng tăng trưởng ở khu vực sản xuất hướng xuất khẩu rất có thể chỉ làm giảm tăng trưởng của khu vực sản xuất phi xuất khẩu (hướng thị trường nội địa), bởi các nguồn lực khan hiếm đã bị hút mạnh về khu vực xuất khẩu, dẫn đến tăng trưởng GDP của toàn nền kinh tế không thay đổi (hoặc tăng không đáng kể về mặt thống kê) (Phan Minh Ngọc và cộng sự, 2003). Chưa kể đến lượng nhập khẩu hàng hóa từ nước ngoài, nhất là tình trạng hàng hóa nhập lậu đang tràn lan trên thị trường, khiến cho tình trạng tiêu thụ hàng nội địa giảm, điều đó dẫn đến việc tăng trưởng kinh tế không thay đổi trong toàn ngành. Về vấn đề chất lượng thể chế kinh tế, mặc dù không phủ nhận rằng các chỉ số đo lường chất lượng thể chế tầm quốc gia đã có cải thiện đáng kể, song ở Việt Nam còn có nhiều rào cản như chất lượng hệ thống pháp luật chưa cao, thường xuyên phải sửa đổi; một số luật chồng chéo, mâu thuẫn; thủ tục hành chính còn nhiều và phức tạp; đội ngũ công chức còn thiếu trách nhiệm (GS, TSKH. Lê Du Phong, 2018). Do vậy, xét trên khía cạnh về thể chế kinh tế thì không có tác động đến tăng trưởng.

#### 4.8.2. Mô hình 2

Hệ số hồi quy của biến  $GROWTH_{i,t-4}$  bằng -33.57195. Điều này cho thấy, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi mức tăng trưởng kinh tế tăng 1% thì lượng vốn FDI vào các tỉnh 4 năm sau đó giảm 33,57 tỷ đồng và khi mức tăng trưởng giảm 1% thì lượng vốn FDI vào các tỉnh 4 năm sau đó tăng 33,57 tỷ đồng. Kết luận này đi ngược lại với giả thuyết H1b khi cho rằng tăng trưởng kinh tế có tác động tích cực đến thu hút FDI. Điều này có thể được giải thích như sau, trong những năm qua, lượng vốn FDI vào Việt Nam lớn, chủ yếu là do Việt Nam là đất nước đang phát triển, nguồn lao động dồi dào và giá thuê rẻ, thu nhập bình quân đầu người chưa cao, do vậy tỷ lệ tích lũy và tiết kiệm không cao (Samuelson, 1948). Tuy nhiên, khi tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam tăng lên, đặc biệt là tăng trưởng không phụ thuộc quá nhiều vào nguồn vốn nước ngoài như FDI thì lúc đó, tỷ lệ tích lũy và tiết kiệm tăng lên đồng thời cải thiện được trình độ khoa học kỹ thuật và năng suất lao động, nâng cao số lượng lao động có tay nghề. Lúc đó việc áp dụng những công nghệ kỹ thuật lạc hậu hay thuê lao động với giá thấp là điều tưởng chừng rất khó khăn đối với các nhà đầu tư nước ngoài, và vì thế, lượng FDI sẽ giảm.

Hệ số hồi quy của biến  $FDI_{i,t-1}$  bằng 0.94016 cho thấy, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi lượng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài tăng 1 tỷ đồng thì lượng FDI của năm sau đó tăng thêm 0.94 tỷ đồng. Kết luận này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết chiết trung về đầu tư quốc tế (Dunning, 1992), đặc biệt là vấn đề về địa điểm khi Việt Nam là đất nước có lượng lao động dồi dào, giá thuê lao động rẻ và tài nguyên thiên nhiên phong phú thì lựa chọn kinh doanh ở Việt Nam là quyết định sáng suốt đối với một số nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, về lâu dài, đây là một dấu hiệu không tốt cho nền kinh tế Việt Nam khi đang phụ thuộc rất nhiều vào FDI.

Hệ số hồi quy của biến  $SO\_THUE\_BAO_{i,t}$  bằng 0.690595 cho thấy khi số lượng thuê bao điện thoại được sử dụng/người tăng thêm 1000 thuê bao, thì lượng vốn FDI vào các tỉnh tăng 6905.95 tỷ đồng trong điều kiện các yếu tố khác không đổi. Kết luận này ủng hộ giả thuyết H3b khi cho rằng việc phát triển cơ sở hạ tầng đem lại tác động tích cực tới thu hút FDI. Không thể phủ nhận rằng cơ sở hạ tầng được cải thiện và phát triển cũng làm tăng năng suất lao động của đầu tư và vì vậy sẽ hấp dẫn FDI chảy vào nhiều hơn.

Hệ số hồi quy của biến  $INF_{i,t}$  có giá trị bằng -43.880380 cho thấy khi lạm phát tăng lên 1% thì lượng vốn FDI giảm đi 43.88 tỷ đồng trong điều kiện các yếu tố khác không đổi. Kết luận này ủng hộ giả thuyết H2b, khi cho rằng lạm phát có tác động âm đến FDI. Tỷ lệ lạm phát cao hàm ý biểu hiện sự bất ổn về kinh tế liên quan đến các chính sách của chính phủ không thích hợp, đặc biệt là hỗn hợp chính sách tiền tệ (Macpherson, 2013), điều này sẽ làm giảm lượng vốn nước ngoài bởi nó ảnh hưởng đến lợi nhuận vì giá cao hơn có thể dẫn đến tăng chi phí và lợi nhuận thấp hơn.

Các biến còn lại không có ảnh hưởng đến FDI trong mô hình. Kết quả này không ủng hộ giả thuyết H4b và H5b. Điều này có thể được lý giải như sau: theo báo cáo chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh năm 2012 của phòng thương mại và công nghiệp Việt Nam, khi thực hiện khảo sát với 1.970 doanh nghiệp FDI từ 45 nước, hoạt động ở 61 tỉnh, thành phố, kết quả cho thấy các doanh nghiệp FDI hầu như không lựa chọn yếu tố chất lượng điều hành. Ngược lại họ chọn chi phí lao động, ổn định chính trị và ưu đãi về thuế, đất đai. Hiện tượng doanh nghiệp ít quan tâm khía cạnh điều hành có thể lý giải chủ yếu bằng thực tế là các doanh nghiệp FDI ở Việt Nam hầu hết có mô hình hoạt động chi phí thấp, đứng cuối chuỗi giá trị toàn cầu. Vì vậy, cắt giảm chi phí được họ nghĩ đến đầu tiên hơn là các yếu tố khác. Và thực tế cho thấy, các doanh nghiệp FDI hướng đến Việt Nam bởi nhân công dồi dào, giá thuê lao động rẻ, và vì vậy, lợi nhuận của họ được rất nhiều.

#### 5. Kết luận và đề xuất

Dựa vào kết quả hồi quy mô hình nhóm tác giả đề xuất một số kiến nghị nhằm cải thiện tình hình tăng trưởng kinh tế ở các tỉnh của Việt Nam.

*Thứ nhất*, chính phủ và các bộ ngành liên quan cần có chiến lược thu hút nguồn vốn nước ngoài, đặc biệt là đầu tư trực tiếp nước ngoài trong dài hạn bởi đây là nguồn vốn mang lại cho nước ta nhiều lợi ích. Để làm được điều này thì đầu tiên chính phủ cần cải thiện chất lượng thể



chế kinh tế để thu hút các nhà đầu tư nước ngoài; ngoài ra cần khuyến khích, chọn lọc các dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài phát triển ngành công nghiệp phụ trợ tạo liên kết bền vững giữa doanh nghiệp nước ngoài với doanh nghiệp trong nước trên nguyên tắc đôi bên cùng có lợi; tiếp tục khuyến khích, ưu đãi khi đầu tư các dự án thân thiện với môi trường, đầu tư phát triển tiềm năng, thế mạnh của từng tỉnh và hoàn thiện môi trường kinh doanh. Ngoài ra cần tăng cường hoạt động thanh tra, kiểm tra các doanh nghiệp FDI về thuế, lao động, môi trường làm hạn chế tác động tiêu cực của dòng vốn FDI mang đến cho địa phương.

*Thứ hai*, Nhà nước và các cơ quan có liên quan cần giữ ở mức ổn định chỉ số lạm phát.

*Thứ ba*, về vấn đề cơ sở hạ tầng, chính phủ và các cơ quan của mỗi tỉnh cần thống nhất rằng nếu muốn cạnh tranh trong lĩnh vực thu hút đầu tư thì những lợi thế như giá lao động rẻ sẽ là không đủ. Chúng ta cần phải có một hệ thống cơ sở hạ tầng đủ chất lượng để thu hút các doanh nghiệp nước ngoài đặt nhà máy tại đất nước mình. Do vậy, các cấp, ngành cần chú trọng nâng cao chất lượng cơ sở hạ tầng. Cụ thể là nhà nước cần sớm ban hành bộ luật về xây dựng cơ sở hạ tầng và thực hiện nghiêm khắc để tăng hiệu quả đầu tư, tránh thất thoát lãng phí trong đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng. Bên cạnh đó cần tránh đầu tư dàn trải mà cần tập trung đầu tư cho các công trình quan trọng. Ngoài ra mỗi tỉnh cần đẩy mạnh áp dụng khoa học công nghệ mới trong đầu tư xây dựng và quản lý vận hành công trình cơ sở hạ tầng nhằm rút ngắn trình độ phát triển với các nước trong khu vực và trên thế giới. Cuối cùng là tăng cường sự phối hợp giữa các cấp các ngành trong đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng nhằm bảo đảm sự đồng bộ của cả hệ thống và đẩy mạnh huy động sự đóng góp của nhân dân trong phát triển hệ thống giao thông nông thôn.

Tuy nhiên, nghiên cứu này của nhóm tác giả cũng không thể tránh khỏi một số hạn chế.

*Thứ nhất*, chỉ số R-square trong mô hình 1 không cao (R-square =29%), điều này có nghĩa sự thay đổi của các biến độc lập trong mô hình chỉ giải thích được 29% sự thay đổi của tăng trưởng kinh tế, 71% còn lại nằm ở các biến số khác mà nhóm tác giả chưa đưa vào mô hình do hạn chế của tìm kiếm số liệu.

*Thứ hai*, khoảng thời gian trong nghiên cứu chưa dài, do vậy trong khoảng thời gian này sẽ xuất hiện một số vấn đề kinh tế hay bị ảnh hưởng bởi các cú sốc khác và do đó một số biến trong mô hình có kết quả ước lượng không ủng hộ giả thuyết nghiên cứu. Do vậy nhóm tác giả hi vọng bài nghiên cứu này là tài liệu tham khảo để các nghiên cứu sau có thể khắc phục được những thiếu sót này.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] [Danish AhmedSiddiqui](#), [Qazi MasoodAhmed](#), “The effect of institutions on economic growth: A global analysis based on GMM dynamic panel estimation”, [Structural Change and Economic Dynamics](#), 2013, vol 24, page 18-33
- [2] Irene Bertsek, Wolfgang Briglauer, Kai Hüschelrath, Benedikt Kauf, And Thomas Niebel, “The Economic Impacts Of Telecommunications Networks And Broadband Internet: A Survey”, View At <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/145104/1/866030050.pdf> , 2016
- [3] Khuda Bakhsh, Sobia Rose, Muhammad Faisal Ali, Najid Ahmad, Muhammad Shahbaz, “Economic Growth, CO2 Emissions, Renewable Waste And Fdi Relation In Pakistan: New Evidences From 3sls”, [Journal Of Environmental Management](#) Vol 196, 2015, Page 627- 632, 2017
- [4] Liming Hong, “Does and How Does FDI Promote the Economic Growth? Evidence from Dynamic Panel Data Of Prefecture City In China”, [Ieri Procedia](#) 6, 2014, Page 57 – 62.

- [5] [MehrnooshMohseni](#), [FeizolahJouzaryan](#), “Examining the Effects of inflation and Unemployment on Economic Growth in Iran (1996-2012)”, [Procedia Economics and Finance](#) , vol 36, 2016, page 381-389.

# ẢNH HƯỞNG CỦA VIỆC PHÁT TRIỂN NGÀNH LOGISTICS ĐẾN TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VIỆT NAM

SV: Nguyễn Quốc Anh, Nguyễn Thùy Dương,  
Vũ Minh Trang, Trần Thị Trang, Phan Thị Yến,  
Trường Đại học Ngoại thương Hà Nội  
GVHD: TS. Nguyễn Thị Thúy Quỳnh  
PSG. TS. Trịnh Thị Thu Hương

## TÓM TẮT

Nền kinh tế Việt Nam đang trong thời kỳ hội nhập sâu rộng với các nền kinh tế khu vực và thế giới với vô vàn cơ hội cũng như thách thức. Một trong những hạn chế cần phải khắc phục là chi phí logistics đắt đỏ tại Việt Nam. Chính vì vậy việc tăng cường đầu tư phát triển ngành logistics đang là ưu tiên hàng đầu của Nhà Nước và Chính phủ. Qua đề tài này nhóm nghiên cứu muốn phân tích và chỉ ra sự tác động của việc phát triển ngành logistics đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam, từ đó đưa ra kiến nghị để tăng cường năng lực cạnh tranh, góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế Việt Nam.

**Từ khóa:** logistics, đầu tư, vận tải, tăng trưởng GDP

## 1. Giới thiệu đề tài

### 1.1. Tính cấp thiết của đề tài

Logistics đóng một vai trò rất quan trọng trong việc tạo thuận lợi cho thương mại nói riêng và cho việc phát triển kinh tế của một quốc gia nói chung. Chức năng của logistics thương mại là cung cấp các dịch vụ logistics có chi phí thấp và khả năng đáp ứng cao yêu cầu của khách hàng nhằm thúc đẩy thương mại trong và ngoài nước và kinh tế quốc gia phát triển. Tổ chức tốt các hoạt động logistics sẽ mang lại giá trị gia tăng cao cho thương mại thông qua việc thực hiện việc chuyên chở và giao nhận hàng hóa đúng lịch trình và đúng nơi nhận hàng, theo đó sẽ giảm chi phí tồn kho chủ động. Dịch vụ logistics thương mại thông qua việc kiểm soát thông tin làm giảm sự chậm trễ và chi phí của lưu thông hàng hóa trong các khâu mua hàng hóa - gửi hàng - thanh toán tiền hàng nằm trong quản lý chuỗi cung ứng là một mục tiêu của thuận lợi hóa thương mại của quốc gia và của từng doanh nghiệp. Hoạt động logistics thương mại gắn trực tiếp với các kết quả kinh tế quan trọng như mở rộng thương mại, đa dạng hóa hàng xuất khẩu và tăng trưởng. Cứ hai năm một lần, từ 2007, Ngân hàng Thế giới (WB) đã tiến hành nghiên cứu và đưa ra Chỉ số đánh giá hiệu quả hoạt động logistics (LPI) của các quốc gia. “Minh chứng từ LPI 2007 và 2010 cho thấy, đối với các nước có cùng thu nhập đầu người, thì cảm nhận rằng nước nào có được hoạt động logistics tốt nhất sẽ có được sự gia tăng của tăng trưởng 1% về GDP và 2% về thương mại”.

Nước ta đang ngày càng hội nhập sâu rộng vào kinh tế khu vực và kinh tế thế giới, tham gia và ký kết nhiều điều ước quốc tế. Chính phủ đã nhận thấy vai trò quan trọng của logistics đối với nền kinh tế nói chung và đối với các doanh nghiệp nói riêng và đã có chỉ đạo Bộ Công thương xây dựng Kế hoạch hành động nâng cao năng lực cạnh tranh và phát triển ngành Logistics trong giai đoạn 2016 - 2020, tầm nhìn 2030. Cụ thể hơn, mục tiêu đến năm 2025, logistics sẽ trở thành ngành dịch vụ quan trọng trong cơ cấu tổng thể nền kinh tế quốc dân, đóng vai trò hỗ trợ, kết nối và thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội cả nước, Thủ tướng Chính phủ cũng đã ban hành Quyết định 200/QĐ-TTg ngày 14/2/2017 phê duyệt kế hoạch hành động nâng cao năng lực cạnh tranh và phát triển dịch vụ logistics Việt Nam. Mục tiêu đến năm 2025, tỷ trọng đóng góp của ngành dịch vụ logistics vào GDP đạt từ 8 - 10%, tốc độ tăng trưởng đạt 15 - 20%.

Hiện nay, thị trường Việt Nam đã có rất nhiều doanh nghiệp trong nước và nước ngoài cạnh tranh, đem lại nhiều lựa chọn cho khách hàng. Tuy nhiên, các doanh nghiệp logistics Việt Nam đã lộ ra các hạn chế, yếu kém so với các doanh nghiệp nước ngoài, bao gồm: sự phát triển phần lớn mang tính tự phát, thiếu định hướng, thiếu vốn, không đủ năng lực để cạnh tranh lâu dài; dịch vụ của các đơn vị này còn đơn lẻ, chưa có tính tích hợp cao; các dịch vụ cung cấp thường thiếu tính chuyên môn hóa cao; thiếu nguồn nhân lực chất lượng cao được đào tạo bài bản, chính quy... Điều này đã dẫn tới vấn đề kém hiệu quả trong hoạt động logistics của Việt Nam nói riêng

và đóng góp của ngành logistics vào tăng trưởng kinh tế nói chung: Ở Việt Nam, chi phí sử dụng dịch vụ logistics hiện chiếm khoảng 20% GDP, trong khi mức độ đóng góp giá trị kinh tế của ngành chỉ chiếm khoảng 2-3% GDP.

Để khắc phục hiện trạng trên và nâng cao năng lực logistics tại Việt Nam, cần có những nghiên cứu hoàn chỉnh về tác động của nâng cao năng lực logistics đối với phát triển kinh tế, từ đó là tiền đề để ngành và Chính phủ có những giải pháp và chính sách phát triển ngành hợp lý, đồng bộ và thống nhất. Nhất là trong bối cảnh hội nhập hóa ngày càng sâu rộng, công tác đánh giá chỉ số năng lực logistics Việt Nam và tạo cơ sở so sánh với các quốc gia trên thế giới là vô cùng quan trọng. Tuy nhiên, đây vẫn còn là một chủ đề mới do các nghiên cứu liên quan tới lĩnh vực logistics còn chủ yếu tập trung vào nâng cao năng lực logistics dưới góc độ vi mô (các doanh nghiệp), và có rất ít nghiên cứu đánh giá tầm ảnh hưởng của phát triển logistics về mặt vĩ mô.

Vì vậy, nhóm nghiên cứu đã lựa chọn đề tài “Ảnh hưởng của việc phát triển ngành Logistics tới tăng trưởng kinh tế Việt Nam” trong đó xem xét tác động của chỉ số năng lực logistics quốc gia và việc phát triển năng lực logistics quốc gia đối với sự phát triển kinh tế của Việt Nam. Thông qua cách tiếp cận định lượng – sử dụng mô hình kinh tế lượng đã được xây dựng bởi các cơ sở lý thuyết của các cá nhân, tổ chức nghiên cứu uy tín trên thế giới, tầm quan trọng của việc phát triển logistics tại Việt Nam đối với phát triển kinh tế sẽ được ước lượng, từ đó làm cơ sở đưa ra những kiến nghị, hàm ý chính sách giúp tăng cường năng lực logistics tại Việt Nam.

### **1.2. Tình hình nghiên cứu trong và ngoài nước**

Cụm từ " năng lực logistics đã được thảo luận rộng rãi vào đầu năm 1985 tại một hội thảo do Hiệp hội Quản lý Hậu cần Hà Lan (NAVEM) tổ chức. Năng lực logistics được định nghĩa là sự phân tích tính hiệu quả và hiệu suất trong việc hoàn thành công việc được giao của một tổ chức (Mentzer & Konrad, 1991). Các học giả khác như Neely, Gregory, Platts lại đề cập đến năng lực logistics như một thước đo được sử dụng để định lượng tính hiệu quả và hiệu suất của một hành động của công ty (2005). Đề tài này tiếp tục được bàn luận và đến năm 2010, trong bài nghiên cứu “Logistics Performance: Efficiency, Effectiveness and Differentiation”, Brian S. Fugate, John T. Mentzer và Theodore P. Stank đã định nghĩa lại năng lực logistics là sự khác biệt trong mức độ hiệu quả, hiệu suất của doanh nghiệp dựa trên khả năng hoàn thành công việc được giao.

Để đo lường chỉ số năng lực logistics của các quốc gia, Ngân hàng thế giới đã đưa ra Chỉ số năng lực logistics (LPI) là một công cụ đo lường tương tác được tạo ra để giúp các nước xác định những thách thức và cơ hội mà họ phải đối mặt trong hoạt động logistics thương mại và những biện pháp để cải thiện hiệu suất công việc.

Tính đến hiện tại, không có nhiều nghiên cứu đã và đang tìm mối liên kết giữa năng lực logistics và sự phát triển kinh tế, đặc biệt là ở tầm doanh nghiệp, từ phương diện của các nhà nghiên cứu quản lý logistics và các nhà phát triển kinh tế.

### **1.3. Mục tiêu đề tài**

Trên cơ sở nghiên cứu những vấn đề lý luận chung về logistics, chỉ số năng lực logistics (LPI), mối quan hệ giữa logistics và phát triển kinh tế; đồng thời sử dụng các mô hình kinh tế lượng được xây dựng bởi các nghiên cứu đi trước, nhóm nghiên cứu thực hiện công tác thu thập dữ liệu và đánh giá định lượng các nhân tố liên quan đến phát triển kinh tế, trong đó bao gồm phát triển ngành logistics tại Việt Nam, trong giai đoạn 1995 – 2015.

### **1.4. Đối tượng nghiên cứu, phạm vi nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu**

*Đối tượng nghiên cứu:* Ngành logistics và phát triển kinh tế

*Phạm vi nghiên cứu:* Các số liệu về các biến GDP, tổng đầu tư, cán cân thương mại, khối lượng hàng hóa vận chuyển phân theo ngành tại Việt Nam trong giai đoạn 1995 – 2015.

*Phương pháp nghiên cứu:*

Nghiên cứu tại bàn qua các tài liệu thứ cấp như các đề tài nghiên cứu khoa học, các kỷ yếu hội thảo, các bài đăng tạp chí, các nghiên cứu của các tổ chức, cá nhân trong và ngoài nước nhằm thu thập các thông tin lý luận; kết hợp nghiên cứu định lượng thông qua mô hình kinh tế lượng sử dụng phương pháp OLS với sự trợ giúp của STATA.



### **1.5. Bố cục của nghiên cứu**

Ngoài lời nói đầu, mục lục, danh mục bảng, biểu, danh mục từ viết tắt, kết luận và các phụ lục kèm theo, báo cáo kết quả nghiên cứu được bố cục thành 5 chương cụ thể như sau:

Chương 1: Giới thiệu đề tài

Chương 2: Cơ sở lý thuyết

Chương 3: Phương pháp nghiên cứu

Chương 4: Kết quả mô hình hồi quy

Chương 5: Kết luận và kiến nghị

## **2. Cơ sở lý thuyết**

### **2.1. Lý thuyết về năng lực Logistics**

#### **2.1.1. Khái niệm năng lực Logistics**

Logistics có thể được mô tả là việc cung cấp đúng loại sản phẩm hoặc dịch vụ tại địa điểm được yêu cầu, vào đúng thời điểm và đáp ứng đúng điều kiện được yêu cầu. Ngành Logistics toàn cầu phát triển mạnh mẽ và Logistics đã trở thành một bộ phận quan trọng của hệ thống kinh tế kinh doanh và hoạt động kinh tế toàn cầu trong những năm gần đây. Các hoạt động logistics giúp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và tăng năng suất. Chính vì vậy, Logistics hiệu quả là một yếu tố quan trọng và quyết định cho khả năng cạnh tranh của một quốc gia.

Cụm từ " năng lực logistics đã được thảo luận rộng rãi vào đầu năm 1985 tại một hội thảo do Hiệp hội Quản lý Hậu cần Hà Lan (NAVEM) tổ chức. Năng lực logistics được định nghĩa là sự phân tích tính hiệu quả và hiệu suất trong việc hoàn thành công việc được giao của một tổ chức (Mentzer & Konrad, 1991). Các học giả khác như Neely, Gregory, Platts lại đề cập đến năng lực logistics như một thước đo được sử dụng để định lượng tính hiệu quả và hiệu suất của một hành động của công ty (2005). Đề tài này tiếp tục được bàn luận và đến năm 2010, trong bài nghiên cứu "Logistics Performance: Efficiency, Effectiveness and Differentiation", Brian S. Fugate, John T. Mentzer và Theodore P. Stank đã định nghĩa lại năng lực logistics là sự khác biệt trong mức độ hiệu quả, hiệu suất của doanh nghiệp dựa trên khả năng hoàn thành công việc được giao. Trong quá trình nghiên cứu về năng lực logistics, các nhà nghiên cứu luôn gặp rất nhiều khó khăn trong việc đưa ra được một định nghĩa cụ thể cho cụm từ này bởi các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp logistics khác nhau lại có những mục tiêu đối lập nhau (Chow, Heaver & Henriksson, 1993).

Theo như nghiên cứu của Bangchi and Virum vào năm 2000, năng lực logistics được định nghĩa là sự đánh giá tính hiệu quả của các hoạt động logistics dưới góc độ hiệu suất (dựa trên các yêu cầu của người dùng) và hoạt động hợp lý (dựa trên bản chất của việc huy động hiệu quả các nguồn lực tương ứng với một chất lượng dịch vụ nhất định). Các yếu tố định lượng, ví dụ như thước đo năng lực logistics chủ yếu được dựa trên các chỉ số tài chính. Ngoài ra còn có một số phương pháp khác dựa trên chi phí hoạt động (phương pháp ABC) thông qua bảng điểm logistics.

#### **2.1.2. Chỉ số năng lực logistics (LPI) – WorldBank**

Chỉ số năng lực logistics (LPI) là một công cụ đo lường tương tác được tạo ra để giúp các nước xác định những thách thức và cơ hội mà họ phải đối mặt trong hoạt động logistics thương mại và những biện pháp để cải thiện hiệu suất công việc. LPI được dựa trên một cuộc khảo sát toàn cầu về các nhà khai thác "operators" (các hãng giao nhận vận tải hàng hoá và các hãng vận tải hàng không). Họ cung cấp thông tin/ nhận xét về hoạt động logistics của các quốc gia nơi họ hoạt động và với những bên họ hợp tác. Thông tin phản hồi từ các nhà khai thác được kết hợp với dữ liệu định lượng về việc hiệu suất hoạt động của các thành phần chính trong chuỗi logistics ở nước sở tại.

LPI bao gồm cả các thông tin định tính và định lượng; giúp xây dựng hồ sơ về sự hiệu quả của hoạt động logistics tại các quốc gia này Chỉ số LPI đánh giá năng lực logistics của quốc gia dựa trên 6 tiêu chí:

Cơ sở hạ tầng (Infrastructure): Những cơ sở hạ tầng liên quan đến chất lượng thương mại và vận tải (cảng, đường sắt, đường bộ, công nghệ thông tin)

Chuyên hàng quốc tế (Ease of arranging shipments): Mức độ dễ dàng khi thu xếp cho các chuyến hàng với giá cả cạnh tranh

Chất lượng logistics (Quality of logistics services): chất lượng của các dịch vụ logistics (vd: các nhà điều hành vận tải, môi giới hải quan)

Tracking & tracing: khả năng track & trace các lô hàng

Sự đúng lịch (Timeliness): sự đúng lịch của các lô hàng khi tới điểm đích

Hải quan (Customs): hiệu quả của quá trình thông quan, chẳng hạn như tốc độ, tính đơn giản, và tính có thể dự liệu trước của các thủ tục.

### **2.1.3. Mục tiêu của việc tăng cường đầu tư ngành Logistics**

Dưới góc độ của quốc gia, nâng cao chỉ số LPI có ảnh hưởng đáng kể đến phát triển kinh tế. Đầu tiên, việc tăng cường đầu tư vào ngành logistics sẽ tăng cường nhu cầu tiêu dùng hàng hóa và các loại dịch vụ liên quan (Roller and Weverman 2001). Một hệ thống logistics hiệu quả sẽ rút ngắn đáng kể thời gian vận chuyển và giao hàng; hành khách và các doanh nghiệp vận tải sẽ được lợi trực tiếp từ việc tiết kiệm thời gian và chi phí. Cụ thể hơn, đầu tư xây dựng đường cao tốc và đường sắt cao tốc tạo thuận lợi cho các doanh nghiệp thể hiện ở việc hạ thấp mức độ hàng tồn kho (Shirley và Winston 2004); đầu tư vào viễn thông có thể tạo ra các lợi ích do tốc độ và hiệu quả truyền đạt thông tin tiếp thị được cải thiện (Madden và Savage 2000). Quan trọng nhất, đầu tư cải thiện hệ thống logistics và nâng cao năng lực logistics sẽ giúp Việt Nam tăng cường thu hút vốn đầu tư nước ngoài (FDI), một trong những động lực lớn nhất cho tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam. Theo như thông tin đưa ra tại Vietnam Logistics Forum 2017 tổ chức bởi Hiệp hội Logistics Việt Nam, hoạt động xuất khẩu chủ yếu đến từ do khu vực có vốn đầu tư nước ngoài, chiếm 70% xuất khẩu cả nước. Cũng theo Hiệp hội Logistics Vietnam, chi phí logistics tại Việt Nam còn rất cao chiếm đến 20.8% GDP (41.26 billion USD) năm 2016 cao hơn nhiều so với mức 9 – 16% của các quốc gia phát triển.

### **2.2. Lý thuyết tăng trưởng kinh tế**

Trong những năm qua, nhiều nghiên cứu đã được thực hiện để tìm ra các yếu tố ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế. Bằng việc áp dụng nhiều khái niệm và phương pháp luận khác nhau, những nghiên cứu này đã nhấn mạnh vai trò của một số tập các tham số giải thích nhất định và đưa ra nhiều insights về ảnh hưởng của các yếu tố sau lên tăng trưởng kinh tế.

Yếu tố đầu tiên được nhắc đến ở đây: Chi tiêu chính phủ (GFCE). Chi tiêu Chính phủ (GFCE) là tổng khối lượng giao dịch trên tài khoản thu nhập của một quốc gia; thể hiện mức độ mà chính phủ chi trả cho: hàng hoá và dịch vụ được sử dụng để đáp ứng trực tiếp các nhu cầu cá nhân (tiêu dùng cá nhân) hoặc nhu cầu tập thể của các thành viên trong cộng đồng (tiêu dùng chung). Chi tiêu tiêu dùng của chính phủ được cho là sẽ có ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng GDP tại các nước đang phát triển và có ảnh hưởng tiêu cực đối với các nước phát triển. Chi tiêu chính phủ có thể đóng góp vào tăng trưởng kinh tế, tuy nhiên, tại các quốc gia phát triển chi tiêu chính phủ có khả năng tăng lên vượt quá mức hiệu và sẽ kìm hãm tốc độ tăng trưởng.

Các nghiên cứu thực nghiệm trước đây liên quan đến mối quan hệ giữa GFCE và tăng trưởng GDP vẫn chưa đi đến một kết quả đồng nhất. Ví dụ, nghiên cứu của Kormendi và Meguire (1985) không chỉ ra được mối quan hệ rõ ràng nào giữa tăng trưởng kinh tế với tăng trưởng/mức độ chi tiêu chính phủ tính theo phần trăm của GDP. Họ đã nghiên cứu 7 quốc gia trong giai đoạn hậu Thế chiến II. Một số nghiên cứu khác lại tìm ra mối quan hệ trái ngược giữa chi tiêu chính phủ và tăng trưởng. Grier và Tullock đã tiến hành mở rộng nghiên cứu tiền nhiệm của Kormendi và Meguire đến 115 quốc gia; sử dụng cross-section và time series datas (1987). Họ đưa ra kết luận về ảnh hưởng tiêu cực của tăng cường chi tiêu chính phủ đến tăng trưởng tại nhóm nước OECD. Năm 1991, Barro đi đến một kết luận tương tự sau khi nghiên cứu nhóm 98 quốc gia trong gian đoạn 1960 đến 1985.

Ngược lại với các nghiên cứu trên, Ram đã khảo sát mối quan hệ giữa tốc độ tăng trưởng GDP và tăng trưởng chi tiêu chính phủ theo GDP (1986). Ông nhận thấy sự tăng chi tiêu chính phủ có ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng GDP. Nghiên cứu của ông còn chỉ ra rằng chi tiêu chính phủ tạo ra ảnh hưởng ngoại lai tích cực (positive externalities) đối với phần còn lại của nền

kinh tế. Tuy nhiên, ông đã tìm thấy bằng chứng rằng những tác động tích cực của chi tiêu tiêu dùng chính phủ có phần kém hiệu quả hơn các quốc gia có mức thu nhập cao.

Yếu tố tiếp theo tác động đến tăng trưởng là Dân số. Năm 1993, Thomas Malthus đã phát triển một trong những lý thuyết sớm nhất và được biết đến rộng rãi nhất; lý thuyết chỉ ra sự tăng trưởng dân số có ảnh hưởng tiêu cực tới mức sống của người dân (Malthus Trap). Ông tin rằng dân số luôn có khuynh hướng phát triển nhanh hơn nguồn cung cấp thực phẩm. Ứng dụng của mô hình của Malthus là thu nhập bình quân sẽ luôn luôn bị kìm hãm bởi tăng trưởng dân số đến một mức chỉ vừa đủ cho nhu cầu cơ bản. Mô hình tăng trưởng tân cổ điển do Solow khởi xướng (1956) cũng cung cấp một lời giải thích lý thuyết cho một mối quan hệ tiêu cực giữa tăng trưởng dân số và tăng trưởng theo bình quân đầu người. Trong những mô hình này, tốc độ tăng trưởng dân số nhanh dẫn đến số lượng công cụ lao động trên đầu người giảm; dẫn đến làm chậm tăng trưởng kinh tế (Bucci, 2015).

Nghiên cứu thực nghiệm về tác động của tăng trưởng dân số lên tăng trưởng kinh tế ở một số quốc gia chỉ ra các kết quả trái ngược. Năm 2015, hai nhóm nghiên cứu của Sethy, Sahoo và Tumwebaze, Ijjo đều chỉ ra sự tăng trưởng dân số tác động tích cực đến tăng trưởng GDP bình quân ở Ấn Độ và Đông và Nam Phi. Nghiên cứu của Yao, Kinugasa, và Hamori (2013) và Banerjee (2012) lại kết luận rằng tăng trưởng dân số kìm hãm tăng trưởng GDP bình quân ở Trung Quốc và Úc. Huang và Xie (2013) nhận thấy rằng sự gia tăng dân nhanh sẽ kìm hãm nền kinh tế, tuy nhiên, gia tăng dân số chậm và có kiểm soát thì mang lại hiệu quả tích cực. Những kết quả trái ngược nhau khiến chỉ ra khả năng tăng trưởng dân số không có tác động một chiều đến GDP bình quân mà còn tùy thuộc vào các hoàn cảnh cụ thể.

Giáo dục là một thành phần quan trọng trong việc cấu thành nguồn nhân lực và do đó đóng vai trò quan trọng trong việc tăng trưởng kinh tế. Trong nghiên cứu này chúng tôi sẽ sử dụng tỉ lệ nhập học (school enrollment rate) làm một trong các biến độc lập tác động đến tăng trưởng kinh tế. Dưới đây là một số kết quả nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa giáo dục và tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế. Trong nghiên cứu của mình năm 2002, Hanusek đã lập luận rằng giáo dục có thể đóng góp cho tốc độ tăng trưởng và nâng cao năng suất của nền kinh tế, do giáo dục sẽ tạo ra nguồn nhân lực dồi dào và chất lượng phục vụ nền kinh tế.

Nghiên cứu của Oxaal năm 1997 quan thấy mối liên quan mật thiết giữa tỉ lệ nhập học với hiệu suất lao động tại một quốc gia. Hiện tượng này được lí giải là do những người có học thức sẽ có năng suất lao động cao và đồng thời họ cũng sẽ có ảnh hưởng tích cực đến năng suất lao động của các cá nhân khác trong môi trường làm việc (theo nghiên cứu của Blundell và cộng sự, 1999). Một số nghiên cứu thực nghiệm khác cũng chỉ ra mối quan hệ chặt chẽ giữa trình độ giáo dục của người dân và sự phát triển kinh tế (Barro và Lee, 2000; Fuenta và Domenech, 2000; Hanushek & Kimko, 2000)

Nhân tố cuối cùng được sử dụng trong nghiên cứu là tỉ lệ dân số có việc làm (employment rate). Tạo ra thêm việc làm đã luôn là một thử thách và cũng là động lực lớn cho phát triển kinh tế, đặc biệt là ở các quốc gia đang phát triển như Việt Nam. Việc gia tăng số lượng việc làm và năng suất lao động có đóng góp đáng kể cho tốc độ tăng trưởng kinh tế. Việt Nam cũng như các quốc gia đang phát triển điển hình khác đều sở hữu nguồn lực lao động lớn. Do đó, gia tăng số lượng việc làm sẽ tận dụng hiệu quả nguồn tài nguyên dồi dào này và góp phần thúc đẩy năng suất nền kinh tế. Trong nghiên cứu về mức độ ảnh hưởng của tăng trưởng kinh tế đến xóa đói giảm nghèo của Azizur Rahman Khan năm 2007, ông nghiên cứu nhóm 13 quốc gia và chỉ ra được mối tương quan giữa tăng trưởng kinh tế và tốc độ tăng trưởng việc làm. Các quốc gia có tốc độ gia tăng việc làm chậm và ổn định (Bangladesh, Ấn Độ, Nepal, Trung Quốc và Việt Nam) là các quốc gia có tốc độ tăng trưởng kinh tế lớn nhất. Có thể nói tăng trưởng việc làm vừa là nguyên nhân nhưng cũng là kết quả của tăng trưởng kinh tế.

### **2.3. Tổng quan các nghiên cứu về mối quan hệ giữa năng lực Logistics và tăng trưởng kinh tế**

Sự phát triển kinh tế toàn cầu và nâng cao tính cạnh tranh khiến logistics trở thành lĩnh vực có tầm quan trọng chiến lược. Theo đó, sự phát triển của ngành logistics đã trở thành một lực đẩy tới sự phát triển kinh tế các quốc gia. Việc tăng trưởng đầu tư trong khu vực và hình thành một



mạng lưới logistics đang đem lại lợi thế cạnh tranh cho các doanh nghiệp. Vì thế, họ đang dần đầu tư vào mảng này và logistics đang trở thành một khía cạnh quan trọng cho phát triển kinh tế nói chung và tăng trưởng doanh nghiệp nói riêng.

Tính đến hiện tại, không có nhiều nghiên cứu đã và đang tìm mối liên kết giữa năng lực logistics và sự phát triển kinh tế, đặc biệt là ở tầm doanh nghiệp, từ phương diện của các nhà nghiên cứu quản lý logistics và các nhà phát triển kinh tế.

Huang & Xu (2005) đã phân tích mối liên hệ giữa ngành logistics và sự phát triển kinh tế bằng phương pháp định lượng, họ chỉ ra các điểm đặc trưng về mặt vĩ mô và vi mô của việc xây dựng ngành logistics hiện đại. Nghiên cứu của họ sử dụng Khối lượng lưu thông xe cộ là thước đo cho quy mô ngành logistics và GDP là thước đo phát triển kinh tế. Sử dụng phương pháp so sánh và phương pháp phân tích hồi quy tuyến tính. Huo & Zhu (2011) trình bày rằng hình thức logistic hiện đại, dựa vào các tuyến cao tốc có thể giúp tăng trưởng kinh tế bằng cách tăng hiệu suất xoay vòng và giảm thiểu chi phí vận hành. Liu và cộng sự (2007) đã phân tích mối quan hệ giữa ngành logistics hiện đại và tăng trưởng kinh tế từ góc nhìn của việc Đẩy cung và Kéo cầu. Nghiên cứu đó, sử dụng Phương pháp điều tra nhân quả Granger, đồng thời cũng phân tích mối quan hệ nhân quả giữa sự phát triển ngành logistics và phát triển kinh tế, lấy tỉnh Zhejiang làm ví dụ. Sun (2009) sử dụng phương pháp phân tích chuỗi thời gian để nghiên cứu tỉnh Tianjin ở Trung Quốc, sử dụng các chỉ số là sức chứa cảng và tổng giá trị xuất & nhập khẩu. Xie & Luo (2010) thực hiện nghiên cứu giống Huang & Xu, tập trung vào tỉnh Hunan, Trung Quốc, sử dụng thử nghiệm hợp nhất và kiểm tra kết quả. Nghiên cứu sử dụng GDP là chỉ số kinh tế phổ biến nhất, kèm theo đó là chỉ số về khối lượng hàng hóa và giá trị gia tăng của ngành công nghiệp cao cấp ở Hunan. Nghiên cứu cũng được mở rộng bằng các phương pháp thực hiện phân tích độ ổn định bằng cách sử dụng các bài kiểm tra cộng dồn và các bài kiểm tra Hansen.

Gopal (2012) trình bày kết quả của ông bằng cách so sánh sự tương đồng về mặt xu hướng giữa tăng trưởng GDP danh nghĩa và các xu hướng tăng trưởng thương mại bên ngoài ở Đông Nam Á. Nghiên cứu của ông được trình bày bằng cách với hai hiện tượng riêng biệt mà không có tương quan giữa chúng. Một mặt đã có nghiên cứu về lập bản đồ các điểm tương đồng về tăng trưởng logistics và tăng trưởng GDP; vì có những nghiên cứu về mối quan hệ giữa cơ sở hạ tầng logistics và tăng trưởng kinh tế trong một khu vực cụ thể. Ông lập luận rằng có khá nhiều mối quan tâm của học giả đối với việc xây dựng cơ sở hạ tầng logistics (cảng biển, đường xá, tạo thuận lợi cho thương mại ...)

Hu và cộng sự (2012) đã phân tích mối quan hệ giữa đầu tư cơ sở hạ tầng logistics và tăng trưởng kinh tế khu vực cho khu vực Trung Trung Quốc. Trong nghiên cứu này, mối quan hệ giữa các khoản đầu tư logistics, giá trị gia tăng từ logistics và tổng sản phẩm quốc nội (GDP) đã được điều tra bằng phương pháp phân tích chuỗi thời gian. Theo kết quả của phân tích, người ta thấy rằng có ba mối quan hệ đồng biến liên kết giữa các biến. Về kết quả phân tích mối quan hệ nhân quả của Granger, có một mối quan hệ nhân quả từ đầu tư cơ sở hạ tầng logistics vào GDP và quan hệ nhân quả hai chiều giữa đầu tư cơ sở hạ tầng hậu cần và giá trị gia tăng của hậu cần. Banerjee et al. (2012) nghiên cứu sự tiếp cận của tác động của mạng lưới giao thông đối với tăng trưởng kinh tế tại các khu vực khác nhau của Trung Quốc trong khoảng thời gian từ năm 1995 đến năm 2010. Các kết quả phân tích cho thấy sự gắn gũi với các mạng lưới giao thông có tác động vừa phải, đáng kể và có ý nghĩa đối với GDP. Trong nghiên cứu, cũng thấy rằng GDP bình quân đầu người và sự bất bình đẳng về thu nhập ở mức cao hơn ở các khu vực gần các mạng lưới vận tải lịch sử và cũng có nhiều công ty trong khu vực, tuy nhiên lợi ích của các công ty này cao hơn.

Kayode và cộng sự. (2013) đã phân tích mối quan hệ giữa đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông và tăng trưởng kinh tế cho Nigeria trong khoảng thời gian từ năm 1997 đến năm 2009. Kết quả cho thấy đầu tư của cơ sở hạ tầng giao thông vận tải có vai trò không đáng kể trong việc xác định tăng trưởng kinh tế. Saatçioğlu và Karaca (2013) đã nghiên cứu ảnh hưởng của cơ sở hạ tầng giao thông đối với sự khác biệt về thu nhập của khu vực đối với Thổ Nhĩ Kỳ. Các phát hiện của nghiên cứu trong đó phân tích hồi quy ngang đã được thực hiện bằng cách sử dụng số liệu của



khu vực năm 2006-2008 minh họa rằng cơ sở hạ tầng giao thông vận tải đã có ảnh hưởng tích cực đến mức thu nhập khu vực. Kuzu và Önder (2014) đã điều tra mối quan hệ lâu dài giữa phát triển trong ngành logistics và tăng trưởng kinh tế trong mẫu Thổ Nhĩ Kỳ. Trong nghiên cứu này, vận chuyển và chỉ số doanh thu lưu trữ được sử dụng như là một sự ủy thác cho sự phát triển của ngành logistics, thấy rằng có mối quan hệ lâu dài giữa các biến theo phân tích.

Boopen (2006) đã phân tích mối quan hệ giữa cơ sở hạ tầng giao thông và tăng trưởng kinh tế cho hai nhóm nước khác nhau: các nước châu Phi vùng hạ Sahara và các nước đang phát triển. Trong nghiên cứu này, tác giả đã sử dụng các dữ liệu bảng và dữ liệu chéo để cho thấy rằng cơ sở hạ tầng giao thông vận tải đóng góp vào sự phát triển kinh tế của các nước trong cả hai nhóm nghiên cứu. Berechman và cộng sự (2006) đã phân tích ảnh hưởng của các khoản đầu tư giao thông vận tải tới tăng trưởng kinh tế đối với Hoa Kỳ ở cấp quốc gia, bang và thành phố trong một khoảng thời gian giữa năm 1990 và năm 2000. Đồng thời, nhà nghiên cứu khẳng định rằng hiệu ứng lan tỏa của các khoản đầu tư giao thông tới vùng sâu vùng xa rõ ràng hơn trong các khu vực địa lý nhỏ (ở cấp độ đô thị) và hiệu ứng này giảm dần ở cấp quốc gia và cấp bang. Egert (2009) đã điều tra mối quan hệ giữa các khoản đầu tư cơ sở hạ tầng (đường xá, đường cao tốc, đường điện, điện thoại và đường dây điện thoại) và tăng trưởng kinh tế cho 24 quốc gia OECD trong khoảng thời gian từ 1960 đến 2005. Theo kết quả phân tích chuỗi thời gian, chúng tác động đáng kể lên tăng trưởng kinh tế. Ngoài ra, phân tích chéo cho thấy rằng đầu tư cơ sở hạ tầng trong lĩnh vực viễn thông và điện đã có một tác động tích cực mạnh mẽ đến sự tăng trưởng dài hạn.

Lợi ích của việc đầu tư vào cơ sở hạ tầng giao thông không hạn chế trong việc tiết kiệm thời gian đi lại (Banister và Berechman, 2001). Lakshmanan (2011) cho thấy vận chuyển hàng hóa được cải thiện dịch vụ dẫn đến thương mại đang phát triển, tiếp theo là cung cấp lao động được cải thiện và phổ biến kỹ thuật.

Một số nghiên cứu tác động đến cảng trong bối cảnh của Hoa Kỳ (Yochum và Agarwal, 1987), các nước châu Âu (Bottasso và cộng sự, 2013, Bottasso và cộng sự, 2014, Ferrari và cộng sự, 2010), Trung Quốc (Shan và cộng sự, 2014) và Nam Phi (Chang và cộng sự, 2014) đã quan sát thấy tác động đáng kể của hoạt động cảng đến các nền kinh tế khu vực quốc gia. Yochum và Agarwal (1987) kết luận rằng một số công ty đặt tại Hampton, Hoa Kỳ, Munim và Schramm đã phải chịu một hậu quả kinh tế nghiêm trọng do việc thiếu cảng. Bottasso và cộng sự (2013) phân tích tác động của các cảng đối với việc làm tại địa phương, sử dụng một mẫu gồm 560 khu vực ở 10 nước Tây Âu. Họ phát hiện ra rằng mỗi triệu tấn công rỗng thông lượng sẽ tạo ra khoảng 400-600 việc làm trong khu vực. Hơn nữa, Bottasso (2014) phát hiện ra rằng mỗi lần tăng 10% thông qua cảng có thể tăng 6-20% trong GDP của các khu vực và có thể có tác động tràn sang các khu vực lân cận trong khoảng 5-18%. Trong bối cảnh Trung Quốc, Shan (2014) cho thấy 1% tăng sản lượng hàng hóa qua cảng có thể làm tăng GDP bình quân đầu người tăng 7,6% và thông lượng cảng của một quốc gia có tác động tích cực đến các nền kinh tế láng giềng. Tương tự, ông cho thấy nền kinh tế Nam Phi có thể bị thâm hụt 17% do sự thiếu sót đơn vị trong hoạt động cảng.

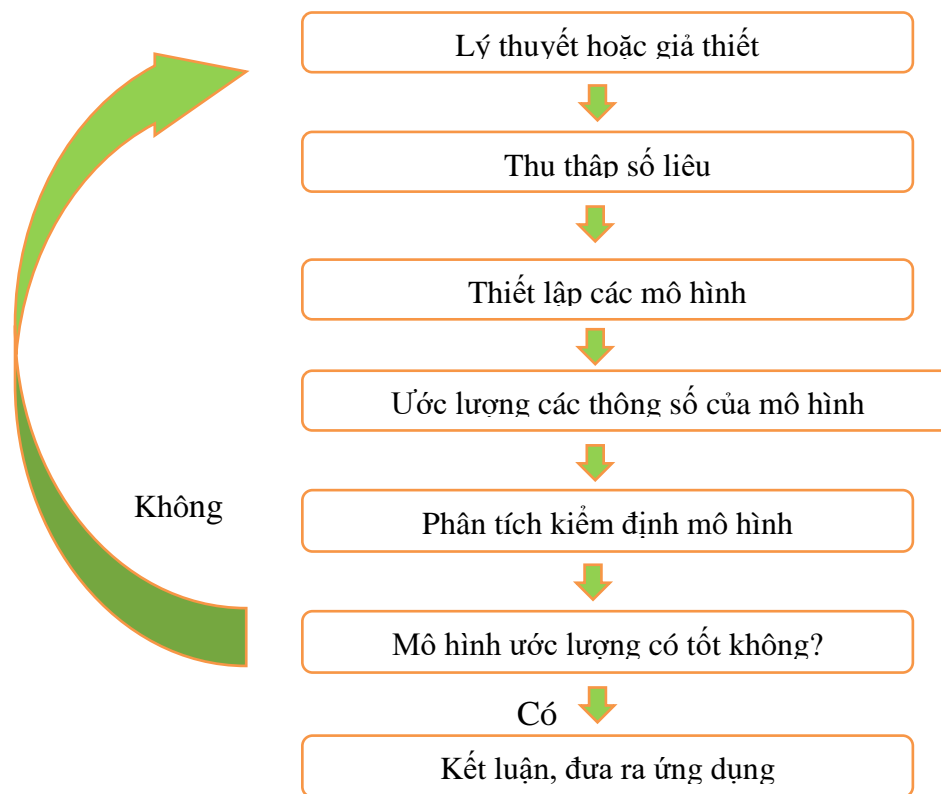
Dựa theo các nghiên cứu sẵn có, nghiên cứu của chúng tôi, sử dụng kết hợp các dạng data và các phương pháp phân tích, sẽ đưa ra một cái nhìn cụ thể và rõ ràng hơn tới sự phát triển năng lực logistic của danh nghiệp đến năng lực phát triển của họ nói riêng và sự tăng trưởng kinh tế nói chung.

### **3. Phương pháp nghiên cứu**

#### **3.1. Mô hình và giả thiết nghiên cứu**

##### **3.1.1. Mô hình nghiên cứu**

Các bước nghiên cứu mà nhóm tiến hành để xây dựng mô hình nghiên cứu:



**Hình 1: Trình tự các bước nghiên cứu**

Dựa trên cơ sở lý thuyết ở chương 2, để tìm hiểu về ảnh hưởng của việc Phát triển ngành vận tải tới phát triển kinh tế một cách cụ thể và rõ ràng nhất, nhóm nghiên cứu triển khai 5 mô hình hồi quy OLS. Trong đó, Ngành vận tải được chia thành 5 thành phần: vận tải đường biển, vận tải đường sắt, vận tải đường sông, vận tải đường bộ và vận tải đường hàng không. Mô hình nghiên cứu của nhóm có dạng:

$$\ln GDP_i = \beta_0 + \beta_1 * cctm_i + \beta_2 * lndautu_i + \beta_3 * vantaix_i + u_i$$

**Trong đó:**

**Biến phụ thuộc**

Để đánh giá sự phát triển kinh tế của một đất nước, chỉ số được các nhà kinh tế học thường dùng là chỉ số GDP.

GDP: (Gross Domestic Products) Tổng sản phẩm trong nước

Tổng sản phẩm trong nước là giá trị mới của hàng hóa và dịch vụ được tạo ra của toàn bộ nền kinh tế trong một khoảng thời gian nhất định. Tổng sản phẩm trong nước được tính theo giá thực tế và giá so sánh. Có 3 phương pháp tính:

*Phương pháp sản xuất:* Tổng sản phẩm trong nước bằng tổng giá trị tăng thêm của tất cả các ngành kinh tế cộng với thuế nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ.

*Phương pháp thu nhập:* Tổng sản phẩm trong nước bằng thu nhập tạo nên từ các yếu tố tham gia vào quá trình sản xuất như lao động, vốn, đất đai, máy móc. Theo phương pháp này, tổng sản phẩm trong nước gồm 4 yếu tố: Thu nhập của người lao động từ sản xuất (bằng tiền và hiện vật), thuế sản xuất, khấu hao tài sản cố định dùng trong sản xuất và thặng dư sản xuất.

*Phương pháp sử dụng cuối cùng:* Tổng sản phẩm trong nước bằng tổng của 3 yếu tố: Tiêu dùng của hộ dân cư và Nhà nước; tích lũy tài sản (cố định, lưu động và quý hiếm) và chênh lệch xuất, nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ.

Trong bài nghiên cứu, nhóm nghiên cứu sử dụng biến gdp để kí hiệu cho biến phụ thuộc này với giá trị được tính theo giá thực tế.

**Biến điều khiển**

Tổng sản phẩm trong nước tính theo phương pháp sử dụng cuối cùng có 3 yếu tố: tiêu dùng hộ dân cư và nhà nước; tích lũy tài sản; và chênh lệch xuất nhập, nhập khẩu hàng hóa dịch vụ.

Nhóm nghiên cứu nhận thấy khối lượng vận chuyển hàng hóa phản ánh được tiêu dùng hộ dân, nên sử dụng hai biến Tổng vốn đầu tư và Cán cân thương mại để làm biến điều khiển trong bài nghiên cứu này. Các nhà kinh tế đều thừa nhận đầu tư là một trong những nhân tố quan trọng nhất đối với tăng trưởng kinh tế, muốn có tăng trưởng phải có đầu tư.

Vốn đầu tư là toàn bộ những chi tiêu để làm tăng hoặc duy trì tài sản vật chất trong một thời kỳ nhất định. Vốn đầu tư thường được thực hiện qua các dự án đầu tư và một số chương trình mục tiêu quốc gia với mục đích chủ yếu là bổ sung tài sản cố định và tài sản lưu động. Vốn đầu tư được kí hiệu là *dautu* trong mô hình. Keynes từng đưa ra mô hình ảnh hưởng của đầu tư và lao động lên GDP thông qua hàm hồi quy Logarit. Chính vì vậy, nhóm nghiên cứu nhận thấy cần lập hàm hồi quy dựa trên hai biến  $\ln(dautu)$  và  $\ln(gdp)$

Trị giá xuất khẩu hàng hóa là toàn bộ giá trị hàng hóa đưa ra khỏi lãnh thổ Việt Nam làm giảm nguồn của cải vật chất của Việt Nam trong một thời kỳ nhất định. Trị giá xuất khẩu được tính theo giá FOB. Giá FOB là giá giao hàng tại biên giới nước xuất khẩu, bao gồm giá của bản thân hàng hóa, chi phí đưa hàng đến địa điểm xuất khẩu và chi phí bốc hàng lên phương tiện chuyên chở.

Trị giá nhập khẩu hàng hóa là toàn bộ giá trị hàng hóa đưa vào lãnh thổ Việt Nam làm tăng nguồn của cải vật chất của Việt Nam trong một thời kỳ nhất định. Trị giá nhập khẩu được tính theo giá CIF. Giá CIF là giá giao hàng tại biên giới nước nhập khẩu, bao gồm giá của bản thân hàng hóa, chi phí bảo hiểm và chi phí vận chuyển hàng hóa tới địa điểm nhập khẩu nhưng không bao gồm chi phí dỡ hàng từ phương tiện chuyên chở.

Cán cân thương mại hàng hóa là mức chênh lệch giữa trị giá xuất khẩu hàng hóa và trị giá nhập khẩu hàng hóa của Việt Nam với các nước trong một thời kỳ nhất định. Trong cán cân thương mại hàng hóa, trị giá xuất khẩu được tính theo giá FOB, trị giá nhập khẩu được tính theo giá CIF. Biến này được kí hiệu là *cctm* trong mô hình.

### ***Biến độc lập***

Nhóm nghiên cứu đánh giá hoạt động vận tải của Việt Nam thông qua 5 ngành vận tải: Vận tải đường sông, vận tải đường biển, vận tải đường bộ, vận tải đường sắt và vận tải đường hàng không. Cách đánh giá kết quả hoạt động của từng ngành thông qua tổng khối lượng hàng hóa vận chuyển trong từng ngành.

Trong mô hình nghiên cứu, vận tải đường sông được kí hiệu là *vantaisong*, vận tải đường biển được kí hiệu *vantaibien*, vận tải đường bộ được kí hiệu là *vantaibo*, vận tải đường sắt được kí hiệu là *vantaisat*, và vận tải đường hàng không được kí hiệu là *vantaihk*.

Dưới đây là bảng tổng hợp các biến được sử dụng trong mô hình.

Loại biến	Kí hiệu	Nội dung	Đơn vị
Biến phụ thuộc	GDP	Tổng sản phẩm quốc nội	Nghìn tỷ đồng
Biến điều khiển	<i>dautu</i>	Tổng vốn đầu tư	Nghìn tỷ đồng
	<i>cctm</i>	Cán cân thương mại	Tỷ USD
Biến phản ánh Vantai	<i>vantaisong</i>	Tổng khối lượng hàng hóa vận chuyển đường sông	Nghìn tấn
	<i>vantaibien</i>	Tổng khối lượng hàng hóa vận chuyển đường biển	Nghìn tấn
	<i>vantaibo</i>	Tổng khối lượng hàng hóa vận chuyển đường bộ	Nghìn tấn
	<i>vantaisat</i>	Tổng khối lượng hàng hóa vận chuyển đường sắt	Nghìn tấn
	<i>vantaihk</i>	Tổng khối lượng hàng hóa vận chuyển đường hàng không	Nghìn tấn

### ***3.1.2. Giả thuyết nghiên cứu***

Theo như các lý thuyết trên phần 2.3 nghiên cứu về ảnh hưởng của ngành vận tải lên phát triển kinh tế, các nhà kinh tế cũng như các học giả hầu như đều đưa ra kết luận về tác động tích cực của ngành vận tải lên sự phát triển kinh tế. Chính vì vậy, trong bài nghiên cứu này, nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết rằng các biến *vantaisong*, *vantaibien*, *vantaibo*, *vantaisat*, *vantaihk* đều có ảnh hưởng tích cực lên biến  $\ln gdp$  trong cả 5 mô hình đều mang giá trị dương.

### 3.2. Phương pháp thu thập và phân tích số liệu

Bộ số liệu sử dụng trong bài nghiên cứu là bộ số liệu thứ cấp, được nhóm nghiên cứu thu thập từ trang web chính: <http://gso.gov.vn> (trang web của tổng cục thống kê). Đây là trang web có nguồn số liệu cập nhật và đáng tin cậy nhất, có thể cung cấp đầy đủ các số liệu mà nhóm nghiên cứu cần để có thể sử dụng trong mô hình nghiên cứu. Trong đó, Niên giám thống kê qua các năm chính là một bản báo cáo với đầy đủ các nội dung về phát triển kinh tế và ngành vận tải Việt Nam mà nhóm nghiên cứu sử dụng để thu thập số liệu

Để có thể phân tích một cách cụ thể và rõ ràng nhất ảnh hưởng của việc thực hiện trách nhiệm xã hội tới lợi nhuận của doanh nghiệp, nhóm nghiên cứu quyết định sử dụng phương pháp hồi quy Pooled OLS thông thường với sự trợ giúp của STATA. Các bước phân tích dữ liệu mà nhóm nghiên cứu đang làm là:

- Bước 1: Tổng hợp số liệu và làm sạch, sàng lọc và mã hóa dữ liệu thu thập được để được một bộ số liệu hoàn chỉnh.
- Bước 2: Thực hiện thống kê mô tả để biết được khuynh hướng trung tâm, hình dạng, độ phân tán,... của dữ liệu thu thập được để xây dựng mô hình. Bước này vô cùng quan trọng, giúp cho việc xây dựng mô hình dễ dàng hơn.
- Bước 3: Xây dựng mô hình dựa trên giả thuyết và các nghiên cứu trước đây và dựa trên các phân tích về bộ số liệu trên. Các nghiên cứu về mối quan hệ giữa việc tăng trưởng và phát triển ngành Logistics tới phát triển kinh tế được đề cập ở phần II cơ sở lý thuyết chính là tiền đề giúp nhóm nghiên cứu có thể xây dựng được mô hình hồi quy.
- Bước 4: Chạy hàm hồi quy và lấy kết quả trên phần mềm STATA.
- Bước 5: Kiểm định các khuyết tật của mô hình như hiện tượng đa cộng tuyến, hiện tượng phương sai sai số thay đổi, và hiện tượng tự tương quan. Mô hình chỉ đáng tin cậy và kết quả nghiên cứu chỉ có thể sử dụng được khi mà mô hình đó không mắc các khuyết tật trên. Nếu mô hình mắc phải một khuyết tật mà ảnh hưởng đến kết quả của mô hình, nhóm sẽ nghiên cứu và đưa ra một mô hình hợp lý nhất.
- Bước 6: Kiểm định các giả thuyết và đưa ra kết luận và khuyến nghị.

### 3.3. Mô tả và phân tích bộ số liệu

Bộ số liệu sử dụng trong bài nghiên cứu được thống kê ở Phụ lục (1). Trong đó, số liệu nghiên cứu về các biến: GDP, tổng đầu tư, cán cân thương mại, và khối lượng hàng hóa vận chuyển phân theo ngành vận tải. Thời gian từ năm 1995 – 2015, như vậy bộ số liệu gồm có 21 quan sát. Nhóm nghiên cứu rất muốn mở rộng mẫu và tăng thêm số quan sát, tuy nhiên, các số liệu trước năm 1995 rất cũ và khó có thể thu thập, hơn thế nữa, các tính các chỉ số thời điểm đó còn nhiều điểm chưa hợp lý số liệu có thể bị sai lệch. Chính vì vậy bài nghiên cứu này chỉ sử dụng 21 quan sát.

Sau khi sử dụng lệnh `sum` trong STATA thu được kết quả như bảng dưới đây::

**Bảng 1: Kết quả mô tả biến**

Biến	QS	GTTB	Độ lệch chuẩn	GT nhỏ nhất	GT lớn nhất
Gdp	21	1445.799	1322.651	228.892	4192.9
dautu	21	505.7409	417.451	72.447	1366.5
cctm	21	-4.945971	5.451703	-18.0287	2.368
vantaisat	21	6985.067	1592.638	4041.5	9153.2
vantaibo	21	380169	263526.9	91202.3	877628.4
vantaisong	21	109653.6	53573.18	37653.7	201530.7
vantaibien	21	36814.66	21463.18	7306.9	63904.5
vantaihk	21	116.0905	62.69738	32	229.6

Từ bảng trên, chúng ta thấy:

+ Biến GDP có giá trị trung bình là 1445.709 Nghìn tỷ đồng, với độ lệch chuẩn 1322.651 Nghìn tỷ đồng. Như vậy, có thể thấy, nhìn chung GDP của Việt Nam có khá nhiều biến động trong vòng 21 năm, chênh lệch giữa giá trị nhỏ nhất (228.892 năm 1995) và giá trị lớn nhất (4192.9 năm 2015) là vô cùng lớn. Có thể thấy được mức độ tăng trưởng vượt bậc của nền kinh

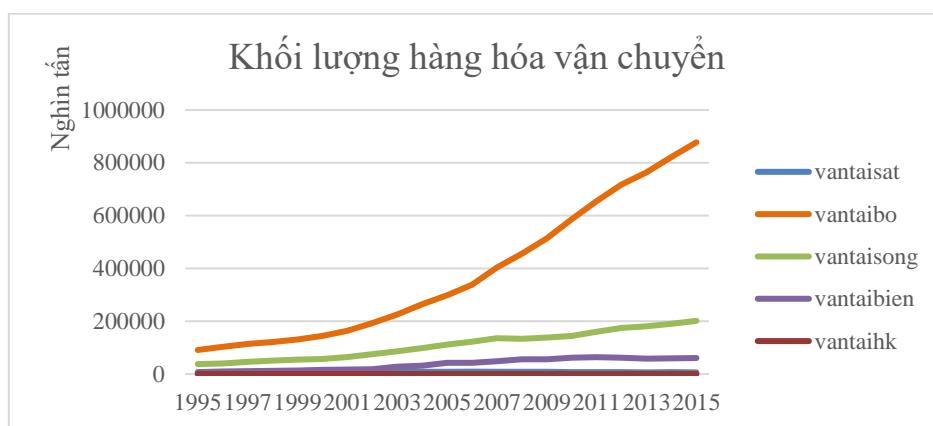


tế Việt Nam trong vòng 21 năm qua. Bộ số liệu cũng cho thấy mức độ tăng trưởng đều của nền kinh tế.

+ Biến *ldautu* có giá trị trung bình 505.709 nghìn tỷ đồng, với độ lệch chuẩn 417.451 nghìn tỷ đồng. So sánh tương quan với biến GDP cho thấy nước ta luôn giành một số tiền khá lớn trong tổng thu nhập để giành cho đầu tư (khoảng 1/3). Điều này cho thấy hoạt động đầu tư tại Việt Nam phát triển khá đều và ổn định.

+ Biến *cctm* có giá trị trung bình -4.945971 tỉ USD với độ lệch chuẩn 5.451703 tỉ USD. Điều này cho thấy, về cơ bản, trong vòng 21 năm, Việt Nam vẫn là một nước nhập siêu, trị giá hàng hóa nhập khẩu cao hơn so với trị giá hàng hóa xuất khẩu. Giá trị cán cân thương mại thấp nhất là -18.0287 tỷ USD năm 2008, đây là năm xảy ra khủng hoảng kinh tế tại nhiều nước trên thế giới, và Việt Nam dường như cũng bị ảnh hưởng bởi cuộc khủng hoảng này. Nếu nhìn vào bộ số liệu, biến *cctm* của Việt Nam nhận giá trị âm tới năm 2011 và có dấu hiệu dương từ năm 2012. Như vậy, xét về mặt tích cực có thể thấy hoạt động xuất nhập khẩu tại Việt Nam đang phát triển.

+ Trong 5 biến *vantaisong*, *vantaibo*, *vantaisat*, *vantaibien*, *vantaihk* có thể thấy biến *vantaibo* có giá trị trung bình lớn nhất (380169 nghìn tấn), lớn gấp nhiều lần giá trị trung bình của biến *vantaihk* (116.0905 nghìn tấn). Như vậy, tại Việt Nam, hoạt động vận tải chủ yếu diễn ra tại đường bộ. Đồ thị dưới đây phản ánh được hoạt động vận tải tại Việt Nam từ năm 1995 đến năm 2015



**Hình 2: Hoạt động vận tải tại Việt Nam giai đoạn 1995 - 2015**

Có thể nhận thấy sự phát triển một cách rõ nét của ngành vận tải đường bộ từ năm 2005 đến nay. Với sự phát triển của cơ sở hạ tầng ngành đường bộ, khối lượng hàng hóa vận chuyển qua khu vực này ngày càng tăng và đóng vai trò chủ đạo trong ngành vận tải nói chung và góp phần không nhỏ vào phát triển kinh tế Việt Nam nói riêng.

#### 4. Kết quả mô hình hồi quy

##### 4.1. Mô hình hồi quy xem xét ảnh hưởng của Logistics đường sắt tới tăng trưởng kinh tế Việt Nam

###### 4.1.1. Kết quả mô hình hồi quy

Kết quả thu được sau khi chạy mô hình trên phần mềm StataSE 13 với câu lệnh sử dụng là: `reg lngdp lndautu cctm vantaisat`

**Bảng 2: Kết quả mô hình hồi quy**

Nội dung		Kết quả		
Số quan sát		21		
F(3,17)		3920.84		
Prob>F		0.0000		
Hệ số xác định		0.9986		
Hệ số xác định hiệu chỉnh		0.9983		
Root MSE		0.03913		
Lngdp	Hệ số hồi quy	Độ lệch chuẩn	t	P> t
lndautu	1.027684	0.0145817	70.48	0.000
Cctm	0.0116029	0.0023432	4.95	0.000

vantaisat	-0.0000536	9.64e-06	-5.56	0.000
Hệ số tự do	1.265616	0.0560994	22.56	0.000

Nguồn: Tác giả tự tính toán với sự trợ giúp của StataSE 13

Từ kết quả trên, ta có mô hình sau:

$$\widehat{\ln gdp}_i = 1.265616 + 1.027684 * \ln dautu_i + 0.0116029 * cctm_i - 0.0000536 * \text{vantaisat}_i$$

Phân tích kết quả mô hình hồi quy:

- Khi tổng số tiền đầu tư tăng lên 1% thì GDP tăng 1.027684%
- Khi xuất khẩu ròng tăng lên 1 tỷ USD thì GDP tăng lên 0.0116029%
- Khi vận tải đường sắt tăng lên 1 nghìn tấn thì GDP giảm 0.0000536%

#### 4.1.2. Kiểm định các khuyết tật của mô hình hồi quy

##### a. Kiểm định phương sai, sai số thay đổi

Để kiểm tra giả định về phương sai sai số thay đổi ta có các giả thuyết sau:

$H_0$ : Mô hình có phương sai sai số đồng nhất

$H_1$ : Mô hình có phương sai sai số thay đổi

Sử dụng white test với câu lệnh trong STATA: imtest, white ta có kết quả như sau:

$$\chi^2(9) = 10.19$$

$$\text{Prob} > \chi^2 = 0.3354$$

Ta có:  $p\_value = 0.3354 > 0.05$

Từ đó chấp nhận  $H_0$ , và mô hình có phương sai sai số đồng nhất

Vì vậy, mô hình của nhóm tác giả không có khuyết tật về phương sai, sai số không đồng nhất.

##### b. Kiểm định đa cộng tuyến

Sau khi sử dụng lệnh Vif trong STATA, kết quả thu được:

**Bảng 3: Kết quả kiểm định đa cộng tuyến mô hình**

Biến	VIF	1/VIF
vantaisat	3.08	0.324702
ln dautu	2.53	0.395857
Cctm	2.08	0.480812
Mean VIF	2.56	

Nguồn: Tác giả tự tính toán với sự trợ giúp của StataSE 13

Theo như kết quả trên, các kết quả đều  $< 10$ , như vậy, không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến trong mô hình.

Vì vậy, mô hình sử dụng trong bài nghiên cứu này của nhóm tác giả không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

Vì mô hình là pooled OLS nên bài nghiên cứu xin bỏ qua kiểm định tự tương quan.

##### c. Kiểm định sự phù hợp của mô hình hồi quy

Theo bảng kết quả hồi quy, ta thấy Giá trị  $\text{Prob} > F = 0.0000$ , như vậy, với độ tin cậy là 95%, tổng của các hệ số hồi quy sẽ khác 0:  $\beta_1^2 + \beta_2^2 + \beta_3^2 \neq 0$  với độ tin cậy 95% hay có ít nhất một hệ số khác 0 trong mô hình hồi quy này. Từ đó có thể thấy mô hình có ý nghĩa về mặt thống kê.

##### d. Kiểm định hệ số hồi quy

Bảng kết quả hồi quy cũng cho thấy, giá trị p-value của cả 3 hệ số hồi quy đều nhỏ hơn 0.05, như vậy với kết quả này, chúng ta có thể tin tưởng với độ tin cậy 95% rằng các hệ số hồi quy khác 0, tức là các biến đều thực sự có ảnh hưởng tới biến phụ thuộc  $\ln gdp$  hay nói cách khác tổng đầu tư, xuất khẩu ròng và vận tải đường sắt đều góp phần giải thích cho giá trị của GDP

\*Kiểm định giả thuyết với mức ý nghĩa  $\alpha=0.05$

$H_0: \beta_3 \leq 0$  tức vận tải đường sắt tỷ lệ nghịch hoặc không có ảnh hưởng tới GDP của Việt Nam

$H_1: \beta_3 > 0$  tức vận tải đường sắt tỷ lệ thuận tới GDP của Việt Nam

Ta có:  $t = -5.56$

Với giá trị  $t_{21}^{0.05} = 1.721$

Miền bác bỏ là  $(1.721, +\infty)$ ; Mà  $t = -5.56$  không thuộc miền bác bỏ

Không bác bỏ giả thuyết  $H_0$ , tức là vận tải đường sắt có tác động tỷ lệ nghịch tới GDP của Việt Nam

### 4.1.3. Kết luận

Trong chương 3, qua tìm hiểu các nghiên cứu khác về mối liên hệ giữa vận tải đường sắt và tổng sản phẩm quốc nội GDP của Việt Nam, nhóm nghiên cứu đã đưa ra giả thuyết rằng, giá trị :  $\beta_3$  dương, hay tổng khối lượng hàng hóa vận chuyển đường sắt có tác động tích cực tới tổng sản phẩm quốc nội GDP của Việt Nam.

Tuy nhiên, sau khi chạy mô hình thực nghiệm, kết quả đưa ra khác với giả thuyết kỳ vọng của nhóm tác giả. Điều này, khiến nhóm tác giả nhìn nhận về thực trạng tình hình ngành đường sắt Việt Nam để tìm hiểu nguyên nhân vì sao ngành đường sắt có ảnh hưởng tiêu cực tới GDP của Việt Nam trong suốt những năm 1996-2016, tuy ảnh hưởng này là không quá lớn. Có một thực tế rằng, hệ thống đường sắt của Việt Nam đã có lịch sử 130 năm và là một trong những nước sớm có hệ thống đường sắt hiện đại so với các nước trong khu vực. Đường sắt Việt Nam - một trong những ngành công nghiệp lâu đời nhất của Việt Nam - mở ra trang đầu tiên từ năm 1881 với việc khởi công xây dựng tuyến Đường sắt Sài Gòn - Mỹ Tho. Sau 4 năm, chuyến tàu đầu tiên rời Sài Gòn vào ngày 20-7-1885. Từ những ngày đầu thành lập, hệ thống đường sắt đóng một vai trò vô cùng quan trọng trong việc phát triển kinh tế.

Mạng lưới đường sắt chính của Việt Nam với tổng chiều dài 2600km nối liền các khu dân cư, trung tâm văn hóa nông nghiệp và công nghiệp suốt từ Bắc vào Nam. Đường sắt Việt Nam nối liền với đường sắt Trung Quốc qua hai hướng với khu vực Vân Nam (Trung Quốc) qua tỉnh Lào Cai và với tỉnh Quảng Tây (Trung Quốc) qua tỉnh Lạng Sơn. Đường sắt Việt Nam còn có tiềm năng nối liền mạng lưới đường sắt Campuchia, Thái Lan và Malaysia để đến Singapore và tuyến đường sắt của Lào khi được phát triển. Hiện tại, tuy đường một chiều nhưng hệ thống đường sắt Việt Nam đang sử dụng 3 loại khổ đường, đó là loại đường 1.000mm, đường tiêu chuẩn 1.435mm và đường lồng (chung cả 1.435mm và 1.000mm). Hiện khổ đường 1000mm chiếm chủ yếu ở Việt Nam với 83%, đường chính tuyến Bắc Nam là 100%, khổ đường chuẩn 1435mm chỉ chiếm 6,8%, điều này làm hạn chế tốc độ và hiệu quả chạy tàu. Tuy nhiên, theo như nhiều người đánh giá, đường sắt Việt Nam vẫn không có gì thay đổi so với thế kỷ trước và dịch vụ đường sắt lại không khác gì thời bao cấp. Hệ lụy là trong 10 năm qua, thị phần vận tải hành khách ngành đường sắt giảm dần từ 0,9% năm 2005 xuống 0,33% năm 2015, còn vận tải hàng hóa từ 1,9% năm 2005 xuống 0,58% năm 2015. Trong khi, Tổng công ty đường sắt Việt Nam (VNR) nắm trong tay một khối tài sản khổng lồ, trong đó tài sản ngắn hạn là 6.425 tỷ đồng, tài sản dài hạn là 24.733 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu lên tới 24.908 tỷ đồng (tính đến 31/12/2013).

Trong hệ thống cơ sở hạ tầng logistics quốc gia, vận tải đường sắt luôn đóng một vai trò đặc biệt quan trọng. Bên cạnh lợi thế loại hình vận chuyển được đánh giá "Có độ tin cậy cao nhất về an toàn, giá cước rẻ nhất và vô địch tuyệt đối về khối lượng vận tải" và lại chạy dọc đất nước, đường sắt Việt Nam còn đóng vai trò rất quan trọng về an ninh, quốc phòng và phát triển kinh tế biển đảo. Nhưng vì vận tải đường sắt kém linh hoạt hơn vận tải đường bộ, tàu hỏa không thể cung cấp dịch vụ đến một địa điểm bất kỳ và chỉ có thể vận chuyển hành khách, hàng hóa từ ga đến ga và đi, đến theo lịch trình cố định... Do vậy, để khai thác lợi thế của vận tải đường sắt, ưu thế vốn có của loại hình vận chuyển này nhằm phục vụ đắc lực cho phát triển kinh tế - xã hội, an ninh, quốc phòng..., đường sắt Việt Nam phải được khai thác sử dụng dưới dạng vận tải đa phương thức, có nghĩa đường sắt Bắc Nam phải được kết nối với các phương thức vận tải khác như đường bộ, đường biển, đường sông, đường hàng không... Chỉ có như vậy, đường sắt Việt Nam với lịch sử 130 năm phát triển mới thoát ra được tình trạng "đi từ hiện đại đến lạc hậu" như hiện nay

## 4.2. Mô hình hồi quy xem xét ảnh hưởng của Logistics đường bộ tới tăng trưởng kinh tế Việt Nam

### 4.2.1. Kết quả mô hình hồi quy

Kết quả thu được sau khi chạy mô hình trên phần mềm StataSE 13 với câu lệnh sử dụng là :  
reg lngdp lndautu cctm vantaibo

**Bảng 4: Kết quả mô hình hồi quy**

Nội dung	Kết quả
----------	---------

Số quan sát	21			
F(3,17)	3562.98			
Prob>F	0.0000			
Hệ số xác định	0.9984			
Hệ số xác định hiệu chỉnh	0.9981			
Root MSE	0.04104			
lngdp	Hệ số hồi quy	Độ lệch chuẩn	t	P> t
lndautu	0.7283568	0.0470706	15.47	0.000
cctm	0.0116273	0.0024903	4.67	0.000
vantaibo	9.29e-07 ( xấp xỉ 18.25283819)	1.80e-07	5.15	0.000
Hệ số tự do	2.285668	0.2042814	11.19	0.000

Nguồn: Tác giả tự tính toán với sự trợ giúp của StataSE 13

Từ kết quả trên, ta có mô hình sau:

$$\widehat{\text{lngdp}}_i = 2.285668 + 0.7283568 * \text{lndautu}_i + 0.0116273 * \text{cctm}_i + 18.25283819 * \text{vantaibo}_i$$

Phân tích kết quả mô hình hồi quy:

- Khi tổng số tiền đầu tư tăng lên 1% thì GDP tăng 0.7283568%
- Khi xuất khẩu ròng tăng lên 1 tỷ USD thì GDP tăng lên 0.0116273%
- Khi tổng khối lượng hàng hóa vận chuyển đường bộ tăng lên 1 nghìn tấn thì GDP tăng 18.25283819%

#### 4.2.2. Kiểm định các khuyết tật của mô hình hồi quy

##### a. Kiểm định phương sai, sai số thay đổi

Để kiểm tra giả định về phương sai sai số thay đổi ta có các giả thuyết sau:

H<sub>0</sub>: Mô hình có phương sai sai số đồng nhất

H<sub>1</sub>: Mô hình có phương sai sai số thay đổi

Sử dụng white test với câu lệnh trong STATA: imtest, white ta có kết quả như sau:

$$\text{chi}^2(9) = 15.52$$

$$\text{Prob} > \text{chi}^2 = 0.0776$$

Ta có: p\_value = 0.0776 > 0.05

Từ đó chấp nhận H<sub>0</sub>, và mô hình có phương sai sai số đồng nhất

Vì vậy, mô hình của nhóm tác giả không có khuyết tật về phương sai, sai số không đồng nhất.

##### b. Kiểm định đa cộng tuyến

Sau khi sử dụng Vif trong STATA, kết quả thu được:

**Bảng 5: Kết quả kiểm định đa cộng tuyến mô hình**

Biến	VIF	1/VIF
Vantaibo	26.83	0.037276
Lndautu	23.92	0.041798
Cctm	2.14	0.468371
Mean VIF	17.63	

Nguồn: Tác giả tự tính toán với sự trợ giúp của StataSE 13

Theo như kết quả trên, các kết quả đều < 10, như vậy, không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến trong mô hình.

Vì vậy, mô hình sử dụng trong bài nghiên cứu này của nhóm tác giả không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

Vì mô hình là pooled OLS nên bài nghiên cứu xin bỏ qua kiểm định tự tương quan.

##### c. Kiểm định sự phù hợp của mô hình hồi quy

Theo bảng kết quả hồi quy, ta thấy Giá trị Prob > F = 0.0000, như vậy, với độ tin cậy là 95%, tổng của các hệ số hồi quy sẽ khác 0:  $\beta_1^2 + \beta_2^2 + \beta_3^2 \neq 0$  với độ tin cậy 95% hay có ít nhất một hệ số khác 0 trong mô hình hồi quy này. Từ đó có thể thấy mô hình có ý nghĩa về mặt thống kê.

##### d. Kiểm định hệ số hồi quy



Bảng kết quả hồi quy cũng cho thấy, giá trị p-value của cả 3 hệ số hồi quy đều nhỏ hơn 0.05, như vậy với kết quả này, chúng ta có thể tin tưởng với độ tin cậy 95% rằng các hệ số hồi quy khác 0, tức là các biến đều thực sự có ảnh hưởng tới biến phụ thuộc lngdp hay nói cách khác tổng đầu tư, xuất khẩu ròng và tổng khối lượng hàng hóa vận tải đường bộ đều góp phần giải thích cho giá trị của GDP

Kiểm định giả thuyết với mức ý nghĩa  $\alpha=0.05$

$H_0: \beta_3 \leq 0$  tức vận tải đường bộ tỷ lệ nghịch hoặc không có ảnh hưởng tới GDP của Việt Nam

$H_1: \beta_3 > 0$  tức vận tải đường bộ tỷ lệ thuận tới GDP của Việt Nam

Ta có:  $t = 5.15$

Với giá trị  $t_{21}^{0.05} = 1.721$

Miền bác bỏ là  $(1.721, +\infty)$ ; Mà  $t = 5.15$  thuộc miền bác bỏ

Bác bỏ giả thuyết  $H_0$ , tức là vận tải đường bộ có tác động tỷ lệ thuận tới GDP của Việt Nam

#### 4.2.3. Kết luận

Tổng đầu tư và xuất khẩu ròng là biến điều khiển và có ảnh hưởng tích cực đến GDP. Tổng vận tải đường bộ có ảnh hưởng tích cực đến tổng sản phẩm quốc nội GDP theo như nhóm tác giả kì vọng ở Chương 3. Và tác động tích cực này là tương đối lớn, tổng khối lượng hàng hóa vận chuyển đường bộ tăng lên 1 nghìn tấn thì GDP tăng 18.25283819%. Thực tế cũng cho thấy rằng, nước ta trong những năm qua, tổng khối lượng hàng hóa qua đường bộ đều lớn và đóng góp nhiều đến GDP của Việt Nam.

Đến nay, vận chuyển hàng hóa bằng đường bộ lớn nhất so với các phương thức vận tải khác. Hàng năm, 70% khối lượng hàng hóa và 90% lượng hành khách được vận chuyển bằng đường bộ. Theo dữ liệu thống kê từ Tổng cục ĐBVN, mạng lưới đường bộ bao gồm hệ thống quốc lộ với 21.100km, chiếm tỉ lệ 4%; đường đô thị có 26.950km, chiếm 5%; đường tỉnh 28.910km, chiếm 5,1%; đường huyện 58.430km, chiếm 10%; đường liên xã 144.670km, chiếm 25%; đường thôn xóm, đường trục nội đồng 289.790km, chiếm 51% và 741km đường cao tốc. Trong những năm vừa qua, hệ thống kết cấu hạ tầng giao thông đường bộ có những bước phát triển mạnh, theo hướng hiện đại, có trọng tâm, trọng điểm, tập trung vào các công trình có tính kết nối, lan tỏa, tạo động lực phát triển kinh tế - xã hội; chất lượng vận tải đường bộ ngày một nâng cao, bước đầu góp phần thực hiện mục tiêu GTVT đi trước một bước trong tiến trình xây dựng và phát triển đất nước, góp phần bảo đảm quốc phòng - an ninh và bảo vệ Tổ quốc.

#### 4.3. Mô hình hồi quy xem xét ảnh hưởng của Logistics đường sông tới tăng trưởng kinh tế Việt Nam

##### 4.3.1. Kết quả chạy mô hình

Kết quả thu được sau khi chạy mô hình trên phần mềm StataSE 13 với câu lệnh sử dụng là :  
reg lngdp lndautu cctm vantaiong

**Bảng 6: Kết quả mô hình hồi quy**

Nội dung		Kết quả		
Số quan sát		21		
F(3,17)		1567.92		
Prob>F		0.0000		
Hệ số xác định		0.9964		
Hệ số xác định hiệu chỉnh		0.9958		
Root MSE		0.06181		
Lngdp	Hệ số hồi quy	Độ lệch chuẩn	t	P> t
lndautu	0.8088888	0.1068805	7.57	0.000
cctm	0.0189276	0.0029114	6.50	0.000
vantaiong	1.7471032	1.93e-06	1.48	0.000
Hệ số tự do	1.874345	0.4126712	4.54	0.000

**Nguồn: Tác giả tự tính toán với sự trợ giúp của StataSE 13**

Từ kết quả trên, ta có mô hình sau:

$$\widehat{\ln gdp}_i = 1.874345 + 0.8088888 * \ln dautu_i + 0.0189276 * cctm_i + 1.7471032 * \text{vantaionsong}_i$$

Phân tích kết quả mô hình hồi quy:

- Khi tổng số tiền đầu tư tăng lên 1% thì GDP tăng 0.8088888%.
- Khi xuất khẩu ròng tăng lên 1 tỷ USD thì GDP tăng lên 0.0189276%
- Khi tổng khối lượng hàng hóa vận chuyển qua đường sông tăng lên 1 nghìn tấn thì GDP tăng 1.7471032%

#### 4.3.2. Kiểm định các khuyết tật của mô hình hồi quy

##### a. Kiểm định phương sai, sai số thay đổi

Để kiểm tra giả định về phương sai sai số thay đổi ta có các giả thuyết sau:

H<sub>0</sub>: Mô hình có phương sai sai số đồng nhất

H<sub>1</sub>: Mô hình có phương sai sai số thay đổi

Sử dụng white test với câu lệnh trong STATA: imtest, white ta có kết quả như sau:

$$\text{chi}^2(9) = 17.53$$

$$\text{Prob} > \text{chi}^2 = 0.0411$$

Ta có: p\_value = 0.3354 > 0.01

Từ đó chấp nhận H<sub>0</sub>, và mô hình có phương sai sai số đồng nhất với hệ số  $\alpha=0.01$

Vì vậy, mô hình của nhóm tác giả không có khuyết tật về phương sai, sai số không đồng nhất.

##### b. Kiểm định sự phù hợp của mô hình hồi quy

Theo bảng kết quả hồi quy, ta thấy Giá trị Prob > F = 0.0000, như vậy, với độ tin cậy là 95%, tổng của các hệ số hồi quy sẽ khác 0:  $\beta_1^2 + \beta_2^2 + \beta_3^2 \neq 0$  với độ tin cậy 95% hay có ít nhất một hệ số khác 0 trong mô hình hồi quy này. Từ đó có thể thấy mô hình có ý nghĩa về mặt thống kê.

##### c. Kiểm định hệ số hồi quy

Bảng kết quả hồi quy cũng cho thấy, giá trị p-value của cả 3 hệ số hồi quy đều nhỏ hơn 0.05, như vậy với kết quả này, chúng ta có thể tin tưởng với độ tin cậy 95% rằng các hệ số hồi quy khác 0, tức là các biến đều thực sự có ảnh hưởng tới biến phụ thuộc ln gdp hay nói cách khác tổng đầu tư, xuất khẩu ròng và vận tải đường sông đều góp phần giải thích cho giá trị của GDP

\*Kiểm định giả thuyết (1) với mức ý nghĩa  $\alpha=0.05$

H<sub>0</sub>:  $\alpha_3 \leq 0$  tức vận tải đường sông tỷ lệ nghịch hoặc không có ảnh hưởng tới GDP của Việt Nam

H<sub>1</sub>:  $\alpha_3 > 0$  tức vận tải đường sông tỷ lệ thuận tới GDP của Việt Nam

Ta có: p\_value = 0.000 < 0.05

Bác bỏ giả thuyết H<sub>0</sub>

Như vậy có thể kết luận được rằng, với độ tin cậy 95%, hệ số hồi quy  $\beta_3 > 0$ .

#### 4.3.3. Kết luận

Tổng đầu tư và xuất khẩu ròng là biến điều khiển và có ảnh hưởng tích cực đến GDP. Tổng vận tải đường sông có ảnh hưởng tích cực đến tổng sản phẩm quốc nội GDP theo như nhóm tác giả kỳ vọng ở Chương 3. Và tác động tích cực này là không lớn như vận tải đường bộ, tổng khối lượng hàng hóa vận chuyển đường sông tăng lên 1 nghìn tấn thì GDP tăng 1.7471032%.

Vận tải đường sông có tác động tích cực tới GDP của Việt Nam qua các năm, nhưng tác động tích cực này chưa thực sự lớn so với tiềm năng của ngành đường thủy nội địa nước ta. Do đặc điểm khí hậu nhiệt đới gió mùa, Việt Nam được thiên nhiên ưu đãi một hệ thống sông rạch, kênh, hồ và đường ven biển rất phong phú với tổng chiều dài trên 41.000km. Theo kết quả điều tra chưa đầy đủ, tổng chiều dài các tuyến vận tải thủy có thể khai thác là 17.000km, trong đó gần 9.000km đủ điều kiện để phương tiện có trọng tải 100 tấn trở lên đi lại được. So với các nước trên thế giới, Việt Nam được Tổ chức Giáo dục, Khoa học và Văn hóa của Liên Hiệp Quốc (UNESCO) xếp vào top 10 nước có mạng lưới giao thông – vận tải thủy dày đặc nhất thế giới. Hiện nay, giao thông vận tải đường thủy nội địa được đánh giá là một trong những phương thức vận tải có nhiều ưu điểm vượt trội: chi phí đầu tư thấp, vận tải hàng hóa trọng tải lớn, an toàn nhất, ít ô nhiễm môi trường...

Thế nhưng hơn 10 năm qua chúng ta đã dành phần nhiều vốn vay, đặc biệt là vốn ODA để phát triển giao thông đường bộ. Theo ông Võ Đại Lộc, TGD Trung tâm Kinh tế châu Á - Thái Bình Dương, hiện nay vận tải đường biển phát triển không đáng kể, còn vận tải đường sông thì gần như không phát triển. Nước ta có nhiều cảng, song hầu hết những cảng này được xây vì lợi ích của địa phương. “Làm đường thủy khó tham nhũng nên người ta không mặn mà”, ông Lộc nói. Do đó, bài toán đặt ra cho nước ta là cần khai thác hết hiệu quả của ngành đường sông sao cho xứng với tiềm năng mà nước ta có.

#### 4.4. Mô hình hồi quy xem xét ảnh hưởng Logistics của đường biển tới tăng trưởng kinh tế Việt Nam

##### 4.4.1. Kết quả chạy mô hình

Kết quả thu được sau khi chạy mô hình trên phần mềm StataSE 13 với câu lệnh sử dụng là :  
reg lngdp lndautu cctm vantaibien :

**Bảng 7: Kết quả mô hình hồi quy**

Nội dung		Kết quả		
Số quan sát		21		
F(3,17)		1393.26		
Prob>F		0.0000		
Hệ số xác định		0.9959		
Hệ số xác định hiệu chỉnh		0.9952		
Root MSE		0.06556		
lngdp	Hệ số hồi quy	Độ lệch chuẩn	t	P> t
lndautu	0.9859272	.0872736	11.30	0.000
cctm	0.0205413	.0030264	6.79	0.000
vantaibien	-31.8722787	3.83e-06	-0.24	0.000
Hệ số tự do	1.191599	.3751695	3.18	0.006

**Nguồn: Tác giả tự tính toán với sự trợ giúp của StataSE 13**

Từ kết quả trên, ta có mô hình sau:

$$\ln gdp_i = 1.191599 + 0.9859272 * lndautu_i + 0.0205413 * cctm_i + -31.8722787 * vantaibien_i$$

Phân tích kết quả mô hình hồi quy:

- Khi tổng số tiền đầu tư tăng lên 1% thì GDP tăng 0.9859272%
- Khi xuất khẩu ròng tăng lên 1 tỷ USD thì GDP tăng lên 0.0205413%
- Khi vận tải đường biển tăng lên 1 nghìn tấn thì GDP giảm 31.8722787%

##### 4.4.2. Kiểm định các khuyết tật của mô hình hồi quy

###### a. Kiểm định phương sai, sai số thay đổi

Để kiểm tra giả định về phương sai sai số thay đổi ta có các giả thuyết sau:

H<sub>0</sub>: Mô hình có phương sai sai số đồng nhất

H<sub>1</sub>: Mô hình có phương sai sai số thay đổi

Sử dụng white test với câu lệnh trong STATA: imtest, white ta có kết quả như sau:

$$\chi^2(9) = 17.88$$

$$\text{Prob} > \chi^2 = 0.0366$$

Ta có: p\_value = 0.0366 > 0.01

Từ đó chấp nhận H<sub>0</sub>, và mô hình có phương sai sai số đồng nhất với hệ số  $\alpha = 0.01$

Vì vậy, mô hình của nhóm tác giả không có khuyết tật về phương sai, sai số không đồng nhất.

###### b. Kiểm định sự phù hợp của mô hình hồi quy

Theo bảng kết quả hồi quy, ta thấy Giá trị Prob > F = 0.0000, như vậy, với độ tin cậy là 95%, tổng của các hệ số hồi quy sẽ khác 0:  $\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 \neq 0$  với độ tin cậy 95% hay có ít nhất một hệ số khác 0 trong mô hình hồi quy này. Từ đó có thể thấy mô hình có ý nghĩa về mặt thống kê.

###### c. Kiểm định hệ số hồi quy

Bảng kết quả hồi quy cũng cho thấy, giá trị p-value của cả 3 hệ số hồi quy đều nhỏ hơn 0.05, như vậy với kết quả này, chúng ta có thể tin tưởng với độ tin cậy 95% rằng các hệ số hồi quy

khác 0, tức là các biến đều thực sự có ảnh hưởng tới biến phụ thuộc lngdp hay nói cách khác tổng đầu tư, xuất khẩu ròng và vận tải đường biển đều góp phần giải thích cho giá trị của GDP

\*Kiểm định giả thuyết (1) với mức ý nghĩa  $\alpha=0.05$

$H_0: \beta_3 \leq 0$  tức vận tải đường biển tỷ lệ nghịch hoặc không có ảnh hưởng tới GDP của Việt Nam

$H_1: \beta_3 > 0$  tức vận tải đường biển tỷ lệ thuận tới GDP của Việt Nam

Ta có:  $t = -0.24$

Với giá trị  $t_{21}^{0.05} = 1.721$

Miền bác bỏ là  $(1.721, +\infty)$ ; Mà  $t = -0.24$  không thuộc miền bác bỏ

Không bác bỏ giả thuyết  $H_0$ , tức là vận tải đường sông có tác động tỷ lệ nghịch

Như vậy có thể kết luận được rằng, với độ tin cậy 95%, hệ số hồi quy  $\beta_3 < 0$ .

#### 4.4.3. Kết luận

Tổng đầu tư và xuất khẩu ròng là biến điều khiển và có ảnh hưởng tích cực đến GDP. Tuy nhiên, tổng vận tải đường biển không có ảnh hưởng tích cực đến tổng sản phẩm quốc nội GDP theo như nhóm tác giả kỳ vọng ở Chương 3. Và tác động tiêu cực này là tương đối lớn như vận tải đường bộ, tổng khối lượng hàng hóa vận chuyển đường sông tăng lên 1 nghìn tấn thì GDP giảm 31.8722787%.

Vận tải đường biển không chỉ có tác động tiêu cực với GDP của Việt Nam, mà tác động tiêu cực này còn tương đối lớn trong giai đoạn 1996-2016.

### 4.5. Mô hình hồi quy xem xét ảnh hưởng của Logistics đường hàng không tới kinh tế Việt Nam

#### 4.5.1. Kết quả chạy mô hình hồi quy

Kết quả thu được sau khi chạy mô hình trên phần mềm StataSE 13 với câu lệnh sử dụng là :  
reg lngdp lndautu cctm vantaihk

**Bảng 8: Kết quả mô hình hồi quy**

Nội dung		Kết quả		
Số quan sát		21		
F(3,17)		1479.20		
Prob>F		0.0000		
Hệ số xác định		0.9962		
Hệ số xác định hiệu chỉnh		0.9955		
Root MSE		0.06363		
lngdp	Hệ số hồi quy	Độ lệch chuẩn	t	P> t
lndautu	.8905165	.072862	12.22	0.000
cctm	.0190124	.0031973	5.95	0.000
vantaihk	.001202	.0011436	1.05	0.000
Hệ số tự do	1.571425	.2933555	5.36	0.000

**Nguồn: Tác giả tự tính toán với sự trợ giúp của StataSE 13**

Từ kết quả trên, ta có mô hình sau:

$$\widehat{lngdp}_i = 1.571425 + .8905165 * lndautu_i + .0190124 * cctm_i + .001202 * vantaihk_i$$

Phân tích kết quả mô hình hồi quy:

- Khi tổng số tiền đầu tư tăng lên 1% thì GDP tăng 0.8905165%
- Khi xuất khẩu ròng tăng lên 1 tỷ USD thì GDP tăng lên 0.0190124%
- Khi vận tải hàng không tăng lên 1 nghìn tấn thì GDP tăng 0.001202%

#### 4.5.2. Kiểm định các khuyết tật của mô hình hồi quy

##### a. Kiểm định phương sai, sai số thay đổi

Để kiểm tra giả định về phương sai sai số thay đổi ta có các giả thuyết sau:

$H_0$ : Mô hình có phương sai sai số đồng nhất

$H_1$ : Mô hình có phương sai sai số thay đổi

Sử dụng white test với câu lệnh trong STATA: imtest, white ta có kết quả như sau:

$$\chi^2(9) = 8.89$$



Prob > chi<sup>2</sup> = 0.4474

Ta có: p\_value = 0.4474 > 0.05

Từ đó chấp nhận H<sub>0</sub>, và mô hình có phương sai sai số đồng nhất

Vì vậy, mô hình của nhóm tác giả không có khuyết tật về phương sai, sai số không đồng nhất.

#### **b. Kiểm định sự phù hợp của mô hình hồi quy**

Theo bảng kết quả hồi quy, ta thấy Giá trị Prob > F = 0.0000, như vậy, với độ tin cậy là 95%, tổng của các hệ số hồi quy sẽ khác 0:  $\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 \neq 0$  với độ tin cậy 95% hay có ít nhất một hệ số khác 0 trong mô hình hồi quy này. Từ đó có thể thấy mô hình có ý nghĩa về mặt thống kê.

#### **c. Kiểm định hệ số hồi quy**

Bảng kết quả hồi quy cũng cho thấy, giá trị p-value của cả 3 hệ số hồi quy đều nhỏ hơn 0.05, như vậy với kết quả này, chúng ta có thể tin tưởng với độ tin cậy 95% rằng các hệ số hồi quy khác 0, tức là các biến đều thực sự có ảnh hưởng tới biến phụ thuộc lngdp hay nói cách khác tổng đầu tư, xuất khẩu ròng và vận tải đường hàng không đều góp phần giải thích cho giá trị của GDP

\*Kiểm định giả thuyết với mức ý nghĩa  $\alpha=0.05$

H<sub>0</sub>:  $\beta_3 \leq 0$  tức vận tải đường sắt tỷ lệ nghịch hoặc không có ảnh hưởng tới GDP của Việt Nam

H<sub>1</sub>:  $\beta_3 > 0$  tức vận tải đường sắt tỷ lệ thuận tới GDP của Việt Nam

Ta có: p\_value = 0.0000 < 0.05

Bác bỏ giả thuyết H<sub>0</sub>

Như vậy có thể kết luận được rằng, với độ tin cậy 95%, hệ số hồi quy  $\beta_3 > 0$ .

#### **4.5.3. Kết luận**

Tổng đầu tư và xuất khẩu ròng là biến điều khiển và có ảnh hưởng tích cực đến GDP. Tổng vận tải đường hàng không có ảnh hưởng tích cực đến tổng sản phẩm quốc nội GDP theo như nhóm tác giả kỳ vọng ở Chương 3. Và tác động tích cực này tuy không lớn như vận tải đường bộ, tổng khối lượng hàng hóa vận chuyển đường sông tăng lên 1 nghìn tấn thì GDP 0.001202%.

Từ kết quả trên chúng ta có thể thấy rằng, trong giai đoạn 1996 – 2010 tuy vận tải hàng không chưa phải là thế mạnh của Việt Nam, nhưng chúng đã góp phần trong việc phát triển kinh tế ở nước ta.

### **5. Kết luận và kiến nghị**

Có thể thấy rằng, mô hình được xây dựng bởi nhóm nghiên cứu đã đưa ra phù hợp và tuân theo các cơ sở lý thuyết đã được xây dựng trong chương 3, đồng thời nhóm tác giả cũng đã có những cố gắng để khắc phục các tồn đọng và điểm yếu mang tính kỹ thuật trong mô hình. Theo kết quả nghiên cứu định lượng, tổng đầu tư và xuất khẩu ròng là biến điều khiển và có ảnh hưởng tích cực đến GDP. Tổng vận tải đường hàng không có ảnh hưởng tích cực đến tổng sản phẩm quốc nội GDP theo như nhóm tác giả kỳ vọng ở Chương 3. Và tác động tích cực này tuy không lớn như vận tải đường bộ, tổng khối lượng hàng hóa vận chuyển đường sông tăng lên 1 nghìn tấn thì GDP 0.001202 nghìn tỷ VNĐ. Từ kết quả trên chúng ta có thể thấy rằng, trong giai đoạn 1996 – 2010 tuy vận tải hàng không chưa phải là thế mạnh của Việt Nam, nhưng chúng đã góp phần trong việc phát triển kinh tế ở nước ta.

Thông qua nghiên cứu, có thể thấy được tiềm năng vô cùng to lớn của ngành vận tải và logistics đối với sự phát triển kinh tế tại Việt Nam. Kết quả được đưa ra bởi mô hình đã chứng minh được những thành tựu tích cực của ngành logistics Việt Nam trong thời kỳ bước đầu trong công cuộc công nghiệp hóa, hiện đại hóa của đất nước. Chính vì vậy, công tác xây dựng và phát triển ngành logistics tại nước ta là vô cùng thiết yếu. Không chỉ dừng lại ở vận tải và giao thông, phát triển ngành logistics còn liên quan tới việc cải thiện tính hiệu quả của các quy trình chăm sóc khách hàng, thực hiện thủ tục, kiểm tra hàng hóa... mà trong đó, các doanh nghiệp logistics hiện nay mới chỉ đủ tiềm lực để tập trung vào một trong các mảng nhất định thay vì thực hiện liên doanh, hợp tác để tạo ra một quy trình khép kín, tinh gọn; đáp ứng được nhu cầu ngày một gia tăng của khách hàng và tăng lợi thế cạnh tranh đối với doanh nghiệp nước ngoài. Để phát triển ngành một cách toàn diện, chính phủ cần phải có những cơ chế chính sách khuyến khích,

ủng hộ phù hợp; cũng như ban hành các luật định, quy chuẩn... rõ ràng, chi tiết để các doanh nghiệp có thể dễ dàng theo dõi và nhận được sự hỗ trợ phù hợp khi cần thiết.

Việc phát triển các cơ sở vật chất phục vụ giao thông vận tải cũng là một trong những giải pháp hữu hiệu để cải thiện năng lực logistics của các doanh nghiệp nói riêng và toàn ngành nói chung. Chính phủ cần tập trung xây dựng và hoàn thiện các dự án đầu tư công liên quan tới các ngành vận tải khác nhau một cách toàn diện như đường bộ, đường thủy, đường biển và đường hàng không. Trong đó, với lợi thế về đường biển dài, và các cảng biển có vị trí kinh tế - chính trị chiến lược trong khu vực và trên thế giới, nhà nước cần tập trung tăng cường hiệu quả hoạt động của các cảng, đồng thời xây dựng cơ chế mới phù hợp và thân thiện hơn với doanh nghiệp trong nước cũng như các nhà đầu tư nước ngoài.

Việc cắt giảm chi phí logistics, cũng có ý kiến cho rằng nhà nước cần cắt giảm chi phí chính thức và minh bạch hóa phí BOT, xóa bỏ các chi phí ngầm trong vận tải đường bộ. Đồng thời tiến hành cơ cấu lại vận tải, nâng cao khả năng vận chuyển hàng hóa của các phương thức giá rẻ như đường thủy, đường sắt... Song song đó, các hiệp hội chủ hàng cần đấu tranh với các hãng tàu nước ngoài để loại bỏ hiện tượng áp đặt các loại phụ phí

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Banister D, Berechman Y (2001) Transport investment and the promotion of economic growth. *J Transp Geogr* 9(3): 209–218.
- [2] Boopen, S. (2006), Transport infrastructure and economic growth: evidence from Africa using dynamic panel estimates. *The Empirical Economics Letters*, 5(1), 37-52.
- [3] Bottasso A, Conti M, Ferrari C, Merk O, Tei A (2013) The impact of port throughput on local employment: evidence from a panel of European regions. *Transp Policy* 27:32–38
- [4] Bottasso A, Conti M, Ferrari C, Tei A (2014) Ports and regional development: a spatial analysis on a panel of European regions. *Transp Res A Policy Pract* 65:44–55
- [5] Egert, B., Kozluk, T., Sutherland, D. (2009), Infrastructure and Growth: empirical Evidence. William Davidson Institute Working Paper Number, 957.
- [6] Gopal, R., Overview of Port Logistics Infrastructure Development in ASEAN, in 10th ASEAN Shipping and Ports, Jakarta, Indonesia, 30 May 2012.
- [7] Hu, K., Gan, X.Q., Gao, K. (2012), Co-integration Model of Logistics Infrastructure Investment and Regional Economic Growth in Central China. *Physics Procedia* 33, 1036-1041
- [8] Mentzer, J. T., & Konrad, B. P. (1991). An efficiency/effectiveness approach to logistics performance analysis. *Journal of Business Logistics*, 12(1), 33–62.
- [9] A., Gregory, M., & Platts, K. (2005). Performance measurement system design: A literature review and research agenda. *International Journal of Operations & Production Management*, 25(12), 1228–1263. doi:10.1108/Neely 01443570510633639.

# ỨNG DỤNG MÔ HÌNH CHUỖI THỜI GIAN SARIMA VÀ MẠNG THẦN KINH NHÂN TẠO ANN DỰ BÁO LƯỢNG KHÁCH QUỐC TẾ ĐẾN VIỆT NAM

SV: Lê Huy Hiệp Lóp, Lâm Văn Hạnh  
Trường Đại học Bà Rịa – Vũng Tàu  
GVHD: ThS. Nghiêm Phúc Hiếu

## TÓM TẮT

*Du lịch Việt Nam đã và đang trở thành ngành kinh tế mũi nhọn của đất nước, được xem là “Ngành công nghiệp không khói” và đóng góp khoản thu lớn vào ngân sách nhà nước. Tuy nhiên, tiềm năng phát triển du lịch còn rất to lớn trong khi chúng ta chưa thể khai thác và tận dụng hết. Khi cách mạng công nghiệp 4.0 sắp tới, việc dự báo lượng khách quốc tế đến nước ta thực sự có ý nghĩa đối với các nhà quản lý, các nhà đầu tư để có kế hoạch phát triển bền vững. Nghiên cứu sử dụng phương pháp luận Box-Jenkins để xây dựng mô hình ARIMA theo mùa (hay còn gọi là SARIMA) và mô hình mạng thần kinh nhân tạo cho dự báo lượng khách quốc tế đến Việt Nam dựa trên số liệu công bố hàng tháng của Tổng cục Du lịch Việt Nam với 101 quan sát. Kết quả cho thấy mô hình SARIMA (12,1,1) (1,1,3)<sub>12</sub> và ANN-12-29-1 là phù hợp nhất cho dự báo. Khi so sánh dự báo trong mẫu hai mô hình này với nhau thì mô hình ANN có kết quả tốt hơn.*

**Từ khóa:** dự báo, khách quốc tế, SARIMA, ANN, công nghiệp 4.0.

## 1. Giới thiệu

Việt Nam với những lợi thế đặc biệt về vị trí địa lý kinh tế và chính trị, Việt Nam có rất nhiều thuận lợi để phát triển du lịch. Nằm ở trung tâm Đông Nam Á, lãnh thổ Việt Nam vừa gắn liền với lục địa vừa thông ra đại dương nên vì thế Việt Nam hiển nhiên có rất nhiều cảnh đẹp và hùng vĩ, có vị trí giao lưu quốc tế thuận lợi cả về đường biển, đường sông, đường sắt, đường bộ và hàng không. Đây là tiền đề rất quan trọng trong việc mở rộng và phát triển du lịch quốc tế

Đặc biệt hơn, hiện nay Việt Nam có hệ thống di sản thế giới rất phong phú, đa dạng. Theo thống kê năm 2016, cả nước có 26 di sản thế giới được UNESCO công nhận thuộc các lĩnh vực như Di sản thiên nhiên, di sản văn hóa vật thể, di sản văn hóa phi vật thể, di sản địa chất toàn cầu, di sản tư liệu, di sản hỗn hợp. Trong đó có 3 di sản thiên nhiên thế giới; 12 di sản văn hóa thế giới; 11 di sản văn hóa phi vật thể thế giới.

Nhận thức về tầm quan trọng của Du lịch, và để phát triển Du lịch phù hợp với yêu cầu và xu thế của thời đại nên Công tác quảng bá được đẩy mạnh. Thời gian gần đây công tác quảng bá du lịch được chú trọng. Hình ảnh du lịch ngày càng được nâng cao trên thị trường thế giới. Bàn bè thế giới dần hiểu rõ hơn về Việt Nam thông qua các hoạt động giao lưu, hợp tác quốc tế. Các website, tổ chức bầu chọn Việt Nam là một trong những điểm đến hấp dẫn du khách. Với định hướng du lịch trở thành ngành kinh tế mũi nhọn. Nhận thức được tầm quan trọng nên công tác xúc tiến cũng được chú trọng làm chất lượng của việc xúc tiến cũng được nâng cao đáng kể. Gần đây nhất là Việt Nam được Hollywood chọn làm phim trường cho bộ phim Kong - Đảo đầu lâu - đây cũng là cơ hội để hình ảnh Việt Nam được quảng bá rộng rãi trên thị trường thế giới.

Thêm vào đó, cuộc cách mạng công nghiệp 4.0 có tác động tích cực tới sự phát triển du lịch của quốc gia. Các hình thức thanh toán tuyến nhanh chóng, hiệu quả giúp cho việc đáp ứng nhu cầu của mọi đối tượng ở bất kỳ mọi nơi trên thế giới, không bị ảnh hưởng bởi rào cản địa lý tạo thuận lợi tối đa cho du khách. Quá trình ứng dụng công nghệ giúp giảm chi phí nhân lực, giảm chi phí bán hàng từ đó giá thành dịch vụ giảm đồng thời nâng cao chất lượng sản phẩm du lịch. Công nghệ 4.0 giúp đưa thông tin, hình ảnh nhanh chóng đến du khách trên mọi vùng thế giới. Các địa điểm tham quan đẹp hấp dẫn sẽ dễ dàng lan tỏa nhanh chóng trên công đồng thế giới thông qua các công nghệ hiện đại. Với những điều kiện thuận lợi trên ngành du lịch Việt Nam sẽ bức phá dẫn đầu. Mục tiêu đến năm 2030, du lịch Việt Nam sẽ thực sự trở thành ngành kinh tế mũi nhọn và Việt Nam là nước có ngành du lịch phát triển hàng đầu khu vực Đông Nam Á.

Để đạt được mục tiêu đó, công tác dự báo về lượng khách quốc tế đến là điều hết sức cần thiết giúp quốc gia chủ động chuẩn bị các nguồn lực như cơ sở hạ tầng, công nghệ, nhân lực, tài chính... trong bối cảnh phải có tầm nhìn xa trông rộng, áp dụng công nghệ hiện đại vào công tác dự báo, quốc gia mới có khả năng tận dụng được các điều kiện thuận lợi của mình để giúp ngành du lịch cất cánh”. Trên phương diện nghiên cứu mô hình chuỗi thời gian SARIMA và mạng thần kinh nhân tạo ANN cùng những nguyên lý hoạt động của chúng để từ đó ứng dụng vào lĩnh vực dự báo vẫn còn là một nội dung chưa được quan tâm nhiều, tác giả sẽ tiến hành thực hiện nghiên cứu của mình dựa trên cơ sở khoa học này và kết quả mang lại góp phần nào đó giúp ngành du lịch nước nhà bền vững.

## **2. Tổng quan nghiên cứu**

Dự báo khách du lịch là một quá trình thách thức vì nó chịu ảnh hưởng đáng kể bởi tính xu hướng, các nhân tố mùa vụ, các sự kiện không lường trước như thảm họa thiên nhiên hoặc chiến tranh. Trong tổng quan nghiên cứu tác giả đưa ra hai hướng nghiên cứu của các tác giả trước đây bao gồm hướng tiếp cận chuỗi thời gian nhằm ứng dụng mô hình SARIMA và hướng tiếp cận mạng thần kinh nhân tạo ANN.

### **2.1. Hướng tiếp cận chuỗi thời gian**

Theo hướng chuỗi thời gian, mô hình ARIMA giản đơn hoặc SARIMA (ARIMA theo mùa) được sử dụng một cách khá thường xuyên. Tuy nhiên, hầu hết các nghiên cứu gần đây đều cho rằng mô hình SARIMA phổ biến hơn mô hình ARIMA giản đơn bởi vì yếu tố mùa vụ trong dữ liệu khách du lịch là một nhân tố chủ yếu luôn được xem xét bởi các nhà quản lý trong ngành du lịch. Lý do khác liên quan tới sự quan tâm dành cho hướng nghiên cứu này đó là chi phí thu thập dữ liệu mà ước lượng mô hình khá thấp, bởi vì chỉ cần dữ liệu quá khứ của các biến số (Kodituwakku, Wijesundara, & Hettiarachchi, 2015).

Trong những năm qua, có nhiều nghiên cứu được tiến hành để dự báo lượng khách quốc tế sử dụng mô hình SARIMA dựa theo phương pháp chuẩn Box-Jenkins. Kim và Moosa (2005) sử dụng mô hình dự báo hồi quy tuyến tính, mô hình Structural Harvey và mô hình SARIMA để dự báo lượng khách du lịch và nhận thấy rằng phương pháp tốt nhất đó là phương pháp gián tiếp so với phương pháp trực tiếp khi dự báo lượng khách quốc tế tới Úc hàng tháng. Phương pháp trực tiếp không kiểm định được các yếu tố chuỗi thời gian trong khi phương pháp gián tiếp có thể kiểm định được. Cho (2003) sử dụng mô hình SARIMA và ANN để dự báo lượng khách từ 6 khu vực tới Hồng Kông khi sử dụng dữ liệu trong thời gian từ tháng 01/1999 tới tháng 12/2000.

Chaitip và cộng sự (2008) áp dụng SARIMA, ARIMA, các mô hình Holt-Winters, mạng thần kinh, VAR, GMM, ARCH-GARCH-M, ARCH-GARCH, TAR, PAR, EGARCH nhằm dự báo lượng khách du lịch tới Thái Lan. Mô hình SARIMA đưa ra kết quả tốt nhất. Tương tự như vậy, Suhartono (2011) cũng thực hiện những phương pháp mới với dữ liệu khách theo đường hàng không tới Bali. Một lần nữa mô hình SARIMA là mô hình tốt nhất dùng để dự báo.

Kodituwakku và cộng sự (2015) sử dụng 3 mô hình để dự báo lượng khách du lịch quốc tế tới Sri Lanka trong giai đoạn từ tháng 1/2010 tới tháng 8/2014. Mô hình mùa Holt - Winters được xem là mô hình tốt nhất dùng dự báo so với SARIMA, và mạng thần kinh. Nghiên cứu này không kiểm định yếu tố mùa vụ trong mô hình SARIMA.

Không chỉ dự báo lượng khách du lịch mà SARIMA còn là kỹ thuật dự báo phù hợp được vận dụng trong những lĩnh vực khác sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian. Savas (2013) sử dụng mô hình SARIMA và Kalman để dự báo lạm phát hàng tháng ở Luxembourg, Mexico, Bồ Đào Nha và Thụy Sĩ. Reininger và Fingerlos (2007) sử dụng dữ liệu chuỗi GDP thực trong thời gian từ quý 1/1980 tới quý 4/2006 và tìm ra được mô hình phù hợp với mục đích giai thích được các đặc điểm mùa vụ của chuỗi thời gian. Kết quả cho thấy mô hình SARIMA được xem là tốt nhất trong nghiên cứu này.

### **2.2. Hướng tiếp cận ANN**

Trong những năm gần đây, nghiên cứu về mạng thần kinh nhân tạo ANN đã mang lại nhiều quan tâm trong các lĩnh vực như sinh học, tâm lý học, y học, kinh tế, toán học và máy tính. Lý do cho sự quan tâm này là do ANN là kỹ thuật ước lượng toàn diện có thể sử dụng cho bất kỳ mô



hình tuyến tính hoặc phi tuyến (Cybenko, 1989; Funahashi, 1989; Hornik, Stinchcombe & White, 1989; Wasserman, 1989). Vì tính linh động trong quá trình ước lượng, ANN là phương pháp mạnh mẽ thực hiện các nhiệm vụ liên quan đến phân loại mẫu, hồi quy và dự báo biến liên tục (Kaastra & Boyd, 1996). Trong thập kỷ trước, mạng thần kinh chiếm ưu thế so với các phương pháp khác – trong đó có mô hình chuỗi thời gian ARIMA khi giải quyết được vấn đề về dữ liệu phi tuyến và bất thường (Hansen và cộng sự, 1999).

Phương pháp ANN được giới thiệu lần đầu về dự báo lượng cầu khách du lịch trong cuối những năm 1990. Bằng chứng thực nghiệm cho rằng ANN thực sự có kết quả dự báo lượng khách tốt hơn so với các mô hình chuỗi thời gian và đa biến. Ví dụ như, Pattie và Snyder (1996) ứng dụng mô hình mạng thần kinh lan truyền ngược (BNP) với 2 lớp ẩn để dự báo theo tháng lượng khách nghỉ qua đêm tại công viên quốc gia Mỹ. Dự báo của họ chính xác hơn so với các mô hình chuỗi thời gian truyền thống với mẫu nghiên cứu lớn.

Law và Au (1999) giới thiệu mạng thần kinh truyền thẳng với 6 nơ-ron đầu vào và một nơ-ron đầu ra để dự báo lượng khách tới Hồng Kông. Tác giả cho rằng có 6 yếu tố tác động tới lượng khách du lịch. Kết quả cho thấy, mô hình mạng thần kinh có kết quả tốt hơn so với các mô hình đa biến khác.

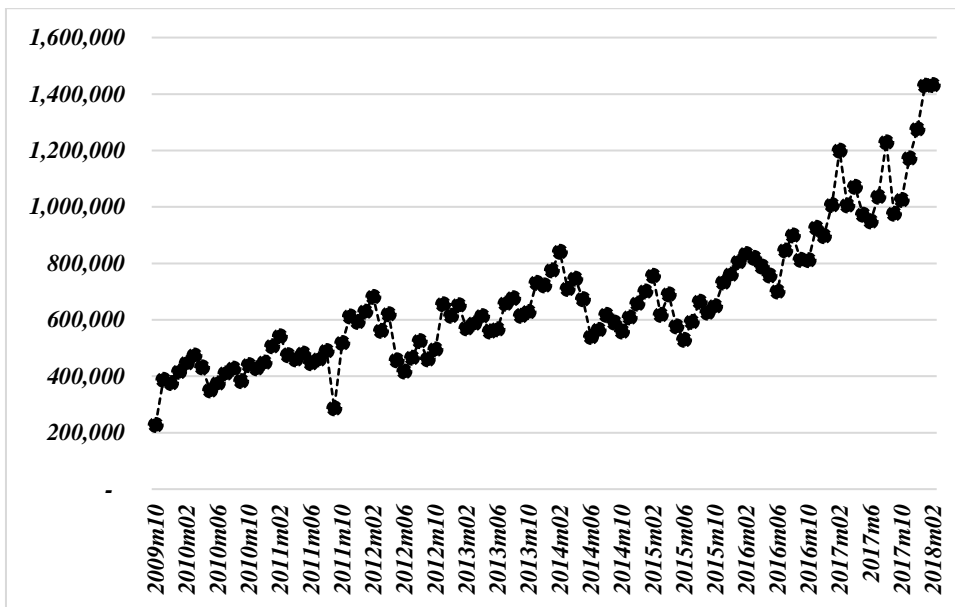
Law (2000) thử nghiệm mô hình mô hình BNP để dự báo lượng khách quốc tế Đài Loan tới Hồng Kông. Mô hình mạng thần kinh được đề nghị có 6 biến độc lập tương ứng với số nơ-ron đầu vào và có một nơ-ron đầu ra. Law sử dụng một hàm phi tuyến để tách dữ liệu ngẫu nhiên thành tập các dữ liệu để huấn luyện và kiểm tra. Khả năng dự báo của mô hình chính xác và bền vững.

Burger và cộng sự (2001) phát triển 8 cách tiếp cận để dự báo lượng khách du lịch từ Mỹ tới Durban ở Nam Phi trong giai đoạn 1992-1998. Tác giả cho rằng phương pháp ANN là mô hình giải thích tốt nhất so với 7 mô hình còn lại. Cũng tương tự như vậy, Cho (2003) kết luận rằng mô hình ANN thể hiện tốt nhất so với mô hình san bằng số mũ và ARIMA trong việc mô hình hóa và dự báo lượng cầu khách du lịch Hồng Kông. Kon và Turner (2005) cũng kết luận mô hình ANN thể hiện tốt hơn mô hình chuỗi thời gian cấu trúc, naïve 1 và Holt-Winterstrong quá trình dự khách lượng khách du lịch nước ngoài tới Singapore.

### **3. Cơ sở lý luận và phương pháp nghiên cứu**

#### **3.1. Mẫu nghiên cứu**

Nhằm xây dựng mô hình dự báo lượng khách quốc tế đến Việt Nam hàng tháng cho mục tiêu dự báo mang tính ngắn hạn, tác giả sử dụng dữ liệu lượng khách quốc tế hàng tháng tới Việt Nam được đăng tải công khai trên website <http://vietnamtourism.gov.vn> của Tổng cục Du lịch Việt Nam từ tháng 10/2009 tới tháng 2/2018 gồm 101 quan sát. Trước thời gian đó lượng khách quốc tế có biến động mạnh liên quan tới bất ổn tình hình tài chính thế giới (khủng hoảng kinh tế) nên tác giả không sử dụng giai đoạn này. Ngoài ra, để tập trung cho mục đích du lịch, đáng lẽ tác giả sử dụng số liệu lượng khách quốc tế đến Việt Nam theo mục đích du lịch nhưng do đã bỏ tờ khai khi nhập cảnh vào Việt Nam nên từ tháng 01/2015 báo cáo khách quốc tế đến Việt Nam hàng tháng sẽ không có số liệu về lượng khách phân theo các mục đích. Trong nghiên cứu này, tác giả chỉ sử dụng dữ liệu lượng khách quốc tế đến Việt Nam trong suốt giai đoạn nghiên cứu. Trong đó, 92 quan sát đầu tiên (hay còn được gọi là dữ liệu trong mẫu) từ tháng 10/2009 tới tháng 5/2017 được dùng để xây dựng hàm dự báo và 9 quan sát còn lại - từ tháng 6/2017 tới tháng 2/2018 được dùng để kiểm tra tính chính xác dự báo. Đặc biệt đối với mô hình ANN, 92 quan sát đầu tiên tiếp tục chia thành 64 quan sát để huấn luyện và 28 quan sát để kiểm tra (tỷ lệ 70%:30%). Dữ liệu được thu thập từ một nguồn công bố thông tin duy nhất nên sẽ đảm bảo nguyên tắc nhất quán trong suốt quá trình phân tích.



Nguồn: Tổng cục Du lịch Việt Nam

Hình 1. Lượng khách quốc tế đến Việt Nam từ tháng 10/2009 đến tháng 02/2018

### 3.2. Mô hình SARIMA

Hai tác giả George Box và Gwilym Jenkins (1976) đã nghiên cứu mô hình tự hồi qui tích hợp trung bình trượt (Autoregressive Integrated Moving Average), viết tắt là ARIMA. Tên của họ (Box-Jenkins) được dùng để gọi cho các quá trình ARIMA tổng quát áp dụng vào phân tích và dự báo các chuỗi thời gian. Mô hình tích hợp trung bình trượt tự hồi quy (mô hình ARIMA) được tích hợp từ 3 quá trình: Tự hồi quy (AR) đối với các số liệu kinh tế - xã hội, trung bình trượt (MA) đối với phần sai số của số liệu (hay phân nhiễu ngẫu nhiên) và quá trình tích hợp hay Sai phân (I) nhằm biến đổi chuỗi không dừng thành chuỗi dừng trước khi thực hiện các thao tác phân tích và dự báo khác. Bản chất của mô hình ARIMA là dự báo giá trị tương lai của một biến số (biểu thị theo chuỗi thời gian) dựa trên giá trị quá khứ và các sai số ngẫu nhiên. Tuy nhiên, mô hình ARIMA chỉ thích hợp cho việc phân tích, dự báo dữ liệu chuỗi thời gian không có yếu tố mùa vụ.

Để có những dự báo chính xác các chỉ tiêu kinh tế - xã hội, người ta đã đi sâu tìm hiểu, nghiên cứu và đề xuất một số phương pháp dự báo dữ liệu chuỗi thời gian có yếu tố mùa vụ. Trong đó, những mô hình được phát triển tiếp từ mô hình ARIMA được xem là thích hợp hơn cả, đó là những mô hình như X11ARIMA, X12ARIMA hoặc SARIMA. Mô hình SARIMA ra đời muộn hơn, vào nửa cuối thập niên 1990. Nó được phát triển từ mô hình ARIMA và giải quyết yếu tố mùa vụ đồng thời cho cả 3 quá trình: tự hồi quy, tích hợp và trung bình trượt. Vì thế, SARIMA phức tạp hơn X11ARIMA và X12ARIMA - những mô hình được phát triển từ ARIMA chỉ ở quá trình trung bình trượt. Mô hình SARIMA được phát triển tiếp từ mô hình ARIMA phù hợp với bất kỳ dữ liệu chuỗi thời gian mùa vụ nào có thể là 4 quý trong năm; 7 ngày trong tuần; 11, 12 tháng trong một năm... Nếu chuỗi dữ liệu quan sát có tính mùa vụ, thì mô hình ARIMA tổng quát lúc này là SARIMA(p,d,q)(P,D,Q)L (với P và Q lần lượt là bậc của thành phần mùa AR và MA, D là bậc sai phân có tính mùa, L là số thời đoạn trong một vòng chu kỳ).

Bài viết ứng dụng mô hình SARIMA trong phân tích và dự báo lượng khách quốc tế đến Việt Nam, được thực hiện theo 4 bước sau đây:

*Bước 1 - Nhận dạng mô hình:* Xác định các giá trị (D, d, p, P, q, Q). Trong đó, trước hết cần xác định bậc sai phân theo mùa vụ D, sai phân thường d và thực hiện biến đổi chuỗi thành chuỗi dừng. Thành phần d của mô hình được nhận dạng thông qua kiểm định tính dừng của chuỗi thời gian. Nếu chuỗi thời gian dừng ở bậc không ta có  $I(d=0)$ , nếu sai phân bậc 1 của chuỗi dừng ta có  $I(d=1)$ , nếu sai phân bậc 2 của chuỗi dừng ta có  $I(d=2)$ . Phương pháp kiểm định tính dừng thường được áp dụng là kiểm định Augmented Dickey-Fuller (ADF) và Perron-Phillips (PP). Sau đó, kiểm tra biểu đồ của hàm tự tương quan (Autocorrelation Function - ACF), và hàm tự

tương quan riêng phần (Partial Autocorrelation Function - PACF) tại các trễ mùa vụ và trễ thường để xác định bậc tự hồi quy  $p$  và tự hồi quy mùa vụ  $P$ , bậc trung bình trượt  $q$  và trung bình trượt mùa vụ  $Q$ .

Nếu biểu đồ của hàm tự tương quan chỉ có  $q$  giá trị đầu tiên là khác và các giá trị của biểu đồ tương quan riêng phần giảm từ từ ta có thể tiên đoán có một MA( $q$ ).

Nếu biểu đồ của hàm tự tương quan riêng phần chỉ có  $p$  giá trị đầu tiên là khác 0 và các giá trị của biểu đồ tương quan đơn giản từ từ ta có thể tiên đoán có một AR( $p$ ).

Nếu biểu đồ của hàm tự tương quan và biểu đồ của hàm tự tương quan riêng phần không có sự cắt ngắn như hai trường hợp trên, ta sẽ có một quá trình ARMA và các thông số của nó tùy thuộc vào dạng cụ thể của các biểu đồ tương quan.

*Bước 2 – Ước lượng mô hình:* Ước lượng các tham số, sử dụng phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất (OLS-Ordinary Least Square) để ước lượng giá trị các tham số này. Người ta thường sử dụng phần mềm như SPSS, Minitab, Eviews để ước tính tham số mô hình.

*Bước 3 – Kiểm định:* Kiểm định tính hợp lý của mô hình SARIMA được lựa chọn, bao gồm kiểm định các tham số và kiểm định phần dư. Nếu kiểm định mô hình được lựa chọn không thỏa mãn thì quay lại từ giai đoạn nhận dạng để lựa chọn mô hình khác hợp lý hơn. Chuỗi giá trị thặng dư là một nhiễu trắng. Nếu nó không phải là một nhiễu trắng ta kết luận mô hình là không hoàn chỉnh và ta phải thêm vào mô hình các bậc bổ sung cần thiết.

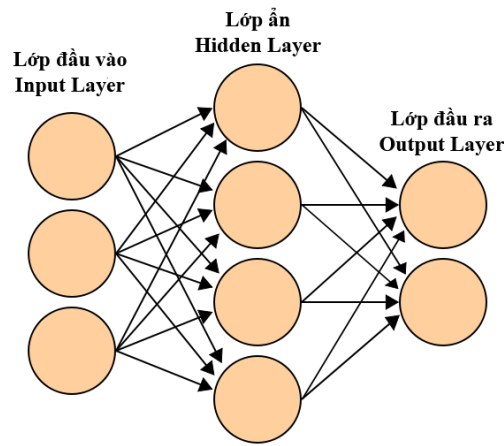
*Bước 4 - Dự báo:* Dựa trên mô hình được lựa chọn thực hiện dự báo giá trị tương lai của dữ liệu chuỗi mùa vụ, cũng như đưa ra khoảng tin cậy của dự báo. Giá trị tương lai có thể được dự báo cho thời điểm kế tiếp hoặc mùa vụ kế tiếp. Khi có dữ liệu quan sát mới, nên đưa điểm quan sát này vào mô hình để làm ngắn thời đoạn dự báo. Nếu đặc điểm, hành vi của chuỗi có thể bị thay đổi bởi dữ liệu mới, có thể phải ước lượng lại các tham số mô hình, hoặc xây dựng mô hình mới.

### **3.3. Mô hình ANN**

#### **3.3.1. Giới thiệu**

Mạng thần kinh nhân tạo ANN là một mô phỏng xử lý thông tin, được nghiên cứu ra từ hệ thống thần kinh của sinh vật, giống như bộ não để xử lý thông tin. Nó bao gồm số lượng lớn các mối gắn kết cấp cao để xử lý các yếu tố làm việc trong mỗi liên hệ giải quyết vấn đề rõ ràng. ANN được giới thiệu đầu tiên vào năm 1943 bởi nhà thần kinh học Warren McCulloch và nhà logic học Walter Pitts. Những năm gần đây, mô phỏng ANN xuất hiện và phát triển nhiều, các nghiên cứu ứng dụng đã được thực hiện trong các ngành điện, điện tử, kỹ thuật chế tạo, y học, quân sự, kinh tế... và mới nhất là các nghiên cứu ứng dụng trong lĩnh vực quản lý dự án xây dựng. Tại Việt Nam, việc nghiên cứu ứng dụng ANN vào quản lý chỉ mới bắt đầu trong vài năm gần đây nhưng nhanh chóng thu hút được sự quan tâm và cần được phát triển. Trong lĩnh vực kinh tế, mặc dù đã được thừa nhận và ứng dụng từ nhiều năm trước nhưng nó vẫn còn khá mới do sự phức tạp của nó. Nhiều nhà kinh tế đã tiến hành hàng loạt các nghiên cứu tập trung vào việc ứng dụng mạng thần kinh nhân tạo trong việc xác định mối quan hệ và dự báo các nhân tố, biến số kinh tế, chẳng hạn như tốc độ tăng trưởng Tổng sản phẩm quốc nội, lạm phát, tỷ giá hối đoái, giá chứng khoán, ... ở nhiều nước và đã đạt được nhiều kết quả khả quan.

Mạng thần kinh nhân tạo là một hệ thống xử lý thông tin được phỏng theo cách thức xử lý thông tin của nơ-ron sinh học, bao gồm rất nhiều các nơ-ron nhân tạo hoạt động song song. Một nhóm các nơ-ron được sắp xếp sao cho tất cả chúng đều nhận được các tín hiệu đầu vào tại cùng một thời điểm, sau đó xử lý và cho ra các tín hiệu đầu ra cùng một lúc, được gọi là một lớp mạng (Layer). Mạng thần kinh nhân tạo đơn giản nhất có hai lớp: một lớp đầu vào (Input layer) nhận các tín hiệu đầu vào và một lớp đầu ra (Output layer) cho các tín hiệu đầu ra của mạng. Lớp đầu vào thực chất không phải là các nơ-ron thực, các nơ-ron hoạt động đơn giản chỉ nhằm giới thiệu các tín hiệu, thông tin vào (giá trị của biến đầu vào). Chúng ta cũng có thể kết hợp nhiều lớp mạng tạo thành mạng đa lớp, các lớp nằm giữa lớp đầu vào và lớp đầu ra gọi là các lớp ẩn (Hidden layers).



Nguồn: Xử lý của tác giả

**Hình 2. Cấu trúc mạng thần kinh nhân tạo**

### 3.3.2. Quá trình huấn luyện mạng

#### Quá trình học của Mạng thần kinh

Mạng thần kinh được huấn luyện bằng cách đưa các cặp tín hiệu đầu vào và tín hiệu đầu ra vào mạng. Các cặp số liệu này liên tục được đưa vào mạng và mạng nhanh chóng học mối quan hệ giữa đầu vào và đầu ra, quá trình này được gọi là quá trình mạng được huấn luyện. Sau đó, khi ta đưa tín hiệu vào mạng, mạng sẽ xử lý dựa trên mối quan hệ giữa biến vào và biến ra đã học để cho ra tín hiệu ra tương ứng. Quá trình huấn luyện thực chất là việc điều chỉnh các trọng số kết nối của mạng. Trong quá trình huấn luyện, các trọng số được điều chỉnh đến khi đạt được các giá trị sao cho với mỗi tín hiệu đầu vào thì mạng sẽ cho ra tín hiệu đầu ra gần với giá trị đầu ra mục tiêu nhất; nói cách khác, sai số giữa giá trị đầu ra của mạng và giá trị đầu ra mục tiêu là nhỏ nhất.

#### Hàm truyền

Hàm truyền hay còn gọi là hàm kích hoạt là một thành phần không thể thiếu trong mô hình mạng thần kinh. Hàm truyền giúp cho thông tin được truyền từ nơ-ron này đến các nơ-ron khác, và kết quả của hàm truyền là thông tin đầu ra của mỗi lớp ẩn và lớp đầu ra.

Phần mềm cho mô hình ANN đều có sẵn các loại hàm truyền, hoặc là dạng hàm truyền tuyến tính, hoặc là dạng hàm phi tuyến để xây dựng mô hình nhưng được phân hóa thành các dạng cụ thể như hàm HyperTanh, Tanh, TanhAxon, LinearTanh, LinearSigmoid, Arctan, Arcotan, sin, cos...

#### Thuật toán lan truyền ngược

Thuật toán lan truyền ngược (BackPropagation) là một thuật toán điều chỉnh trọng số được sử dụng rất phổ biến. Thuật ngữ truyền ngược đề cập đến chiều truyền của sai số. Phương pháp lan truyền ngược sử dụng một tập hợp các giá trị đầu vào và đầu ra để tìm ra mạng nơ-ron thần kinh mong muốn. Một tập hợp đầu vào được đưa vào một hệ thống giả định trước nào đó để tính ra giá trị đầu ra, sau đó giá trị đầu ra này được so sánh với giá trị giá trị thực. Nếu không có sự khác biệt nào, thì không cần thực hiện một quá trình kiểm tra nào, ngược lại các trọng số sẽ được thay đổi trong quá trình lan truyền ngược trong mạng thần kinh để giảm sự khác biệt đó.

### 3.4. Phần mềm sử dụng

#### 3.4.1 Eviews

EViews (Econometric Views) phiên bản 6.0 là phần mềm chuyên về kinh tế lượng, nghiên cứu với dữ liệu chuỗi thời gian, dữ liệu chéo, dữ liệu mảng... Với khả năng linh hoạt trong thao tác, quản lý dữ liệu dễ dàng, kết quả hiển thị nhanh và dễ dàng hiểu được đã giúp Eviews đang trở thành một trong những phần mềm thống kê và phân tích dữ liệu được các nhà nghiên cứu sử dụng phổ biến nhất. Phần mềm này sẽ được sử dụng dùng để phân tích và hồi quy mô hình SARIMA trong nghiên cứu

#### 3.4.2. SPICE-MLP



Spice-MLP phiên bản 2.2 là phần mềm mạng nơ ron 3 lớp, với nhiều đầu vào và nhiều đầu ra. Spice-MLP được viết với mục đích hướng dẫn sinh viên và nghiên cứu sinh học tập và sử dụng mạng nơ ron để mô hình hóa nhiều loại dữ liệu khác nhau. Hiện tại Spice-MLP đang được nhiều bạn trên thế giới sử dụng. Spice-MLP có giao diện với tiếng Việt, tiếng Anh và tiếng Nhật. Spice-MLP được viết bởi khi tác giả làm việc tại Soft Intelligence Laboratory, Ritsumeikan University, Japan, 2003-2007 và thường xuyên được cập nhật theo yêu cầu của người sử dụng.

#### 4. Kết quả nghiên cứu

##### 4.1. Phương pháp chuỗi thời gian SARIMA

###### 4.1.1. Nhận dạng mô hình

Chuỗi số liệu lượng khách quốc tế đến Việt Nam sử dụng trong mô hình SARIMA theo phương pháp Box-Jenkins được giả định là chuỗi dừng, vì vậy để dự báo lượng khách quốc tế bằng mô hình này cần phải xem xét chuỗi dữ liệu nghiên cứu có dừng hay chưa. Trước tiên, dựa vào việc quan sát đồ thị của chuỗi số liệu, sau đó tiến hành kiểm tra tính dừng này thông qua hai kiểm định phổ biến: Augmented Dickey-Fuller (ADF) và Perron-Phillips (PP) được gọi là kiểm định nghiệm đơn vị (unit root test).

Hình 1 trong cho thấy, chuỗi dữ liệu nghiên cứu chưa dừng, ta cần lấy sai phân bậc 1 chuỗi dữ liệu và tiến hành hai kiểm định ADF và PP theo kết quả Bảng 1.

**Bảng 1: Kết quả kiểm định ADF và PP**

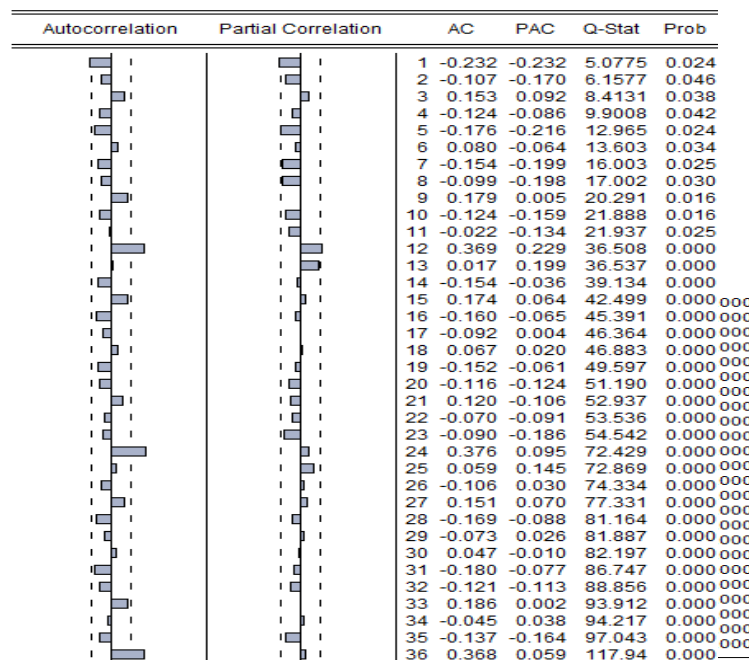
Kiểm định	Giá trị t	Xác suất
ADF	- 12.0821	0.0001
PP	- 12.1572	0.0001

Các giá trị tới hạn ở mức ý nghĩa thống kê 1%, 5%, 10% tương ứng là: -3.505, -2.894, -2.584

Nguồn: Xử lý số liệu của tác giả

Kết quả của cả hai kiểm định ADF và PP đều cho phép ta bác bỏ giả thuyết  $H_0$  về tính dừng của dữ liệu ở mức ý nghĩa 1% tức là dữ liệu sau khi lấy sai phân bậc 1 đã dừng. Tại đây ta xác định được  $d=1$

Tiếp đó, để xác định giá trị p, q của mô hình SARIMA, ta cần dựa vào biểu đồ hàm tự tương quan ACF và tự tương quan từng phần PACF. Trong biểu đồ PACF ở Hình 3, các hệ số tương quan riêng phần khác không có ý nghĩa ở các độ trễ 1, 5 và 12 sau đó tắt dần về 0.



Nguồn: Xử lý số liệu của tác giả

**Hình 3. Biểu đồ ACF VÀ PACF**

Còn đối với biểu đồ ACF, ta có các hệ số tương quan khác không có ý nghĩa ở các độ trễ 1, sau đó tất dần về 0. Như vậy, biểu đồ chỉ ra rằng ta nên chọn p (1, 5, 12) và q (1) cho thành phần không có tính mùa.

Ngoài ra, Hình 3 cũng cho thấy có những đỉnh nhọn ở các độ trễ 12, 24 và 36 trên ACF sau đó tất hết về 0, gợi ý rằng thành phần MA có tính mùa cần được xem xét trong mô hình. Trên PACF tồn tại những đỉnh nhọn ở độ trễ 12 sau đó tất hết về 0, do đó thành phần AR có tính mùa cũng phải cần được bao gồm. Và điều này cũng có nghĩa nên chọn P = 1, Q = 3 và L = 12 cho thành phần có tính mùa. Sai phân theo mùa D = 1 giống với sai phân thường.

Tóm lại, các dạng mô hình SARIMA được nhận diện bao gồm SARIMA (1,1,1) (1,1,3)<sub>12</sub>, SARIMA (5,1,1) (1,1,3)<sub>12</sub>, SARIMA (12,1,1) (1,1,3)<sub>12</sub>.

#### 4.1.2. Ước lượng mô hình

Các mô hình đã nhận diện được so sánh tính phù hợp dựa trên các thông số kiểm định sau hồi quy bao gồm: R<sup>2</sup> điều chỉnh, công cụ thông tin Akaike (AIC), công cụ Schwarz (SC) để lựa chọn mô hình phù hợp nhất. Thông số R<sup>2</sup> điều chỉnh phải càng lớn, trong khi đó AIC và SC phải càng nhỏ thì càng tốt, mô hình sẽ càng phù hợp.

Từ Bảng 2 ta thấy, mô hình SARIMA (12,1,1) (1,1,3)<sub>12</sub> là mô hình thỏa mãn nhiều nhất các tiêu chuẩn sử dụng vì có thông số R<sup>2</sup> lớn nhất, thông số AIC và SC nhỏ nhất do đó đây là mô hình được vận dụng vào việc dự báo.

**Bảng 2: Các mô hình SARIMA (p,d,q) (P,D,Q)<sub>L</sub> thử nghiệm**

Mô hình	R <sup>2</sup> điều chỉnh	AIC	SC
SARIMA (1,1,1) (1,1,3) <sub>12</sub>	0.717	24.283	24.494
SARIMA (5,1,1) (1,1,3) <sub>12</sub>	0.718	24.319	24.537
SARIMA (12,1,1) (1,1,3) <sub>12</sub>	0.814	23.798	24.029

*Nguồn: Xử lý số liệu của tác giả*

Kết quả ước lượng Bảng 3 cho thấy, có 6 hệ số có ý nghĩa ở mức 1%. Cũng trong Bảng 3, SAR (thể hiện điều kiện chạy mô hình mang tính thời vụ) được thêm vào mô hình khi ACF ở khoảng thời gian mùa vụ (12 tháng) là dương và SMA (thể hiện điều kiện chạy mô hình mang tính thời vụ) cũng được thêm vào nếu như ACF ở khoảng thời gian mùa vụ (12 tháng) là âm.

Mô hình sau đó được kiểm tra mức độ phù hợp với chuỗi dữ liệu nghiên cứu bằng cách phân tích phần dư.

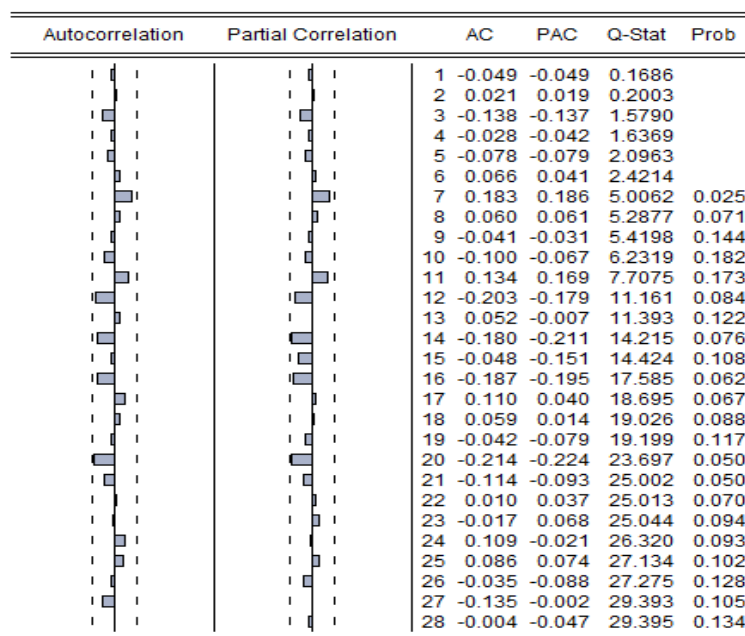
**Bảng 3: Kết quả ước lượng của mô hình SARIMA (12,1,1) (1,1,3)<sub>12</sub>**

Biến	Hệ số	Sai số chuẩn	Thống kê t	Xác suất
C	-81221.500	105270	-0.771	0.443
AR (12)	-0.372	0.124	-3.006	0.004
SAR (12)	1.052	0.059	17.762	0.000
MA (1)	-0.480	0.124	-3.878	0.000
SMA (12)	-0.336	0.055	-6.110	0.000
SMA (24)	-0.308	0.000	-232529.8	0.000
SMA (36)	0.905	0.058	15.662	0.000

*Nguồn: Xử lý số liệu của tác giả*

#### 4.1.3. Kiểm định phần dư

Biểu đồ ACF của phần dư ở Hình 4 cho thấy, không có thanh nào vượt quá 2 đường biên cho thấy sai số là một nhiễu trắng. Ngoài ra, kết quả kiểm định Breusch-Godfrey ở mức ý nghĩa 1% cũng cho thấy không tồn tại hiện tượng tự tương quan bậc 2.



Nguồn: Xử lý số liệu của tác giả

**Hình 4. Biểu đồ ACF VÀ PACF của phần dư**

Kết quả kiểm tra mô hình SARIMA (12,1,1) (1,1,3)<sub>12</sub> bằng kiểm định Breusch – Godfrey là thích hợp và có thể sử dụng để dự báo (Bảng 4).

**Bảng 4: Kết quả kiểm định Breusch-Godfrey**

Kiểm định	Giá trị t	Xác suất
Breusch-Godfrey	2.168	0.373

Nguồn: Xử lý số liệu của tác giả

## 4.2. Phương pháp mạng thần kinh nhân tạo ANN

### 4.2.1. Chuẩn hóa dữ liệu

Chuẩn hóa dữ liệu đến việc phân tích và chuyển đổi các biến đầu vào và đầu ra để tối thiểu độ nhiễu, loại bỏ tính xu hướng. Có khá nhiều cách để xử lý dữ liệu, trong đó được sử dụng phổ biến đó là lấy sai phân bậc nhất và lấy logarit tự nhiên. Theo Lê Đạt Chí (2010), dữ liệu thô sẽ được lấy logarit tự nhiên đối với đầu vào và đầu ra. Phép biến đổi logarit tự nhiên hữu ích đối với dữ liệu mà trong đó có thể xuất hiện đồng thời cả giá trị rất lớn, rất bé. Tác giả quyết định sử dụng phép biến đổi logarit tự nhiên đối với dữ liệu khách quốc tế (đơn vị tính: triệu người) trong nghiên cứu này nhằm đạt được hiệu quả cao.

### 4.2.2. Phân chia dữ liệu

Trong giai đoạn huấn luyện ANN, nghiên cứu chia chuỗi dữ liệu lượng khách quốc tế đến Việt Nam được thu thập thành ba tập dữ liệu lần lượt được gọi là: Tập hợp dữ liệu huấn luyện, kiểm tra và dự báo. Quá trình phân chia này được thực hiện một cách ngẫu nhiên.

Tập hợp dữ liệu huấn luyện là tập hợp có số lượng mẫu lớn nhất trong số 3 tập hợp vừa nêu, sử dụng 70% số quan sát để huấn luyện mạng ANN trong tổng số 92 quan sát dùng để huấn luyện và kiểm tra.

Tập hợp dữ liệu kiểm tra, nghiên cứu sử dụng số lượng 30% số quan sát ngẫu nhiên trong tổng số 92 quan sát dùng để huấn luyện và kiểm tra, quá trình này được dùng để ước lượng khả năng khái quát hóa trong phân tích mà ANN đã học tập được sau khi trải qua bước huấn luyện trước đó.

Tập hợp dữ liệu đánh giá kết quả dự báo. Bước cuối cùng trong quá trình huấn luyện là kiểm tra hiệu quả hoạt động của ANN đã trải qua tập hợp huấn luyện và kiểm tra là xác minh hiệu quả dự báo của ANN trên một tập hợp dữ liệu mà ANN chưa từng nhìn thấy trước đó. Tập hợp dữ liệu này gồm 9 quan sát từ tháng 6/2017 tới tháng 2/2018.

### 4.2.3. Thiết kế mạng nơ-ron

Sự phức tạp của mô hình mạng thần kinh nhân tạo là khi xây dựng mô hình không những phải chọn bộ dữ liệu cho mô hình mà còn phải lựa chọn cấu trúc mạng phù hợp. Bên cạnh một số kinh nghiệm rút ra từ thực nghiệm của các nhà nghiên cứu thì việc xây dựng được một mô hình mạng thần kinh tốt nhất với các thông số được lựa chọn thích hợp cần được thực hiện dựa trên phương pháp thử và sai.

Tác giả lựa chọn thủ tục đưa dần biến vào để xây dựng mô hình, và do số lượng cấu trúc cần thực hiện thử và sai rất lớn nên mỗi cấu trúc tác giả thực hiện huấn luyện một lần, sau đó chọn ra 10 cấu trúc có MSE của dữ liệu kiểm tra nhỏ nhất để thực hiện thêm 10 lần cho từng cấu trúc. Cuối cùng, tác giả tìm ra mô hình Mạng thần kinh với MSE dữ liệu kiểm tra nhỏ nhất.

#### **Số nơ-ron đầu vào**

Số nơ-ron đầu vào của mô hình chính là số biến độc lập trong mô hình tuyến tính truyền thống. Dựa theo nghiên cứu của Lin và công sự (2011), số nơ-ron lớp đầu vào sẽ là 12 tương ứng với lượng khách du lịch có độ trễ 12 tháng trước đó so với tháng dự báo. Điều này gần tương tự như tính mùa trong mô hình SARIMA đã phân tích trước đây.

#### **Số lớp ẩn**

Việc sử dụng càng nhiều lớp ẩn khiến cho việc huấn luyện trở nên chậm càng lớn. Một số nghiên cứu đã chỉ ra rằng đối với phần lớn các bài toán cụ thể, chỉ cần sử dụng một lớp ẩn cho mạng là đủ. Tăng số lượng lớp ẩn có thể làm gia tăng thời gian tính toán và gặp phải vấn đề khít quá mức, điều này sẽ dẫn tới dự báo ngoài mẫu kém hiệu quả. Với số lượng quan sát không nhiều nên trong phạm vi nghiên cứu này, tác giả chỉ sử dụng một lớp ẩn, một lớp đầu vào và một lớp đầu ra.

#### **Hàm truyền**

Trong phạm vi phần mềm SPICE-MLP, tác giả sử dụng hai hàm truyền phi tuyến phổ biến nhất trong kinh tế đó là hàm HyperTanh và Sigmoid, chọn ra hàm truyền có MSE nhỏ nhất để tiến hành dự báo. Hàm kích hoạt trong mạng MLP được chia thành hai loại là hàm kích hoạt đầu vào lớp ẩn và hàm kích hoạt đầu ra lớp ẩn. Kết quả thực hiện chạy mô hình cho thấy hàm kích hoạt đầu vào lớp ẩn nên là hàm HyperTanh và hàm kích hoạt đầu ra lớp ẩn nên là hàm HyperTanh vì có MSE nhỏ nhất.

**Bảng 5: Kết quả so sánh hàm kích hoạt**

Hàm kích hoạt đầu vào lớp ẩn	Hàm kích hoạt đầu ra lớp ẩn	MSE nhỏ nhất
HyperTanh	HyperTanh	0.01018
HyperTanh	Sigmoid	0.19265
Sigmoid	Sigmoid	0.19336
Sigmoid	HyperTanh	0.01332

*Nguồn: Xử lý số liệu của tác giả*

#### **4.2.3.4. Số nơ-ron trong lớp ẩn**

Quá trình xây dựng các lớp ẩn cho mạng ANN là một quá trình thử và sai. Ta sẽ thay đổi số lớp ẩn và số nơ-ron trong mỗi lớp ẩn. Để tìm ra mô hình ANN tốt nhất, tác giả lựa chọn 7 mô hình sau đây để đưa vào phân tích:

**Bảng 6: Kết quả so sánh mô hình với các số nơ-ron lớp ẩn**

Số biến vào	Số Nơ-ron lớp ẩn	Số biến ra	Ký hiệu	MSE của tập dữ liệu kiểm tra
12	25	1	12-25-1	0.01040
12	26	1	12-26-1	0.01031
12	27	1	12-27-1	0.01029
12	28	1	12-28-1	0.01045
12	29	1	12-29-1	0.01018
12	30	1	12-30-1	0.01036
12	31	1	12-31-1	0.01033
12	32	1	12-32-1	0.01025



*Nguồn: Xử lý số liệu của tác giả*

Để tìm ra mô hình tối ưu với số nơ-ron lớp ẩn cần phải huấn luyện nhiều lần trên mỗi mô hình – số lần lặp mặc định là 100.000 lần theo Lin và cộng sự (2011). Mỗi 10.000 lần lặp, tác giả sẽ kiểm tra lại MSE của tập dữ liệu kiểm tra để kiểm tra MSE đã thấp nhất hay chưa. Kết quả cuối cùng nghiên cứu chỉ ra mô hình ANN-12-29-1 tối ưu nhất với 29 nơ-ron lớp ẩn.

Các thông số được sử dụng để huấn luyện Mạng thần kinh được thể hiện ở bảng 7:

**Bảng 7: Thông số huấn luyện**

Tên thông số	Các lựa chọn
Mạng thần kinh sử dụng	Mạng thần kinh truyền thẳng đa lớp MLP (Multi Layer Perceptron)
Phần mềm sử dụng	Spice-MLP
Phương pháp chuẩn hóa dữ liệu	Logarit tự nhiên
Số lượng nơ-ron đầu vào	12
Số lượng nơ-ron lớp ẩn	1
Số lượng nơ-ron đầu ra	29
Hàm kích hoạt đầu vào lớp ẩn	Tanh Hyperbolic
Hàm kích hoạt đầu ra lớp ẩn	Tanh Hyperbolic
MSE yêu cầu	0.01
Số lần lặp	100.000

*Nguồn: Xử lý số liệu của tác giả*

#### 4.3. So sánh kết quả dự báo hai phương pháp

Sử dụng các chỉ tiêu so sánh hiệu quả dự báo như MSE, RMSE, MAE và hệ số MAD đã được trình trong tổng quan nghiên cứu để thực hiện so sánh hoạt động dự báo của hai mô hình: Mô hình chuỗi thời gian SARIMA và mô hình mạng thần kinh nhân tạo (ANN) có kết quả theo bảng 8:

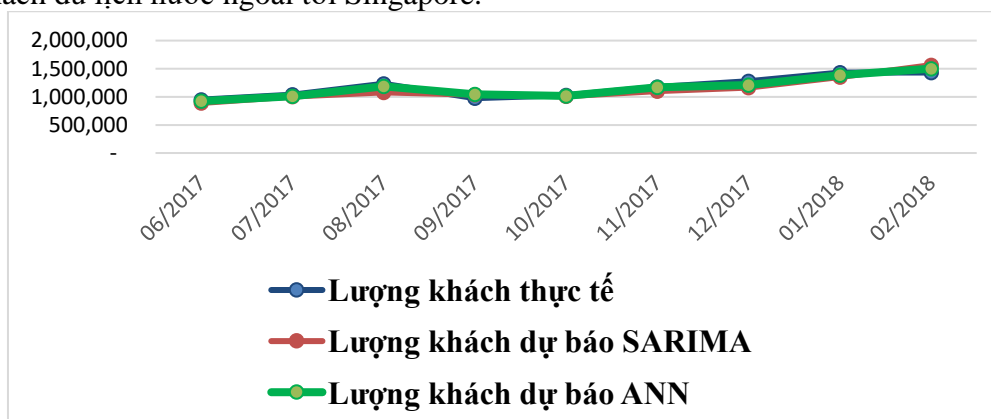
**Bảng 8: Kết quả dự báo hai phương pháp**

Thời gian	Lượng khách thực tế	Lượng khách dự báo SARIMA	Chênh lệch lượng khách	Lượng khách dự báo ANN	Chênh lệch lượng khách
06/2017	949,362	889,549	-6.30%	923,584	-2.72%
07/2017	1,036,880	1,005,056	-3.07%	1,011,563	-2.44%
08/2017	1,229,163	1,076,734	-12.40%	1,188,292	-3.33%
09/2017	975,952	1,037,479	6.30%	1,044,403	7.01%
10/2017	1,024,899	1,007,445	-1.70%	1,014,770	-0.99%
11/2017	1,172,568	1,099,246	-6.25%	1,169,029	-0.30%
12/2017	1,276,353	1,163,207	-8.86%	1,206,737	-5.45%
01/2018	1,430,242	1,353,802	-5.34%	1,387,074	-3.02%
02/2018	1,431,845	1,563,050	9.16%	1,501,122	4.84%
	RMSE	90154.89		46291.01	
	MAE	0.0839		0.0417	
	MAPE	0.066004		0.033441	
	MAD	79684.44		39571.78	

*Nguồn: Xử lý số liệu của tác giả*

Từ bảng trên, ta thấy rằng các chỉ số đánh giá hiệu quả của mô hình dự báo MSE, RMSE, MAE và MAD của 2 mô hình khác nhau và các hệ số của mô hình ANN nhỏ hơn (khoảng gần 2 lần) so với mô hình SARIMA. Có thể nói rằng khả năng tổng quát hóa của mô hình mạng thần kinh nhân tạo ANN tốt hơn so với mô hình chuỗi thời gian SARIMA; hay nói cách khác, mô hình mạng thần kinh nhân tạo ANN đã được xây dựng trong nghiên cứu này cho kết quả dự báo lượng khách quốc tế đến Việt Nam từ tháng 6/2017 tới tháng 2/2018 tốt hơn mô hình SARIMA. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu trước đây của các tác giả Pattie và Snyder (1996) dự

báo theo tháng lượng khách nghỉ qua đêm tại công viên quốc gia Mỹ, Law và Au (1999) dự báo lượng khách các khu vực tới Hồng Kông, Law (2000) dự báo lượng khách quốc tế Đài Loan tới Hồng Kông, Burger và cộng sự (2001) dự báo lượng khách du lịch từ Mỹ tới Durban ở Nam Phi, Cho (2003) dự báo lượng cầu khách du lịch Hồng Kông, Kon và Turner (2005) dự báo lượng khách du lịch nước ngoài tới Singapore.



**Hình 5. Đồ thị dự báo lượng khách quốc tế đến Việt Nam từ tháng 6/2017 tới tháng 2/2018**  
**5. Kết luận**

Nghiên cứu sử dụng phương pháp Box-Jenkins (1976) và mạng thần kinh nhân tạo ANN để lập các mô hình và dự báo lượng khách quốc tế đến Việt Nam. Mô hình SARIMA là một mô hình chuỗi thời gian tuân theo quá trình tự hồi quy tích hợp với trung bình trượt với độ trễ thời gian là 12 hay SARIMA (12,1,1) (1,1,3)12. Mô hình ANN-12-29-1 được lựa chọn có 12 nơ-ron đầu vào, 29 nơ-ron lớp ẩn và 1 nơ-ron đầu ra cùng các thông số khác. So sánh kết quả với dự báo giữa hai mô hình theo các tiêu chuẩn báo MSE, RMSE, MAE và MAD kết quả cho thấy rằng mô hình ANN dự báo tốt hơn so với SARIMA. Điều này phù hợp với nhiều kết quả các tác giả như Burger và cộng sự (2001), Cho (2003) ...

Nghiên cứu còn có một số hạn chế như sau:

*Thứ nhất*, độ dài của dữ liệu ngắn chỉ có 101 tháng dẫn tới số quan sát đưa vào mô hình còn hạn chế, nên quá trình dự báo lượng khách ngoài mẫu trong tương lai dựa trên hai mô hình nghiên cứu chỉ trong thời gian ngắn, nếu dự báo trong thời gian dài sẽ dẫn tới sai số lớn. Dữ liệu có nhiều quan sát hơn có thể áp dụng trên một lớp ẩn có thể dự báo sẽ chính xác hơn.

*Thứ hai*, biến độc lập hay nơ-ron lớp đầu vào chỉ xét tới dữ liệu quá khứ của khách quốc tế mà thiếu đi các biến kiểm soát có tác động như GDP, lạm phát, tỷ giá hối đoái, sự kiện bất thường... dẫn tới mức độ giải thích của mô hình còn chưa cao.

*Thứ ba*, phần mềm sử dụng dự báo ANN là SPICE-MLP còn khá nhiều hạn chế do đây là phần mềm dùng cho học tập và nghiên cứu đơn giản, thiếu một số tính năng, chưa mang tính chuyên nghiệp và thương mại cao như Neuro Solutions.

Hướng nghiên cứu trong tương lai tác giả cố gắng hoàn thiện mô hình ANN hơn bằng cách sử dụng phần mềm chuyên nghiệp, có độ tin cậy cao dùng để áp dụng dự báo không chỉ trong lĩnh vực du lịch mà còn trong những lĩnh vực khác được quan tâm như tài chính, y tế, giáo dục... Ngoài ra, trong thời gian tới tác giả có thể nâng cao nghiên cứu của mình bằng cách so sánh thêm nhiều mô hình tuyến tính lẫn phi tuyến khác, mở rộng mẫu nghiên cứu với các quốc gia trong khu vực và trên thế giới.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Box, G.E.P., and G.M. Jenkins (1976), Time Series Analysis: Forecasting and Control, Revised Edition, Holden Day, San Francisco.
- [2] Burger, C., Dohnal, M., Kathrada, M., & Law, R. (2001), A practitioners guide to time-series methods for tourism demand forecasting: A case study of Durban, South Africa, Tourism Management, 22, 403–409.

- [3] Chaitip, P., Chaiboonsri and R. Mukhjang (2008), Time Series Models for Forecasting International Visitor Arrivals to Thailand, International Conference on Applied Economics, 2008, pp 159-163.
- [4] Cho, V. (2003), A comparison of three different approaches to tourist arrival forecasting, *Tourism Management*, 24(3), 323-330.
- [5] Cybenko, G. (1989), Approximation by superpositions of a sigmoidal function. *Mathematical Control, Signal and Systems*, 2, 303–314.
- [6] Kodituwakku, W., Wijesundara, W., & Hettiarachchi, C. (2015), *Modelling and Forecasting Tourism Demand for Sri Lanka*, Colombo: University of Colombo School of Computing.
- [7] Funahashi, K. (1989), On the approximate realization of continuous mappings by neural networks, *Neural Networks*, 2, 183–192.
- [8] Hansen, J. V., McDonald, J. B., & Nelson, R. D. (1999), Time series prediction with genetic-algorithm designed neural networks: An empirical comparison with modern statistical models, *Computational Intelligence*, 15(3), 171–184.
- [9] Hornik, K., Stinchcombe, M., & White, H. (1989), Multilayer feedforward networks are universal approximators, *Neural Networks*, 2(5), 359–366.

# IMPROVING START-UP PERFORMANCE THROUGH BUSINESS MODEL INNOVATION: A CASE OF START-UP FIRMS IN BA RIA - VUNG TAU PROVINCE

SV: Huỳnh Văn Nguyễn, Nguyễn Thị Uyên Phương, Trần Thị Mỹ Duyên  
Trường Đại học Bà Rịa – Vũng Tàu  
GVHD: Trần Nha Ghi

## ABSTRACT

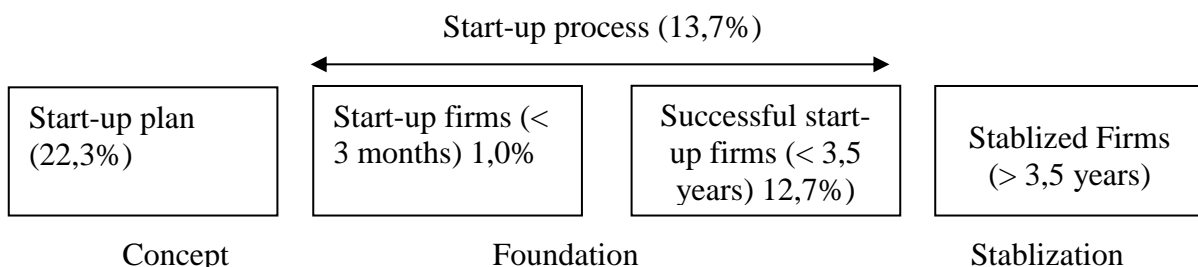
*This study examines the relationship between components of business model innovation and start-up performance of start-up firms in Ba Ria - Vung Tau province. This relationship is verified based on a sample of 425 start-up owners. The findings show that components of business model innovation positively influence start-up performance. In conclusion, the study proposes policy implications for start-up firms and suggests directions for further researches.*

**Keywords:** Business model innovation, start-up performance

## 1. INTRODUCTION

Trimi and Berbegal-Mirabent (2012) have expanded the innovation theory of business model applied to start-up firms, a recent topic and is gaining increasing interest among researchers. Business model innovation helps start-ups to make right decisions in order to enhance their chance of success. Start-ups have to initially choose a business model that is relevant, if not, they need to renovate it in order to establish competitive advantages and efficiency (Aspara, Hietanen and Hietanen, 2010). In perspective, the stable businesses are required to have essential evaluations for changes in components. Business model innovation is closely in line with vision, creative ability and intuition in business (Foss and Saebi, 2016). Therefore, business model innovation for start-ups as well as stable businesses is very necessary.

In the context that Vietnam is stepping up the entrepreneurial movement, for start-up firms, surviving in the early years is a difficult process. In Vietnam, according to GEM (2016), the percentage of start-up business activities was 13.7%, including the percentage of start-up businesses (less than 3 months) of 1 % and the proportion of successful start-ups (under 3.5 years) was 12.7% (Figure 1). The failure of business was yet to build quality relationship and business innovation model (Nguyen Quang Thu et al., 2016). This study referred to the business failure to innovate BM that impacts start-up result. This relationship has not been verified by international studies as well as in Vietnam.



**Figure 1. Business development in Vietnam**

Ba Ria - Vung Tau (BRVT) is a located in the southern key economic region, paying significant attention to innovation. The province has facilitated the start-up ecology and start-up activities of innovation creation, creating a favorable environment for facilitating the formation and development of fast-growing firms, exploiting intellectual property, technology, new business (Decision No. 3380/QD-UBND). Therefore, this study aims to achieve three objectives: (1) Identify the components of business innovation; (2) Examine the relationship between business innovation and start-up performance; (3) Give management implications to improve the



results. Investors are the owners of private firms operating in BRVT province, excluding the firms operating in the financial sector.

The structure of the paper is composed of the following sections: Introduction to Research, Theoretical Background and Curriculum Research Related Research, Data and Research Methods, Results and Discussions, Conclusions and Policy Implications.

## **2. LITERATURE REVIEW**

### ***2.1. Theoretical basis and analytical framework***

#### ***2.1.1. Differentiate between start-up and firms***

According to Decision No. 448 / QĐ-TTg approving the project of ecotourism start-up by the National Economic Advisor up to 2025, "Start-ups are individuals and organizations with rapid growth projects based on New technology and business model, and operating period not exceeding 5 years from the date of issuance of the first registration certificate. " Businesses operating over 5 years have stabilized, developed, considered to be as an firms. According to the GEM (2016) in less than 3.5 years, start-up firms are likely to fail, with a successful start rate of 12.7%; Over-3.5-year start-up firms have been considered as being stable. Based on the view of GEM (2016), this study will only regard to the start-up firms operating for no more than 3.5 years.

Often, state firms typically take place in the technology sector. In Vietnam in general and BRVT in particular, newly established firms operate in multiple fields. There are newly established businesses based on traditional family trades in order to fulfill employment issues for themselves and their families, which are less innovative and creative but capable of rapid growth. In addition, firms start in the field of information technology, application of technology is required to bring creativity. In this study, regardless of the field of activity among start-ups, the common default is the start-up businesses operating less than 3.5 years.

#### ***2.1.2. Innovative business model***

Business innovation is to restructure the existing business model activities of the firms to create the innovation of products / services , a streamlined method of renovation because the resources and capabilities are available and can save investment to a minimum (Santos et al., 2009). Aspara (2009) defined an innovative business model as a constantly strategic alternating option. In order to build a sustainable firms, it is necessary to renovate the business and its components (Carayannis, Sindakis and Walter, 2014). The three components of business model are the value of creativity, value of supply and value of holdings, renovation of business operations is the need to change the three components (Baden Fuller and Mangematin, 2013). Spieth and Schneider (2013) have developed innovative business model components such as value-added innovation, value structure innovation and revenue model innovation.

Clauss (2016) has developed innovative business model measurement components including:

*New capability:* Firms need new capability to innovate in order to capture opportunities arising from the external environment (Teece, Pisano and Shuen, 1997). New capabilities are developed through training, learning, knowledge integration, development, exploration of new ideas and lessons learned (Achtenhagen, Melin and Naldi, 2013).

*New technology/equipment:* the focus is on the science and technology resources needed to innovate business model. Wei et al. (2014) demonstrated the successful development of business technology. Firms need to have new technology to restructure business model. For example, new products/services production may require new production technology, and new revenue models will require new POS systems.

*New process/structure:* a way to connect activities and tasks in the business model. (Zott and Amit, 2010). Casadesus-Masanell and Ricart (2010) show that the process / structure of the system determines the performance of business model.

*New partnership:* Partnership with suppliers, customers or competitors, representing external resources for business innovation. Strategic partners are important external resources that businesses cannot develop at the moment (Dyer and Singh, 1998). Business innovation is

complex, requires support from partners, businesses need to find new partners and maintain the existing relationship (Bierly and Gallagher, 2007).

*New products/services*: Firms' offers to address customer problems or meet their needs in new or better ways (Johnson, Christensen and Kagermann, 2008). Innovate products/services through research and development or use of new technologies (Teece, 2010). The new products/services is the most obvious change in business model of business.

*New customer/market*: the customer group or market segments that the company provides current or future products/services (Afuah, 2014). Business innovation is to redefine the current market or penetrate new markets. The target market is determined by the question "Who is willing to pay for products/services provided by the company?" (Baden-Fuller and Haefliger, 2013).

*New distribution channels*: related to the delivery of value to customers (Baden-Fuller and Mangematin, 2013). Distribution is done in a variety of ways, especially for intangible goods or services (Osterwalder et al., 2005). For example, Dell is a company that has built Business model based on direct channel distribution to consumers without the involvement of retailers.

*Relationship with the customer*: the ability of the business to build a relationship or the establishment of new relationship with customers. Establishment of new customers is the key to innovation when the SP can replace or mature market. relationship clients will provide up-to-date environmental information and potential market demand, leading to a change in Business model (Chesbrough, 2006).

*New revenue model*: customers pay for the value they provide (Afuah, 2014). Questions related to this issue include "When is the revenue generated?", "How long is the revenue generated?", "Who is the revenue generator?" (Baden-Fuller and Haefliger, 2013).

*New cost structure*: direct and indirect costs associated with business operations (Casadesus-Masanell and Ricart, 2010). The established cost structure will determine the strategic scope of the Products / Services and the suitability of the market strategy (Zott and Amit, 2008). Cost structure in Business model will be changed by the company's strategy.

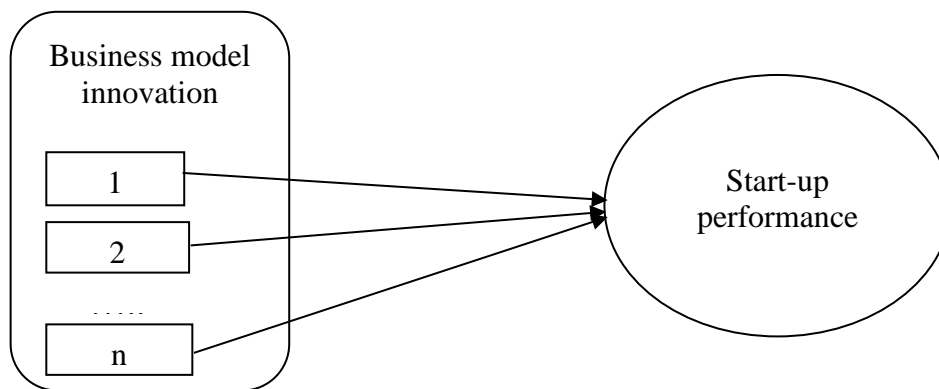
### **2.1.3. Start-up performance**

Littunen, Storhammar and Nenonen (2006) define survival as survival/survival over the first three years, continuing after the start of business. Impacts are influenced by many factors: entrepreneurial characteristics, characteristics of firms, results of initial start-up phase and impact of the environment. The continuation of business activities is a sign of success for business results, the first years of operation of the business is very important to stabilize business activities in the long run. According to the assessment of business development in Vietnam, GEM (2016) has developed two indicators: the ratio of start-up business activities and the proportion of business activities have been stable.

Based on the views of GEM (2016); Littunen, Storhammar and Nenonen (2006), Nguyen Dinh Tho and Nguyen Thi Mai Trang (2008), the results are understood as the existence of firms in the start-up phase (over 3 months and less than 3.5 years) Continuously and to achieve the goal of the start-up (revenue, profit and market share as desired).

### **2.1.4. The relationship between business innovation and business start-up performance**

The results of innovation are the economic effects (profitability, productivity, return on turnover, market value) and value (Andreini and Bettinelli, 2016). Pedersen, Gwozdz and Hvas (2016) demonstrated the same relationship between business innovation and financial efficiency. Cucculelli and Bettinelli (2015) found that firms adjusting business model over time and innovating had the same effect on the use of venture capital. Therefore, based on the results of the reform of the MHD, this study continues to consider the relationship between business and business innovation in the BRVT province. The framework for general research of business and business innovation is shown in Figure 2.



**Figure 2. Research framework**

## **2.2. Curriculum and related research review**

Spieth and Schneider (2013) based on the business model and product innovation theory, defined business model innovation as business innovation that has effect to at least one out of three components in the business model, including value creation, structured value of creativity and revenue model.

Guo, Su and Ahlstrom (2015) based on data investigation of the Chinese businesses indicated a positive relationship between exploratory navigation and opportunity identification over business model innovation.

Zhang, Zhao and Xu (2015) demonstrated firms with existing competitive advantages have to change their business model. The research result was to enhance the subject of business model, knowledge provision and suggestions to business model innovation.

Velu (2015) studied the impacts of the business model innovation on the newly established firms. The data survey included 129 businesses in the U.S bond market, period 1995-2004. Research result showed that businesses with high level of business model renovation would last longer than those with moderate level.

Waldner, Poetz, Grimpe and Eurich (2015) investigated business model innovation and accomplishments at different phases in the industry's life span. Regarding to 1.242 Austrian businesses, the result suggested that business model innovation should be carried out at the beginning.

Pedersen, Gwozdz and Hvass (2016) assessed impacts of business model innovation on financial efficiency by a survey over 540 manager in different majors, such as marketing, logistics, finance and others. Research result showed that business model innovation effect positively to the financial efficiency with an intermediate role of the business sustainability.

Bouncken and Fredrich (2016) researched in size, age, experience and corporation duration effect to the business model innovation's retained value and business model innovation have a positive effect on Return on Equity (ROE), even stronger than the mature businesses.

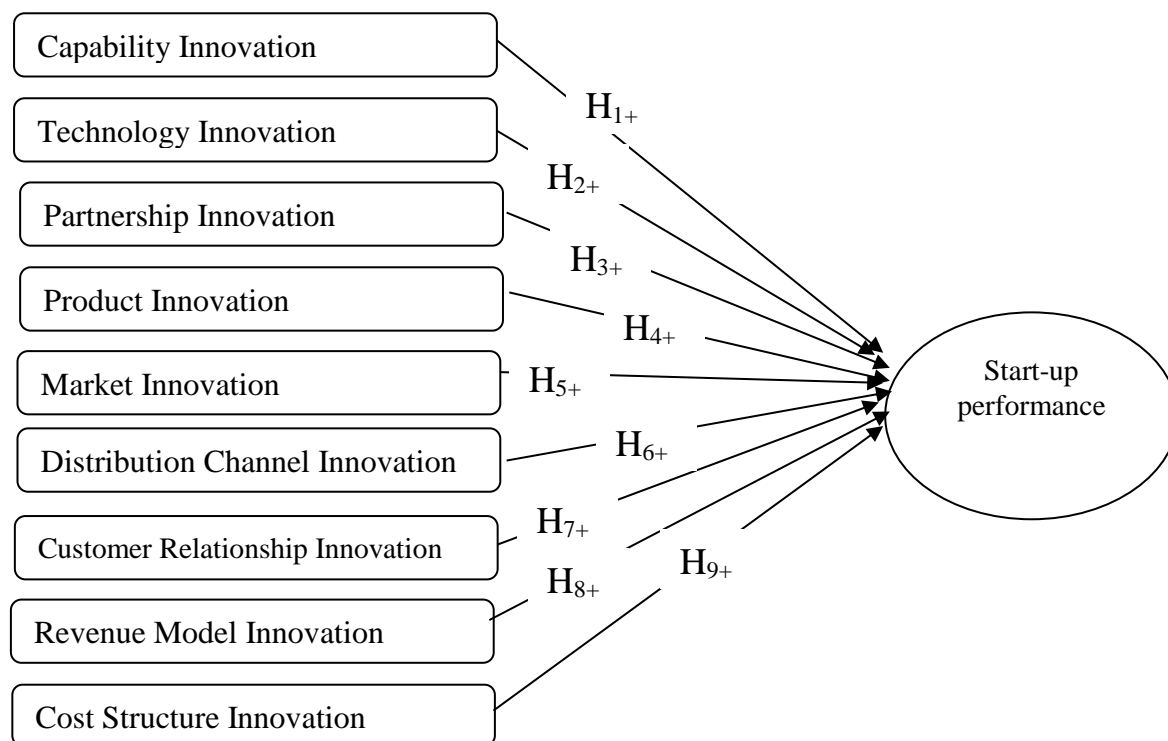
According to all researches mentioned above, none of them have looked at the relationship between business model innovation (BMI) and start-up performance. It is also a research suggested by Foss and Saebi (2016) when accumulating researches about BMI from 2000 to 2015.

## **2.3. Data and research methods**

According to the existing theories and related researches, this research uses 10 factors from Clauss's business model innovation (2016). Pertaining to group discussion with specialists, as the start-ups come into operation, its components within will connect activities and tasks to each

other so that there is no needs to renovate procedure/structure. For example, Canvas BMI is composed of nine components, getting start-up firms' business activities combined to create value for customers and obtain value (Osterwalder & Pigneur, 2010). Hence, Clauss's factors to procedure/structure renovation are not in use for the start-up firms in Ba Ria-Vung Tau.

According to the theory background and qualitative research result, the recommended theoretical framework contains nine factors of BMI: Capability Innovation, Technology Innovation, Partnership Innovation, Product Innovation, Market Innovation, Distribution Channel Innovation, Customer Relationship Innovation, Revenue Model Innovation, Cost Structure Innovation and the dependent variable is Start-up Performance (see Figure 3.)



**Figure 3. Recommended research model**

Foss and Saebi (2016) research innovation business model period 2000 - 2015. Research results show that business innovation is done by reducing costs, introducing new products, accessing new markets and improving the level of efficiency of the financial result. Business innovation improves competitive advantage, profitability, creativity and efficiency (Zott and Amit, 2007).

Based on the results of Pedersen's business reform, Gwozdz and Hvass (2016), the combined results and research proposal on business innovation of Foss and Saebi (2016), 2000-2015. New business model will positively influence the results of the group discussion of experts that the innovation of the components of the business will contribute to the results improvement.

Alam (2013) demonstrated the same relationship between Capability and performance improvements of Malaysian manufacturing firms. Based on that, the  $H_1$  hypothesis is stated:

*H<sub>1</sub>: There is a positive relationship between capability innovation and start-up performance.*

Reichert, Zawislak (2014) assessed the relationship between technology Capability and economic efficiency of 133 firms in Brazil. Research results show that they have the same relationship. Therefore, technology innovation will positively affect the performance of firms. From the analysis on the hypothesis  $H_2$  is proposed:

*H<sub>2</sub>: There is a positive relationship between technological innovation and start-up performance.*

During the start-up phase, firms will work with partners to support external resources. Goerzen and Beamish (2005) surveyed 580 firms to examine the impact of the cooperative



network on economic efficiency. Research results show that firms with more experience of cooperation will bring higher economic efficiency than firms with little experience of cooperation. Partner renewal will positively affect the performance of firms. Thus, the H<sub>3</sub> hypothesis is proposed:

*H<sub>3</sub>: There is a positive relationship between partner innovation and start-up performance.*

Market innovation focuses on developing the target market and identifying the best way to serve the target market (Shirokova and Socolova, 2013). Therefore, start-up need to innovate products, innovation channels to satisfy demand, bring value to customers and results for businesses. Atalay, Anafarta and Sarvan (2013) have demonstrated positive relationships between product innovation, process innovation and performance of the automotive supply industry in Turkey. From the basis of analysis on the hypothesis H<sub>4</sub>, H<sub>5</sub> and H<sub>6</sub> are as the followings:

*H<sub>4</sub>: There is a positive relationship between product innovation and start-up performance.*

*H<sub>5</sub>: There is a positive relationship between market innovation and start-up performance.*

*H<sub>6</sub>: There is a positive relationship between channel innovation and start-up performance.*

Customers are the people who make the revenue for the company, the customer management will help the company use data and information to understand customers and create value for them (Payne and Frow, 2005). Innovative relationship customers will help businesses get new customers bring value to businesses. Haislip and Richardson (2017) demonstrated that mer management has a positive effect on performance. Therefore, innovating relationship of customers will generate revenue and bring about business efficiency. We have the hypothesis H<sub>7</sub>, H<sub>8</sub> is stated:

*H<sub>7</sub>: There is a positive relationship between customer relationship renewal and start-up performance.*

*H<sub>8</sub>: There is a positive relationship between revenue model innovation and start-up performance..*

During the start-up phase, firms incurred much of their initial investment and fixed investment. Cost structure determines performance. Renovating the cost structure to identify the types of costs required to operate a business at the lowest level. Hypothesis H<sub>9</sub> is stated:

*H<sub>9</sub>: There is a positive relationship between cost structure innovation and start-up performance.*

### 3. DATA AND METHODOLOGY

#### 3.1. Research data

This research uses direct interview techniques and e-mails with a detailed questionnaire with a 5-level Likert scale (from 1: completely disagree to 5: fully agree). The surveyed subjects are the business owners in Vung Tau, Ba Ria, Tan Thanh, Dat Do and Long Dien. Interview time is 8/2017.

*Construct:* Construct in the research model were developed based on original scales of previous studies and were adjusted following qualitative research. The research model has 10 research concepts with 35 observation variables as shown in Table 1.

**Table 1. Key concepts in model and construct sources**

Construct	Number of observations	Sources
Capability Innovation (CAP)	3	
Technology Innovation (TEC)	3	
Partnership Innovation (PART)	4	
Product Innovation (OFF)	3	Clauss (2016)
Market Reform (MARK)	3	
Distribution channel innovation (CHAL)	3	
Customer Relationship Innovation (REL)	3	

Revenue Model innovation (REV)	4	
Cost Structure Innovation (COST)	4	
Startup performance (STARTPER)	5	Pirolò & Presutti (2010), Nguyễn Đình Thọ & Nguyễn Thị Mai Trang (2008)

*Sample:*

Samples were selected by convenient method according to principle 5: 1 (Bollen, 1989). The model has (35 observation variables) \* 5 = 175. Therefore, the minimum sample size for this method is 175. However, in order to arrive at an estimate for SEM linear modeling, the sample Rescuers of size > 200 (Hoelter, 1983).

According to Yamate (1967), if you know the whole sample, use the following formula:

$$n = \frac{N}{1 + N.e^2}$$

Where *n* is the sample size; *N* is the overall quantity; *e* is the standard error.

According to statistics from BRVT provincial Department of Science and Technology (2017), the number of start-up firms established between 2014 and 2017 is 4470, with a 95% confidence level of 5%. Estimated sample size:

$$n = \frac{4470}{1 + 4470 \times 0.05^2} = 367$$

During the data collection will have to remove the unsatisfactory survey. Research added 25% of the minimum sample size: 367\*(1+25%) = 459. So the survey questionnaire was 459, collected 431 pounds, there are 6 questionnaires are invalid. The remaining official sample is 425.

### 3.2. Research methods

The research methodology was implemented through two phases: (1) preliminary research; and (2) formal study.

Preliminary qualitative research: used to adjust the observational variables in the measurement of research concepts. The authors make use of group discussion techniques so that their scales are clearly understood and conceptually identical.

Carry out a group discussion with 5 experts including 2 scientists and 3 successful business owners. The preliminary qualitative results show that the "process/structure innovation" construct, the remainder of which is part of the business model innovation and a dependent variable in the research model (Table 1). Constructs in the research model are adjusted to suit the start-up firms in Ba Ria-Vung Tau. There is a new observation variable added on the start-up performance. The interview results are recorded, developed and adjusted to the draft scale.

Preliminary quantitative research: The draft scale is used for sample interviews with 101 firms by means of convenient sampling to test the reliability of the scale. After this step, the scale is completed and used for formal quantitative research. A quantitative preliminary study was conducted to evaluate the scale using Cronbach's Alpha and the exploratory factor analysis (EFA).

Main research: conducted by quantitative research through 425 start-up firms survey at BRVT to test model and hypothesis.

## 4. FINDING AND DISCUSSION

### 4.1. Research results

The first set of research concepts were evaluated using Cronbach's Alpha reliability and exploratory factor analysis (EFA). *S*, then verified through aggregation reliability, convergence value, and discriminant value by means of Confirmation Factor Analysis (CFA). Structural Equation Modeling (SEM) methods are used to test theoretical models and hypotheses. The estimation method is ML (Maximum likelihood).

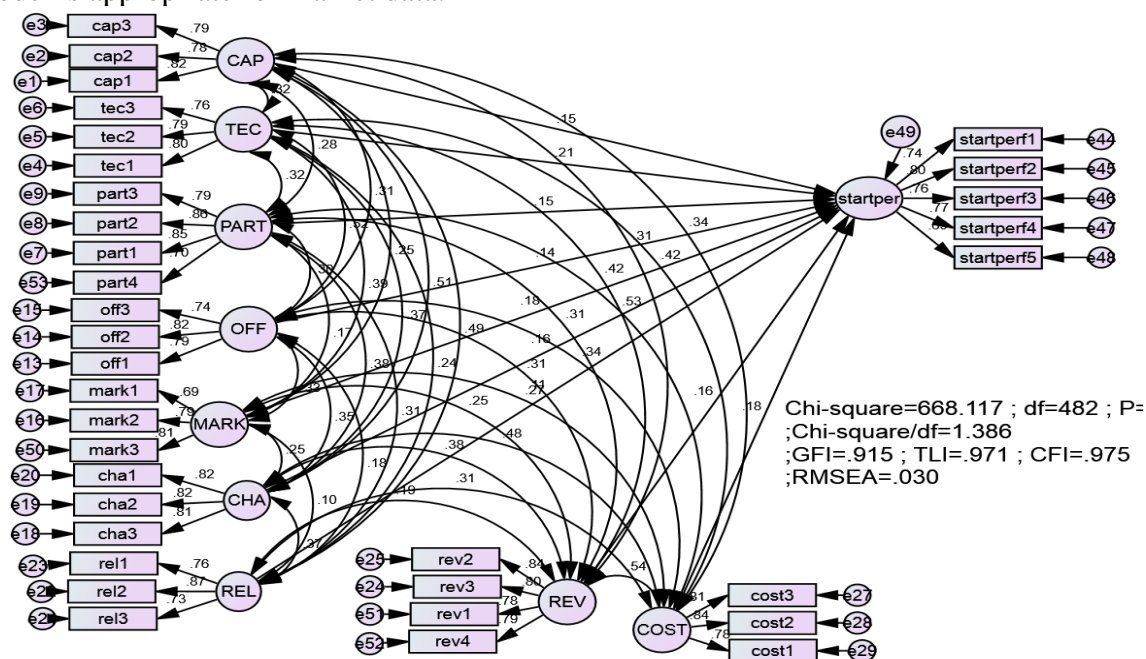
The proposed initial scale has 10 concepts with 35 observation variables. The results of the pre-test and the affirmation test show that there is an observed variable in the cost structure of the cost structure. Results of the scale test are presented in Table 2.

**Table 2. Summary table of test results**

Contract	Number of variables	Reliability		Variance extract ( $\rho_v$ )	Value
		Cronbach's Alpha ( $\alpha$ )	Composite ( $\rho_c$ )		
Capability Building (CAP)	3	0.837	0.840	0.636	satisfied
Technological innovation (TEC)	3	0.824	0.826	0.613	
Partner renewal (PART)	4	0.877	0.878	0.645	
Product Innovation (OFF)	3	0.823	0.871	0.693	
Market Reform (MARK)	3	0.800	0.805	0.581	
Channel innovation (CHAL)	3	0.855	0.856	0.664	
Customer's relationship Innovation (REL)	3	0.823	0.830	0.621	
Revenue Model Revenue (REV)	4	0.877	0.879	0.645	
Cost Structure Innovation (COST)	3	0.850	0.837	0.657	
Startup performance (STARTPER)	5	0.869	0.867	0.568	

The results of the CFA analysis with the critical model showed that the Chi-squared statistic was 665,258 with 481 degrees of freedom (df),  $p = 0.000$ . If the degree of freedom is  $CMIN / df = 1,383 < 2$ , satisfactory compatibility. Other indicators such as  $GFI = 0.915$ ,  $TLI = 0.971$ ,  $CFI = 0.976$ ,  $RMSEA = 0.030 < 0.80$ , were satisfactory. Thus, it can be concluded that the critical model achieves compatibility with market data.

The results of the SEM analysis:  $\chi^2_{[482]} = 668.117$  ( $p = 0.000$ ),  $CMIN/df = 1.386$ ,  $GFI = 0.915$ ,  $TLI = 0.970$ ,  $CFI = 0.975$ ,  $RMSEA = 0.03$ . It should be noted that the Heywood phenomenon does not appear in the estimation of CFA, SEM models. Therefore, it can be concluded that this model is appropriate for market data.



**Figure 3. SEM results of the theoretical model (standardized)**

Results of key parameters are presented in Table 3. Accordingly, technology innovation has the most positive impact on the output ( $H_2: \beta = 0.202, p = 0.000$ ); Next, there is a positive effect on the output ( $H_5: \beta = 0.193, p = 0.003$ ) and cost structure ( $H_9: \beta = 0.185, p = 0.004$ ),  $p = 0.000$ )

and capability innovation ( $H_1: \beta = 0.155, p = 0.000$ ). Product innovation has a positive effect on the results ( $H_4: \beta = 0.153, p = 0.000$ ); followed by the same positive effect ( $H_8: \beta = 0.143, p = 0.000$ ) and ( $H_7: \beta = 0.111; p = 0.005$ ). Finally, partnership innovation has the least positive effect on start-up performance ( $\beta = 0.144, p = 0.000$ ). Thus, 9 hypotheses was accepted ( $H_1, H_2, H_3, H_4, H_5, H_6, H_7, H_8,$  and  $H_9$ ), no hypotheses were rejected.

**Table 3. Results of test relationship between concepts (normalization)**

Relationship			Estimate	S.E	C.R	P-value
STARTPERF	<---	PART	0.114	0.028	4.019	0.000
STARTPERF	<---	TEC	0.202	0.043	4.657	0.000
STARTPERF	<---	OFF	0.153	0.044	3.461	0.000
STARTPERF	<---	MARK	0.193	0.041	4.706	0.000
STARTPERF	<---	CHA	0.158	0.043	3.687	0.000
STARTPERF	<---	REL	0.119	0.042	2.821	0.005
STARTPERF	<---	REV	0.143	0.036	3.938	0.000
STARTPERF	<---	COST	0.185	0.048	3.839	0.000
STARTPERF	<---	CAP	0.155	0.043	3.586	0.000

#### **4.2. Discuss the research results**

The proposed research model has 10 unidirectional research concepts: Capability Building, Technological Innovation, Partnership Reform, Product Innovation, Market Innovation, Channel Reform and Relationship Reform. Revenue model innovation, Cost structure innovation and start-up performance. The constructs have 35 observation variables, after preliminary tests and the CFA scale has an observer variable (cots4).

The results of the measurement models show that the scale values achieve reliability (Cronbach Alpha coefficient, composite reliability) and allowable values (unidirectional, extraction deviation, and distinguish).

The results of the study have added to the positive relationship theoretical framework between the components of business model innovation and start-up performance. These relationships have not been tested from previous studies. The research results of the research have supplemented the research problem of Foss and Saebi (2016) between business model innovation and firms performance.

### **5. CONCLUSIONS AND GOALS OF GOVERNANCE**

#### **5.1. Concluions**

This research has demonstrated the relationship between the innovation components of business model innovation and start-up performance of the start-up firms in BRVT province. Research results show that technology innovation, partnership innovation, product innovation, market innovation, channel innovation, customer service innovation and revenue model innovation had positive effect on the start-up performance. Therefore, these hypotheses  $H_1, H_2, H_3, H_4, H_5, H_6, H_7, H_8$  and  $H_9$  are accepted.

#### **5.2. Limitations and research direction**

This study was conducted in BRVT province so the representativeness was not high. Therefore, in order to improve the representativeness, the research should be repeated in other provinces/cities such as Ho Chi Minh City, Dong Nai, Binh Duong, Can Tho ... are places where many firms.

This study examines the firms of different occupations, so they do not see the specific characteristics and requirements of each sector. For better test results, it is necessary to study for a specific industry to see the role of business innovation in improving quality.

There are other factors that affect the quality of relationships with strategic partners ... These are the issues raised for further research.

#### **5.3. Managerial implication**



The components of business innovation are proven to have a positive effect on business results. Therefore, businesses should focus on renovating business model to improve the results. Some specific policy implications:

*Technological innovations* ( $\beta = 0,202$ ): Businesses update technology resources, improve technical equipment versus competitors, and use new technology potential to expand the product / service portfolio. Especially in the era of industrial revolution 4.0, startup proactively approach different approach than the previous method, need to improve management Capability, technology and investment in manufacturing technology. International standards ... Through which, startup may be ready to adapt to the industrial revolution 4.0 (Minh Phuong, 2017)

*Market innovation* ( $\beta = 0.193$ ): Businesses need to capture opportunities in new markets or developing markets, always interested in new market segments, unoccupied markets, searching for Customer segmentation and new markets for Product / Service.

*Innovative cost structure* ( $\beta = 0.185$ ): firms review pricing strategies, actively seek opportunities to save production costs , regularly monitor and adjust the production costs at market prices. and take advantage of opportunities arising from differentiated strategies.

*Channel innovation* ( $\beta = 0.158$ ): Businesses use new distribution channels for product/service, need to change distribution channels to improve channel efficiency.

*Capability enhancement* ( $\beta = 0.155$ ): firms provide trained staff with the knowledge, the ability to update and develop new capabilities, and to examine new capabilities that need to be established to adapt to demand for change of market.

*Product innovation* ( $\beta = 0.115$ ): Businesses are interested in new unmet customer needs, improving the SP to meet customer needs versus competitors.

*Revenue model innovation* ( $\beta = 0.143$ ): Businesses develop new revenue opportunities, provide additional integrated services to receive long-term profits, replenish or replace one-long-term revenue form (for example: lease contract).

*Relationship of customer innovation* ( $\beta = 0.111$ ): Firms enhance customer retention with new services, focusing on innovative activities to increase customer retention.

Finally, *partnership innovation* ( $\beta = 0.144$ ): Firms seek new partners to collaborate, take advantage of the opportunities provided by collaboration, evaluate the potential benefits of using external resources and receive support of partners to develop business model.

## REFERENCES

- [1] Nguyễn Đình Thọ và Nguyễn Thị Mai Trang (2008). 'Năng lực cạnh tranh động của doanh nghiệp Việt Nam. Nghiên cứu khoa học trong quản trị kinh doanh'. NXB Thống Kê, 2009.
- [2] Nguyễn Quang Thu, Ngô Quang Huân và Trần Nha Ghi (2016). 'Mối quan hệ giữa nguồn lực doanh nghiệp, năng lực động và kết quả hoạt động của các doanh nghiệp đã khởi nghiệp tại tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu. Hội thảo khoa học khởi nghiệp tại Việt Nam: Cơ hội & thách thức trong thời kì hội nhập'. NXB Kinh tế TP. Hồ Chí Minh
- [3] Minh Phuong (2017). Khởi nghiệp cùng cách mạng công nghiệp 4.0. <https://baomoi.com/khoi-nghiep-cung-cach-mang-cong-nghiep-4-0/c/23620819.epi>(Truy cập ngày 11/01/2018).
- [4] Achtenhagen, L., Melin, L., and Naldi, L. (2013). 'Dynamics of business models-strategizing, critical capabilities and activities for sustained value creation'. *Long Range Planning*, 46, 1-25.
- [5] Alam, S. S. (2013). 'Relationships between innovation capabilities, business performance, marketing performance and financial performance: A literature review business and management horizons'. (Vol. 1). ISSN 2326-0297, No. 159.
- [6] Andreini, D. (2016). 'Business Model Innovation: From Systematic Literature Review to Future Research Directions'. *International Series in Advanced Management Studies Business Model Innovation*.

# BIẾN ĐỘNG TỶ GIÁ HỐI ĐOẠI VÀ CÁC YẾU TỐ VĨ MÔ: TIẾP CẬN BẰNG GMM TẠI CÁC NƯỚC MỚI NỔI TRONG GIAI ĐOẠN 2001 – 2015

SV: Đinh Thị Xuân Mai, La Diễm Hương, Bùi Thị Phương Dung  
Trường Đại học Kinh Tế TP.HCM  
GVHD: ThS. Nguyễn Trung Thông  
TS. Trần Thị Tuấn Anh

## TÓM TẮT

*Đề tài sử dụng phương pháp System GMM để tiếp cận và phân tích tác động của các yếu tố vĩ mô gồm lạm phát, cung tiền, tốc độ tăng trưởng GDP, cán cân tài khoản vãng lai, lãi suất tái chiết khấu và nợ nước ngoài đối với độ biến động của tỷ giá hối đoái tại các quốc gia có thị trường mới nổi trong ba giai đoạn trước khủng hoảng (2001 – 2007), trong khủng hoảng (2008 – 2010) và sau khủng hoảng (2011 – 2015).*

*Từ khóa: Biến động tỷ giá hối đoái; Yếu tố vĩ mô; Các nước mới nổi.*

## 1. GIỚI THIỆU

Tỷ giá hối đoái là một công cụ hữu hiệu để đo lường giá trị của một đồng tiền so với một đồng tiền khác. Độ biến động của tỷ giá hối đoái chính là sự thay đổi của tỷ giá theo thời gian, đã làm cho các quyết định đầu tư và thương mại quốc tế trở nên khó quyết định hơn do làm tăng các rủi ro tỷ giá. Vì vậy, tỷ giá hối đoái đóng một vai trò rất quan trọng trong nền kinh tế vì nó không chỉ tác động mạnh mẽ đến các hoạt động xuất nhập khẩu (Gotur 1985; Chi & Cheng 2016; Kim 2017) mà còn ảnh hưởng đến tính cạnh tranh giữa các quốc gia trên thị trường quốc tế.

Dựa trên lý thuyết của các nghiên cứu thực nghiệm, có thể thấy rằng các biến vĩ mô như: lãi suất, lạm phát, tăng trưởng GDP, cán cân tài khoản vãng lai... đều có tác động nhất định đến độ biến động của tỷ giá hối đoái, cho nên nhóm đã quyết định nghiên cứu đề tài “Biến động tỷ giá hối đoái và các yếu tố vĩ mô: Tiếp cận bằng GMM tại các nước mới nổi trong giai đoạn 2001 – 2015”.

Tham khảo từ nghiên cứu của Adusei và Gyapong (2016), nhóm lựa chọn nghiên cứu các biến vĩ mô gồm: Cán cân tài khoản vãng lai (% GDP), Lãi suất chiết khấu, Nợ nước ngoài, Tăng trưởng GDP, Lạm phát (tính theo CPI) và Cung tiền (M2 % theo GDP) và tác động của nó đến độ biến động tỷ giá hối đoái. Để thực hiện đề tài, nhóm tiến hành thu thập dữ liệu từ IMF, World Bank và các website chính thức của các Ngân hàng Trung ương thuộc 23 nước mới nổi (IMF phân loại) trong giai đoạn 2001 – 2015. Các dữ liệu sẽ được xử lý thông qua phương pháp phân tích dữ liệu bảng với hai mô hình FEM và REM, sau đó sử dụng kiểm định Hausman để đưa ra mô hình phù hợp. Bên cạnh đó, để khắc phục nội sinh, phương sai thay đổi nhóm nghiên cứu sử dụng phương pháp System GMM.

Phần còn lại của bài nghiên cứu sẽ có kết cấu như sau: Chương 2 là phần cơ sở lý thuyết sẽ trình bày các lý thuyết nền về tỷ giá hối đoái và các nghiên cứu thực nghiệm trước đây. Chương 3 là phần dữ liệu và phương pháp nghiên cứu trình bày rõ hơn về nguồn gốc dữ liệu và các phương pháp nghiên cứu được sử dụng trong bài nghiên cứu này. Chương 4 là phần kết quả nghiên cứu sẽ trình bày kết quả về mối quan hệ giữa các biến vĩ mô và độ biến động của tỷ giá hối đoái. Cuối cùng, chương 5 là phần kết luận, trình bày về một số hàm ý chính sách được đúc kết từ kết quả nghiên cứu.

## 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

### 2.1. Các lý thuyết về quan hệ giữa các yếu tố vĩ mô và tỷ giá hối đoái

#### 2.1.1. Lý thuyết ngang giá sức mua (Purchasing Power Parity – PPP)

Ngang giá sức mua là lý thuyết được phát triển vào năm 1920 bởi Gustav Cassel. Đây là một phương pháp điều chỉnh tỉ giá hối đoái giữa hai tiền tệ để cân bằng sức mua của hai đồng tiền này (Laurence S.C. 2005).

Giả sử không tồn tại thuế quan cũng như các rào cản thương mại khác và chi phí vận chuyển bằng không, luật một giá - khái niệm đơn giản nhất về ngang giá sức mua (PPP) - cho biết: hàng hoá phải có giá cả như nhau ở mọi quốc gia (Buckley Adrian 1996). Do đó, giá hàng hoá bán ở các nước khác nhau, được quy đổi sang một đồng tiền chung, phải tương đương nhau. Mức giá

cân bằng giữa hai đồng tiền, theo lý thuyết ngang giá sức mua, sẽ bằng với tỷ lệ của mức giá ở hai quốc gia, như bên dưới:

$$S_e = P_x/P_y$$

Trong đó,  $S_e$  là tỷ giá giao ngay,  $P_x$  và  $P_y$  đại diện cho mức giá ở hai quốc gia khác nhau  $x$  và  $y$ . Tuy nhiên, giá cả có thể bị bóp méo bởi nhiều yếu tố như thuế, chi phí vận chuyển, luật lao động và các rào cản thương mại tương tự thuế quan. Dựa trên PPP, việc so sánh giữa các quốc gia về tỷ giá hối đoái của các đồng tiền có thể được thực hiện bằng cách sử dụng chỉ số Big Mac và chỉ số iPod CommSec.

Chỉ số Big Mac:

Chỉ số Big Mac được phát minh vào tháng 9 năm 1986 như một hướng dẫn sáng suốt cho việc so sánh các loại tiền tệ giữa các quốc gia dựa trên giá của bánh hamburger Big Mac do MacDonald sản xuất tại địa phương và đồng thời ở gần 120 quốc gia khác.

Big Mac ở đây được xem là một sản phẩm toàn cầu với sự tương tự từ đầu vào cũng như quy trình chuẩn bị trên toàn thế giới. Ngang giá sức mua được tính toán bằng cách chia giá của Big Mac tại các quốc gia cho giá tại Mỹ:

$$PPP = \text{Giá của Big Mac theo giá nội tệ} / \text{Giá Big Mac ở Mỹ.}$$

Chỉ số Commsec iPod:

Được đưa ra vào tháng 1 năm 2017, chỉ số Commsec iPod là một biến thể hiện đại của chỉ số Big Mac. Cả hai chỉ số đều làm việc dựa trên lý thuyết: “cùng một mặt hàng, cùng một mức giá”. Điều đó có nghĩa là những hàng hoá tương tự nên được giao dịch tại cùng một mức giá một cách rộng rãi trên toàn cầu nếu tỷ giá hối đoái được điều chỉnh đúng cách. Chỉ số này dựa trên sự thay đổi giá iPod 4GB của Apple trên các quốc gia khác nhau. Hồng Kông là nơi rẻ nhất để mua iPod Nano 4 GB với giá chỉ 147.47 USD trong khi Brazil là nơi đắt nhất để mua với giá 403.14 USD. So sánh giá cả trong nước cho thấy iPod nano có thể mua ở 149 USD ở Mỹ, 168,26 USD ở Nhật Bản, 174,77 USD ở Singapore, 196,54 USD ở Trung Quốc, 241.06 USD ở Bulgaria và 330.58 USD ở Argentina.

### **2.1.2. Lý thuyết ngang giá lãi suất (Interest Rate Parity – IRP)**

Lý thuyết ngang giá lãi suất (IRP) phát biểu rằng sự khác biệt lãi suất giữa 2 quốc gia thì cân bằng với sự khác biệt giữa tỷ giá giao ngay với tỷ giá kỳ hạn (Holland J.B. 1993).

Từ học thuyết PPP cho thấy đồng tiền tiềm ẩn lạm phát cao sẽ giảm giá trong tương lai, còn đồng tiền có lạm phát thấp sẽ lên giá trong tương lai (Mandure Jeff 2010). Do đó, có thể thấy rằng một đồng tiền tiềm ẩn lạm phát cao phải có mức lãi suất cao hơn đồng tiền có lạm phát thấp, khi đó mức lãi suất thực của hai đồng tiền như nhau, có như vậy thị trường mới trở nên cân bằng. Học thuyết ngang giá lãi suất với giả định sự chu chuyển vốn là tự do, là hoàn hảo, rủi ro quốc gia là như nhau thì hoạt động đầu tư hay đi vay trên thị trường tiền tệ sẽ có mức lãi suất là như nhau khi quy về một đồng tiền chung.

Quy luật ngang giá lãi suất được nghiên cứu thông qua hai cơ chế:

Cơ chế kinh doanh chênh lệch giá có bảo hiểm rủi ro tỷ giá (Covered Interest Parity – CIP): sử dụng tỷ giá kỳ hạn để quy đổi khoản tiền gốc và lãi từ đồng tiền này sang đồng tiền khác để loại trừ rủi ro tỷ giá trong quá trình đầu tư hay đi vay.

Cơ chế kỳ vọng không có bảo hiểm rủi ro tỷ giá (Uncovered Interest Parity – UIP): sử dụng tỷ giá giao ngay dự tính để quy đổi khoản tiền gốc và lãi từ đồng tiền này sang đồng tiền khác trong quá trình đầu tư hay đi vay và luôn tồn tại rủi ro tỷ giá.

### **2.1.3. Hiệu ứng Fisher (Fisher Effect – FE)**

Điều kiện Fisher trong nền kinh tế mở nói lên rằng mức lãi suất thực giữa các đồng tiền luôn được kỳ vọng là bằng nhau. Lý thuyết Fisher Effect (FE) cho thấy lãi suất danh nghĩa 'r' ở một quốc gia được xác định bởi lãi suất thực 'R' và tỷ lệ lạm phát kỳ vọng 'i' như sau:

$$(1 + \text{Lãi suất danh nghĩa}) = (1 + \text{Lãi suất thực}) \times (1 + \text{Tỷ lệ lạm phát dự kiến})$$

$$\text{Tương đương: } (1 + r) = (1 + R) \times (1 + i) \text{ hoặc } r = R + i + Ri.$$

$$\text{Vì } Ri \text{ có giá trị không đáng kể, phương trình trên xấp xỉ: } r = R + i$$

$$\text{Có nghĩa là: Lãi suất danh nghĩa} = \text{Lãi suất thực} + \text{Tỷ lệ lạm phát dự kiến}$$

Lãi suất thực được sử dụng để đánh giá sự biến động tỷ giá do nó bao gồm lãi suất và tỷ lệ lạm phát do cả hai đều ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái. Với tất cả các yếu tố khác không đổi, có sự tương quan cao giữa sự khác biệt về lãi suất thực và tỷ giá hối đoái của đồng tiền.

#### **2.1.4. Hiệu ứng Fisher quốc tế (International Fisher Effect – IFE)**

Hiệu ứng Fisher Quốc tế (IFE) là sự kết hợp giữa PPP và FE nhằm xác định tác động của những thay đổi tương đối về lãi suất danh nghĩa giữa các quốc gia với các giá trị ngoại hối. Theo lý thuyết PPP, tỷ giá hối đoái sẽ di chuyển để bù đắp sự thay đổi trong sự khác biệt về tỷ lệ lạm phát.

Do đó, sự gia tăng tỷ lệ lạm phát của một quốc gia so với các nước khác sẽ đồng nghĩa với một sự giảm giá trị trao đổi tiền tệ giữa hai quốc gia. Đồng thời, nó cũng sẽ liên quan đến sự gia tăng lãi suất của nước này so với lãi suất nước khác. Một sự kết hợp của hai điều kiện này được gọi là IFE, cho rằng sự biến động của tỷ giá là do sự khác biệt về lãi suất.

Nếu lãi suất thực là như nhau trong cả nước, bất kỳ sự khác biệt trong lãi suất danh nghĩa đều có thể là do sự khác biệt trong lạm phát kỳ vọng. Ngoại tệ có lãi suất tương đối cao sẽ mất giá vì lãi suất danh nghĩa cao phản ánh lạm phát kỳ vọng.

IFE giải thích rằng sự khác biệt về tỷ lệ lãi suất giữa hai nước là một dự báo không chệch về những thay đổi tương lai trong tỷ giá giao ngay.

#### **2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm**

Tỷ giá hối đoái được định nghĩa là giá trị của một đồng tiền được ước lượng trên cơ sở một đồng tiền khác. Trong thương mại quốc tế, tỷ giá hối đoái được xem như thước đo của năng lực cạnh tranh, ảnh hưởng đến giá tương đối giữa hàng hóa nội địa và ngoài nước, tình hình của hàng hóa trên thị trường quốc tế cũng như tình trạng xuất nhập khẩu của một quốc gia. Đơn cử, khi một nước nâng giá đồng tiền, hàng hóa của nước này trở nên thiếu hấp dẫn về giá, dẫn đến nhiều khó khăn cho các nhà sản xuất nội địa khi xuất khẩu và ngược lại, việc các quốc gia phá giá đồng tiền đưa ra hàm ý khuyến khích xuất khẩu cũng như nâng cao ưu thế cạnh tranh của hàng hóa trên thị trường quốc tế. Do đó, biến động tỷ giá hối đoái có tác động mạnh mẽ đến quyết định của các nhà tạo lập chính sách, nhà đầu tư, các công ty cũng như người tiêu dùng. Sự không chắc chắn của tỷ giá hối đoái có thể mang lại những quyết định đầy rủi ro, ảnh hưởng xấu đến các biến số kinh tế vĩ mô (Dedola 2000; Mendoza 2005; Omojimi & Akpokodje 2010). Điều này dẫn đến các tác động tiêu cực đến việc ra quyết định đầu tư vì nó khiến cho tổng thu nhập trên vốn đầu tư trở nên không chắc chắn. Cùng với tiến trình hội nhập và toàn cầu hóa, biến động tỷ giá dần trở thành mối quan tâm đáng kể đối với các thị trường mới nổi và đang phát triển, nhất là các chủ doanh nghiệp.

Mức độ mà tỷ giá được quản lý cũng có thể ảnh hưởng đến sự tăng trưởng và phát triển của một quốc gia. Như đã được Edwards (1994, trang 61) chỉ ra trong công trình của mình, tác giả khẳng định sự biến động của tỷ giá hối đoái chiếm một vị trí quan trọng trong việc đánh giá và thiết kế chính sách của chính phủ. Trong vài thập kỷ qua, một số nhà nghiên cứu đã tuyên bố rằng tỷ giá hối đoái không chỉ quan trọng vì nó giúp tạo thuận lợi cho thương mại quốc tế mà còn vì nó ảnh hưởng đến việc phân bổ nguồn lực trong các lĩnh vực của nền kinh tế. Trong nghiên cứu của Aron, Elbadawi & Kahn (2002) đã khẳng định tỷ giá có ảnh hưởng trực tiếp đến việc làm, dòng chảy thương mại, cán cân tài khoản vãng lai, hệ thống hóa sản xuất và tiêu dùng cũng như các khoản vay bên ngoài của một quốc gia. Theo Bah & Amusa (2003), tỷ giá hối đoái của một quốc gia là cực kỳ quan trọng khi thực tế, nó quyết định mức độ mở rộng phát triển quốc gia và được xem như một thước đo của sự khẳng định vị thế nước đó trên toàn thế giới.

Việc áp dụng hệ thống tỷ giá thả nổi hay linh hoạt sau sự sụp đổ của chế độ Bretton Woods năm 1973 đã làm cho biến động tỷ giá trở nên mạnh mẽ hơn bao giờ hết. Bên cạnh đó, nhiều nghiên cứu sơ khai về các biến động tỷ giá đã ra đời sau sự sụp đổ của hệ thống này, khi mà nhiều quốc gia tránh né việc lựa chọn các chế độ tỷ giá cố định để áp dụng các hình thức thả nổi khác nhau (Mussa 1982, 1986; Stockman 1987, 1988; Huizinga 1987; Cambell & Clarida 1987; Meese & Rogoff 1988; Clarida & Gali 1994; Chowdhury 2004; Hamori & Hamori 2011; Mumtaz & Sunder-Plassmann 2012). Thông thường, những biến động tỷ giá hối đoái có thể bị



ảnh hưởng trong ngắn hạn hay dài hạn bởi các yếu tố vĩ mô như lãi suất, sản lượng hay mức giá, vì vậy mà mối liên hệ giữa tỷ giá hối đoái và các nhân tố này luôn được kiểm soát một cách hết sức thận trọng bởi các nhà tạo lập chính sách (Chang & Su 2014). Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa tỷ giá và các yếu tố vĩ mô lại mang đến những kết quả thiếu thuyết phục (Kwakye 2015; Ramasamy & Abar 2015; Ray 2008; Flood & Rose 1999). Trong khi một số nghiên cứu cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa các yếu tố vĩ mô và tỷ giá hối đoái (Ray 2008), một số khác lại khẳng định vai trò quan trọng của những yếu tố này trong những nhận thức về biến động tỷ giá (Mark 2009; Flood & Rose 1999). Trên thực tế, có nghiên cứu cho rằng quan hệ giữa các biến vĩ mô và tỷ giá là phi tuyến tính (Yuan 2011) trong khi có nghiên cứu khác đưa ra kết quả hỗn hợp (Akhter & Faruqui 2015).

Các nghiên cứu gần đây về quan hệ giữa biến động tỷ giá và các yếu tố vĩ mô cũng đưa đến nhiều kết luận. Arratibel & cộng sự (2011) đã tiến hành phân tích dữ liệu bảng của các nước Trung và Đông Âu từ 1995 - 2008 và nhận thấy giữa các yếu tố vĩ mô (tăng trưởng sản lượng thực, tín dụng thừa, đầu tư trực tiếp nước ngoài, cán cân tài khoản vãng lai) và biến động tỷ giá hối đoái danh nghĩa có mối liên hệ ngược chiều. Abbas & Ayaz (2012) cũng tự hồi quy bậc 1 dữ liệu 10 nước Châu Phi giai đoạn 1996 - 2010 để đi đến kết luận GDP có ảnh hưởng nghịch đến độ biến động của tỷ giá trong khi lạm phát và lãi suất thì không có ảnh hưởng gì. Adom & cộng sự (2012) đã tự hồi quy có cấu trúc dữ liệu của 13 nước thành viên Cộng đồng Kinh tế Tây Phi (ECOWAS) từ quý 01/1976 - quý 04/2008 với các biến độc lập đại diện cho cú sốc cầu thực, cú sốc cung cùng cú sốc tiền tệ và kết luận cú sốc cầu thực (Real demand shock) giải thích phần lớn độ biến động của tỷ giá hối đoái thực ở các nước này. Nghiên cứu của Ojede & Lam (2017) về ảnh hưởng của việc thay đổi tổng tiền lên biến động tỷ giá tại các quốc gia đang phát triển thông qua các mô hình ARCH và GARCH cho dữ liệu từ Uganda từ 07/1993 đến 03/2016 cho thấy tương quan ngược chiều giữa M2, M3, lãi suất và dự trữ tới biến động tỷ giá. Ngược lại, nghiên cứu của Saheed, Sani & Idakwoji (2015) cho Nigeria từ 1981 đến 2013 lại khẳng định sự tương quan thuận chiều giữa các biến vĩ mô như nợ nước ngoài, thanh toán nợ Chính phủ (DSP) hay dự trữ ngoại hối đến biến động tỷ giá, đặc biệt là biến DSP. Một số nghiên cứu lại cho ra kết quả hỗn hợp như Insah & Chiaraah (2013) với mô hình GARCH cho Ghana trong các năm 1980-2012 và khẳng định nợ nước ngoài cùng nợ trong nước có tác động nghịch chiều đến biến động tỷ giá trong khi chi tiêu công thì ngược lại và cung tiền M1 không có tác động nào. Adu & cộng sự (2015) sử dụng hệ số cố định SVAR (FC-SVAR) và Time-Varying cho dữ liệu của Ghana từ quý 01/1980 - quý 04/2012 để đi đến nhận định GDP thực và cung tiền M2 có mối liên hệ nghịch chiều với biến động tỷ giá còn chỉ số giá tiêu dùng và giá cả quốc tế của cocoa thì có tác động ngược lại. Cùng quan điểm, nghiên cứu của Kwabena Kwakye (2015) bằng mô hình ARDL cho dữ liệu của Ghana từ 05/2000 đến 05/2014 cũng cho thấy ảnh hưởng ngược chiều bởi các biến lãi suất và lạm phát trong khi cung tiền M2 cho kết quả cùng chiều đối với biến động tỷ giá hối đoái.

Bên cạnh đó, các nhà nghiên cứu cũng dành sự quan tâm lớn cho biến động tỷ giá hối đoái (cả thực và danh nghĩa) bằng các kỹ thuật kinh tế lượng khác nhau. Blanchard & Quah (1989) đã sử dụng mô hình tự hồi quy vec-tơ cấu trúc hai chiều (SVAR). Lastrapes (1992) đã nghiên cứu biến động tỷ giá hối đoái thực và danh nghĩa tại sáu nước phát triển (Hoa Kỳ, Đức, Anh, Nhật, Ý và Canada), trong khi Wu và Chen (1997) cũng nghiên cứu biến động tỷ giá hối đoái thực tại một số nước châu Á (Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan và Philippines). Chowdhury (2004) cũng sử dụng mô hình SVAR hai chiều tương tự cho biến động tỷ giá tại các thị trường mới nổi (Chilê, Colombia, Malaysia, Singapore, Hàn Quốc và Uruguay), trong khi Dibooglu & Kutun (2001) lại khảo sát các nền kinh tế chuyên đổi (Ba Lan và Hungary). Bhundia & Gottschalk (2003) đã sử dụng mô hình VAR ba chiều để điều tra biến động tỷ giá hối đoái danh nghĩa tại Nam Phi. Wang (2004, 2005) sử dụng một khung cơ sở tương tự để nghiên cứu biến động tỷ giá thực ở Trung Quốc. Sissoko & Dibooglu (2006) đã kiểm tra sự biến động của các biến số kinh tế vĩ mô, trong đó có tỷ giá hối đoái cho các nước châu Phi cận Sahara với mô hình SVAR. Inoue & Hamori (2009) sử dụng mô hình SVAR ba chiều để kiểm tra biến động tỷ giá cho Ấn Độ trong khi Khan

& cộng sự (2010) sử dụng một kỹ thuật tương tự cho biến động tỷ giá hối đoái ở Pakistan. Gần đây nhất, dựa trên các khung lý thuyết hiện hữu cho việc xây dựng mô hình (Kwakye 2015; Sani & Idakwoji 2014; Ajao & Igbekoya 2013; Abbas & cộng sự 2012; Adom & cộng sự 2012; Auboin 2011; Neely & Dey 2010; Ramchander & Chaudhry 2005; Kim & Roubini 2000), Adusei & Gyapong (2017) áp dụng phương pháp Partial Least Squares cho mô hình Structural Equation Modeling (PLS-SEM) cho bộ dữ liệu từ nước Ghana giai đoạn 1975–2014. Trong bài viết này, nhóm tác giả sử dụng phương pháp phân tích dữ liệu bảng với 2 mô hình là mô hình hồi quy tuyến tính tác động ngẫu nhiên (Random Effects Model) và mô hình hồi quy tuyến tính tác động cố định (Fixed Effects Model) để kiểm tra tác động của các biến số kinh tế vĩ mô đối với tỷ giá hối đoái, như một đóng góp cho các phương pháp đánh giá mối quan hệ giữa các yếu tố vĩ mô cơ bản và biến động tỷ giá hối đoái.

### **2.3. Mối quan hệ giữa các yếu tố vĩ mô và độ biến động của tỷ giá hối đoái**

Thực hiện đề tài, nhóm tác giả đã tiến hành tìm hiểu mối quan hệ và đo lường mức độ ảnh hưởng của các biến vĩ mô đến độ biến động của tỷ giá hối đoái. Trong bài nghiên cứu này, các biến vĩ mô được nhắc đến là: M2, cán cân tài khoản vãng lai, lãi suất chiết khấu, nợ nước ngoài, tăng trưởng GDP và lạm phát.

#### **2.3.1. Cung tiền và độ biến động của tỷ giá hối đoái**

Theo Kwabena Kwakye (2015), cung tiền thể hiện cách thức đo lường dòng tiền trong nền kinh tế. Khi cung tiền tăng, lượng tiền trong nền kinh tế trở nên nhiều hơn, điều này khiến lạm phát dễ xảy ra hơn dẫn đến sự mất giá của đồng nội tệ và sự biến động của tỷ giá hối đoái. Một số nghiên cứu cho rằng cung tiền sẽ gây ra tác động cùng chiều với độ biến động của tỷ giá hối đoái (Adusei & Gyapong 2017; Kwakye 2015), một số khác lại cho ra kết quả ngược lại (Adu và cộng sự 2015; Ojede & Lam 2017).

#### **2.3.2. Cán cân tài khoản vãng lai và độ biến động của tỷ giá hối đoái**

Cán cân tài khoản vãng lai cho thấy số tiền ròng mà một quốc gia đang kiếm được nếu cán cân thặng dư hoặc số tiền ròng mà một quốc gia đang chi tiêu nếu cán cân thâm hụt (Antiam 1996). Khi cán cân thay đổi sẽ tác động trực tiếp đến cung cầu ngoại tệ, thông qua đó tác động đến độ biến động của tỷ giá. Cả Adusei & Gyapong (2017) và Arratibel (2011) đều cho rằng cán cân tài khoản vãng lai có tác động ngược chiều đến độ biến động của tỷ giá hối đoái. Một nghiên cứu khác, Mirchandani (2013) có kết luận rằng không có mối quan hệ nào giữa cán cân tài khoản vãng lai và độ biến động của tỷ giá hối đoái thông qua phương pháp phân tích tương quan Pearson.

#### **2.3.3. Lãi suất tái chiết khấu và độ biến động của tỷ giá hối đoái**

Một trong những nhân tố vĩ mô quan trọng tác động đến sự biến động của tỷ giá hối đoái là lãi suất tái chiết khấu. Lãi suất tái chiết khấu là lãi suất mà ngân hàng trung ương sử dụng cho các khoản vay của các ngân hàng thương mại để đáp ứng nhu cầu ngắn hạn hay bất thường của các ngân hàng này. Khi một loại tiền tệ có lãi suất cao sẽ thu hút được nhiều nhà đầu tư, làm cho đồng tiền hấp dẫn hơn và làm tăng nhu cầu về đồng tiền (Kwakye 2015) và ngược lại, khi lãi suất thấp sẽ có xu hướng làm giảm tỷ giá hối đoái (Ezirim và cộng sự 2012). Hầu hết các nghiên cứu đều đưa ra kết luận là lãi suất có tác động ngược chiều đến độ biến động của tỷ giá hối đoái (Adusei & Gyapong 2017; Ojede & Lam 2017; Kwakye 2015; Ramasamy & Abar 2015; Mirchandani 2013).

#### **2.3.4. Nợ nước ngoài và độ biến động của tỷ giá hối đoái**

Theo Insah, B. & Chiaraah, A. (2013), nợ nước ngoài là số tiền mà một quốc gia vay mượn từ phần còn lại của thế giới. Sự thay đổi trong nợ nước ngoài có thể ảnh hưởng đến nhu cầu sử dụng ngoại tệ từ đó tác động đến sự biến động tỷ giá hối đoái (Saheed, Sani & Idakwoji 2015). Trong khi hai tác giả Adusei & Gyapong (2017) và Saheed, Sani & Idakwoji (2015) cho rằng nợ nước ngoài có tác động cùng chiều đến độ biến động của tỷ giá hối đoái; Insah & Chiaraah (2013) lại có kết luận ngược lại.

#### **2.3.5. Tăng trưởng GDP và độ biến động của tỷ giá hối đoái**

Theo định nghĩa của Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF), GDP hay Tổng sản phẩm quốc nội là giá trị thị trường của tất cả hàng hóa và dịch vụ cuối cùng được sản xuất ra trong phạm vi một quốc gia trong một khoảng thời gian nhất định. Có nhiều nghiên cứu chỉ ra mối quan hệ giữa GDP và độ biến động của tỷ giá hối đoái, một số có kết luận đây là mối tương quan cùng chiều (Adusei & Gyapong 2017; Mirchandani 2013), một số khác lại kết luận ngược lại (Adu & cộng sự 2015; Abbas & Ayaz 2012). Tuy nhiên, Ramasamy & Abar (2015) thì có kết luận rằng GDP không có tác động đến độ biến động của tỷ giá hối đoái.

### 3. PHƯƠNG PHÁP VÀ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

#### 3.1. Phương pháp nghiên cứu

Bài nghiên cứu xây dựng mô hình kinh tế lượng để đo lường sự ảnh hưởng của các biến kinh tế vĩ mô lên chế độ tỷ giá. Các biến nghiên cứu được tham khảo từ nghiên cứu đo lường tác động vĩ mô lên biến biến động tỷ giá tại Ghana với dữ liệu từ 1975 đến 2014 của Adusei và Gyapong (2016). Để đảm bảo tính vững của mô hình, nghiên cứu thực hiện phương pháp ước lượng System GMM được phát triển bởi Arellano và Bover (1995) và Blundell và Bond (1998) cho ba giai đoạn: 2001 – 2008, 2008 – 2010 và 2010 – 2015. Bond và cộng sự (2001) lập luận rằng phương pháp System GMM có thể xử lý vấn đề nội sinh tiềm tàng và các khuyết tật mô hình khác.

Phương trình (1) thể hiện quan hệ giữa các biến độc lập và phụ thuộc như sau:

$$ERVOL_{it} = \beta_0 + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 INF_{it} + \beta_3 DIS_{it} + \beta_4 CAB_{it} + \beta_5 M2_{it} + \beta_6 ED_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó, các kí hiệu  $i$  và  $t$  biểu thị cho đường chéo và chiều thời gian trong mẫu dữ liệu bảng tương ứng.

ERVOL là biến phụ thuộc đo lường biến động tỷ giá của nước  $i$  trong năm  $t$ .

GDP: tốc độ tăng trưởng.

INF: tốc độ lạm phát được tính tảo dựa vào chỉ số giá tiêu dùng.

DIS: lãi suất tái chiết khấu của ngân hàng trung ương cho ngân hàng thương mại vay.

CAB: cán cân tài khoản vãng lai.

M2: cung tiền.

ED: nợ nước ngoài.

$\varepsilon_{it}$  là các sai số ngẫu nhiên.

Nền kinh tế học hậu Keynes (Post Keynesian economics) cho rằng cung tiền trong nền kinh tế sản xuất định hướng thị trường là một biến nội sinh (Nayan và cộng sự 2013). Trong nghiên cứu của Nayan và cộng sự (2013) dựa trên lý thuyết kinh tế học hậu Keynes, họ kết luận rằng biến GDP là có tác động đến cung tiền. Đồng thời kết quả nghiên cứu của Comunale (2017) chỉ ra rằng độ biến động của tỷ giá hối đoái là có tác động đến GDP. Từ hai kết quả nghiên cứu trên, có thể thấy rằng độ biến động của tỷ giá hối đoái ở một mặt nào đó là có tác động đến cung tiền. Mặc khác, dựa trên kết quả nghiên cứu của Adusei và Gyapong (2016), cung tiền là có ảnh hưởng đến độ biến động của tỷ giá hối đoái. Từ các kết quả và lập luận trên, bài nghiên cứu này chọn cung tiền (M2) làm biến nội sinh. Đối với giai đoạn từ 2001 đến 2008, các biến công cụ gồm:  $l2.inf$ ,  $l.dis$ ,  $cab$ ,  $ed$ ,  $l.ervol$  và  $gdp$ . Đối với giai đoạn từ 2008 đến 2010, các biến công cụ gồm:  $inf$ ,  $dis$ ,  $cab$ ,  $ed$ ,  $l.ervol$  và  $gdp$ . Đối với giai đoạn từ 2010 đến 2015, các biến công cụ gồm:  $l2.inf$ ,  $l.dis$ ,  $l.cab$ ,  $ed$ ,  $ervol$  và  $l.gdp$ .

#### 3.2. Dữ liệu

Dữ liệu bảng cân bằng với 345 quan sát được thu thập từ 23 nước có nền kinh tế mới nổi theo IMF trong giai đoạn từ 2001 đến 2015, được thu thập từ World Bank - World Development Indicators, International Monetary Fund, và website chính thức của ngân hàng Trung ương các quốc gia nghiên cứu.

**Bảng 1: Mô tả dữ liệu nghiên cứu**

Biến	Mô tả biến	Đo lường	Nguồn dữ liệu	Dấu của hệ số tương quan kỳ vọng
Biến phụ thuộc				
ERVOL	Biến động tỷ giá hối đoái	Biến động tỷ giá (%)	Tính toán của tác giả	
Biến độc lập				

GDP	Tăng trưởng GDP	Tốc độ tăng trưởng GDP (% theo năm)	World Bank	-
INF	Tăng trưởng lạm phát	Lạm phát, dựa trên chỉ số giá tiêu dùng (% theo năm)	World Bank	+
DIS	Lãi suất tái chiết khấu của Ngân hàng Trung Ương	Lãi suất tái chiết khấu (%)	IMF và dữ liệu tại các NHTW của 23 nước	+
CAB	Cán cân tài khoản vãng lai	Cán cân tài khoản vãng lai /GDP	World Bank	-
M2	Cung tiền M2	Cung tiền và tương đương tiền /GDP	World Bank	-
ED	Nợ nước ngoài	Nợ nước ngoài/GDP	World Bank	+

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp.*

## 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

### 4.1. Kết quả thống kê mô tả

**Bảng 2: Mô tả thống kê các biến**

Tên biến	Quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Số nhỏ nhất	Số lớn nhất
ERVOL	345	0.907	0.867	0	6.196
GDP	343	4.275	3.881	-14.8	18.287
INF	345	7.329	9.448	-1.418	109.681
DIS	345	9.251	8.648	0.020	60.000
CAB	344	-0.134	5.370	-25.549	17.488
M2	343	61.520	34.420	18.605	202.060
ED	298	38.627	21.952	8.268	151.774
ED	298	38.627	21.952	8.268	151.774

*Nguồn: Tính toán của tác giả.*

Bảng 4.1 trình bày kết quả thống kê mô tả của các biến nghiên cứu. Dữ liệu bảng cân bằng, trong đó biến nợ nước ngoài (ED) chứa nhiều quan sát có giá trị rỗng (missing value.)

Biến ERVOL đại diện cho biến động tỷ giá hối đoái có số liệu dao động từ 0% đến 6.196%, với giá trị trung bình là 0.907%. Giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất đều thuộc là Venezuela, RB thứ tự lần lượt theo giai đoạn 2001-2007 và 2010. Điều này chứng minh Venezuela, RB đã trải qua một giai đoạn đầy biến động về tỷ giá. Bên cạnh đó, Hình 4.1, ta nhận thấy xu hướng biến động tỷ giá các nước mới nổi tăng vượt bậc vào năm 2008 và 2015.

Bảng 4.2 trình bày kết quả ma trận tương quan cho thấy hầu hết các biến đều có hệ số tương quan dưới 0.5. Riêng biệt mối quan hệ giữa biến lạm phát (INF) và DIS (lãi suất tái chiết khấu) có hệ số tương quan cao 0.742 có thể dẫn đến hàm hồi quy bị đa cộng tuyến. Tuy nhiên vấn đề này sẽ được xử lý bởi phương pháp GMM.

**Bảng 3: Tương quan giữa các biến trong mô hình**

	ERVOL	GDP	INF	DIS	CAB	M2	ED
ERVOL	1						
GDP	-0.447	1					
INF	0.415	-0.220	1				
DIS	0.291	-0.137	0.742	1			
CAB	-0.212	0.092	0.043	0.019	1		
M2	-0.156	0.184	-0.333	-0.367	0.269	1	
ED	0.256	-0.328	0.157	-0.061	-0.111	-0.173	1

*Nguồn: Tính toán của tác giả.*

### 4.2. Kết quả thực nghiệm

Phương pháp ước lượng GMM có điểm mạnh về khắc phục các khuyết tật của mô hình như phương sai thay đổi, tự tương quan và đặc biệt là hiện tượng nội sinh trong mô hình. Như đã trình bày ở Chương 3 về phương pháp nghiên cứu, đề tài nhận thấy rằng mô hình nghiên cứu có



thể gặp vấn đề nội sinh do biến độc lập bị nội sinh – biến Cung tiền (M2), vì có mối quan hệ nhân quả xảy ra theo hai chiều giữa biến độc lập và biến phụ thuộc được chứng minh dựa trên kinh nghiệm nghiên cứu.

Đề tài thực hiện xác định biến được công cụ (instrumented) và biến công cụ (instrument) dựa theo nghiên cứu của Judson và cộng sự (1996). Các biến được dự đoán là nội sinh (ngoại sinh không nghiêm ngặt) được xếp vào nhóm biến được công cụ, và các biến xác định là ngoại sinh thì được xếp vào nhóm biến công cụ. Biến công cụ có thể được tạo bằng cách sử dụng các biến ngoại sinh và độ trễ của chúng, hoặc sử dụng giá trị trễ của biến nội sinh như một biến công cụ. Theo đó, đề tài xác định biến nội sinh là biến cung tiền (M2) và các biến còn lại là các biến ngoại sinh và thực hiện lấy độ trễ của các biến này như là biến công cụ.

Tính hợp lý của các công cụ được sử dụng trong phương pháp GMM được đánh giá qua các kiểm định Arellano và Bond (1991) kiểm định sự tự tương quan, và kiểm định Hasen về sự phù hợp của biến công cụ trong mô hình.

Kiểm định Arellano – Bond

Giả thuyết:

AR (1)  $H_0$ : Không có tương quan bậc 1 với sai số trong phương trình.

P-value < 0.1: Bác bỏ  $H_0$  xảy ra hiện tượng tự tương quan bậc 1.

P-value  $\geq$  0.1: Chấp nhận  $H_0$  Không xảy ra hiện tượng tự tương quan bậc 1.

AR (2)  $H_0$ : Không có tương quan bậc 2 với sai số trong phương trình.

P-value < 0.1: Bác bỏ  $H_0$  xảy ra hiện tượng tự tương quan bậc 2.

P-value  $\geq$  0.1: Chấp nhận  $H_0$  Không xảy ra hiện tượng tự tương quan bậc 2.

**Bảng 4: Tác động của các yếu tố vĩ mô đến độ biến động của tỷ giá hối đoái trong ba giai đoạn : trước, trong và sau khủng hoảng.**

Giai đoạn	2001-2007				2008-2010				2011-2015			
	FEM	REM	GLS	GMM	FEM	REM	GLS	GMM	FEM	REM	GLS	GMM
Phương pháp												
INF	0.027* (0.014)	0.030** (0.013)	-0.005 (0.012)	-0.100*** (0.026)	0.040 (0.085)	0.016 (0.030)	0.021 (0.017)	0.037 (0.031)	0.082*** (0.014)	0.060*** (0.012)	0.044*** (0.013)	0.243* (0.131)
DIS	-0.013 (0.015)	-0.001 (0.012)	0.031*** (0.009)	0.055*** (0.018)	0.056 (0.087)	0.029 (0.029)	0.048*** (0.016)	0.058* (0.032)	0.094*** (0.019)	0.019 (0.015)	0.027** (0.011)	-0.164 (0.160)
CAB	0.042*** (0.015)	0.002 (0.012)	-0.022*** (0.008)	-0.018 (0.012)	-0.062 (0.056)	-0.057** (0.025)	-0.046*** (0.014)	-0.066** (0.031)	0.007 (0.027)	-0.014 (0.024)	-0.015 (0.013)	-0.115 (0.184)
GDP	-0.042*** (0.014)	-0.046*** (0.015)	-0.047*** (0.014)	-0.036** (0.013)	-0.068* (0.037)	-0.055* (0.029)	-0.051*** (0.014)	-0.049** (0.019)	-0.033 (0.030)	-0.112*** (0.027)	-0.077*** (0.018)	-0.182 (0.153)
ED	0.023*** (0.004)	0.017*** (0.004)	0.004** (0.002)	0.001 (0.007)	-0.037 (0.037)	-0.005 (0.007)	-0.001 (0.004)	0.000 (0.010)	0.001 (0.011)	0.004 (0.005)	0.005** (0.003)	-0.030** (0.015)
M2	0.018* (0.010)	0.003 (0.003)	0.002 (0.001)	-0.007 (0.014)	-0.011 (0.036)	0.001 (0.004)	0.000 (0.002)	0.018 (0.015)	0.040*** (0.011)	0.004 (0.003)	0.001 (0.001)	0.004 (0.013)
Cons	-1.115* (0.634)	-0.114 (0.318)	0.337** (0.150)	1.397 (1.063)	2.535 (3.123)	1.028** (0.511)	0.793*** (0.283)	-0.699 (1.022)	-3.044*** (0.986)	0.346 (0.385)	0.493** (0.213)	2.131 (1.596)
R <sup>2</sup>	0.491	0.434			0.240	0.166			0.748	0.662		
Hausman test	0.000				0.406	0.406			0.000			
Wald test	0.000								0.000			
Breusch và Pagan test						1.000						
Số quan sát				100				60				98
AR (2) test				0.809				0.429				0.535
Hasen test				0.318				0.589				0.490

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc là t-statistic. \*\*\*, \*\* và \* đại diện cho mức ý nghĩa 1%, 5% và 10% tương ứng.

Nguồn: Tính toán của tác giả

Thông thường, Kiểm định AR (1) có kết quả bác bỏ giả thuyết  $H_0$ , tức là có tự tương quan bậc 1 trong phương trình, nên kiểm định AR (2) quan trọng hơn bởi vì nó kiểm tra tự tương quan các cấp độ, vì vậy đề tài chỉ xét đến kiểm định AR (2). Trong 3 trường hợp hồi quy bằng phương pháp GMM đều có kiểm định AR (2) với p-value > 0.1, vì vậy chứng tỏ mô hình không có hiện tượng tự tương quan, kết quả trình bày ở Bảng 4.

Kiểm định Hasen

Giả thuyết  $H_0$ : biến công cụ là biến ngoại sinh (không tương quan với sai số của mô hình).

P-value < 0.1: Bác bỏ  $H_0$ , biến công cụ có tương quan với sai số

P-value  $\geq$  0.1: Chấp nhận  $H_0$ , biến công cụ không có tương quan với sai số.

Theo Bảng 4, kiểm định Hasen trong các giai đoạn trước, trong và sau khủng hoảng đều có p-value lớn hơn 0.1, nghĩa là biến công cụ có sử dụng tốt.

Bảng 4 cho thấy kết quả ước lượng được thực hiện bằng phương pháp GMM, có thể nhận thấy phương pháp GMM đã khắc phục được các khuyết tật đã nêu. So sánh giữa kết quả hồi quy bằng phương pháp GLS và GMM thì kết quả khá tương đồng về dấu nhưng khác về mức ý nghĩa thống kê. Kết quả ước lượng bằng phương pháp GMM cụ thể hệ thống như sau:

#### Yếu tố lạm phát (INF)

Ảnh hưởng của lạm phát đến biến động tỷ giá là khác nhau trong giai đoạn 2001-2015. Đối với giai đoạn trước khủng hoảng (2001-2007), lạm phát tác động ngược chiều với biến động tỷ giá, nghĩa là khi lạm phát tăng 1% lên sẽ có ảnh hưởng tích cực làm giảm biến động tỷ giá 0.1%. Điều này có thể được giải thích thông qua việc các ngân hàng Trung ương tại các quốc gia mới nổi sẽ thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ bằng cách thông qua công cụ lãi suất để giảm tình trạng lạm phát, thông qua đó bình ổn tỷ giá.

Tuy nhiên, trong giai đoạn khủng hoảng (2008-2010) lạm phát không đóng vai trò như là một yếu tố tác động đến biến động tỷ giá nữa, vì lạm phát tác động cùng chiều với biến động tỷ giá và không có ý nghĩa thống kê.

Sau giai đoạn khủng hoảng (2011-2015), lạm phát ảnh hưởng tiêu cực đến biến động tỷ giá, nghĩa là khi lạm phát tăng 1%, biến động tỷ giá cũng tăng 0.243% (điều kiện các yếu tố khác không đổi, với mức ý nghĩa 10%, lạm phát có tác động ngược chiều đến biến động tỷ giá. Điều này được giải thích khi sau giai đoạn khủng hoảng, tình hình lạm phát tăng mạnh nhưng lãi suất tái chiết khấu của ngân hàng Trung ương gần như không thay đổi. Điều này khiến cho hàng hóa trong nước trở nên mắc hơn so với hàng nhập khẩu, điều này làm cho nhập khẩu tăng, làm tăng cầu ngoại tệ, làm cho giá trị tiền tệ của quốc gia đó bị sụt giảm.

#### Yếu tố lãi suất tái chiết khấu (DIS)

Lãi suất tái chiết khấu đóng vai trò ảnh hưởng đến biến động tỷ giá trong giai đoạn 2001-2010, lãi suất tái chiết khấu có tác động cùng chiều đến biến động tỷ giá theo mức ý nghĩa thống kê khác nhau trước và trong khủng hoảng. Khi Ngân hàng Trung ương thực hiện tăng lãi suất tái chiết khấu, lãi suất trong nền kinh tế cũng tăng cùng chiều, đồng thời nhờ tác động của lãi suất thu hút các hoạt động đầu tư, làm cho cầu đồng nội tệ tăng lên làm tăng biến động tỷ giá.

#### Yếu tố cán cân tài khoản vãng lai (CAB)

Cán cân tài khoản vãng lai có tác động ngược chiều đến biến động tỷ giá tại các nước mới nổi trong giai đoạn khủng hoảng. Khi cán cân tài khoản vãng lai tăng 1% thì biến động tỷ giá giảm 0.066%. Tại các quốc gia có chế độ tỷ giá có quản lý thông qua cán cân tài khoản vãng lai để bình ổn tỷ giá hối đoái. Khi tỷ giá hối đoái tăng theo chiều hướng bất lợi đối với phần lớn các thành phần kinh tế, Ngân hàng trung ương thực hiện bán ngoại tệ và thu về nội tệ làm tăng cung ngoại tệ một khoản bằng cầu ngoại tệ và làm ổn định tỷ giá.

#### Tốc độ phát triển kinh tế (GDP)

Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi ta thấy, tốc độ phát triển tác động ngược chiều đến biến động tỷ giá. Khi tốc độ tăng trưởng GDP tăng 1% thì biến động tỷ giá theo chiều hướng giảm trong giai đoạn 2001-2010. Điều này có nghĩa là tăng trưởng kinh tế có tác động tích cực trong việc ổn định tỷ giá. Một quốc gia có tốc độ phát triển nhanh và bền vững luôn là thị trường tốt đối với các nhà đầu tư, đầu tư nước ngoài tăng, cầu nội tệ tăng dẫn đến biến động tỷ giá giảm.

#### Nợ nước ngoài (ED)

Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, giai đoạn sau khủng hoảng, nợ nước ngoài tăng tác động nghịch chiều với biến động tỷ giá. Tỷ giá và nợ nước ngoài có mối quan hệ chặt chẽ với nhau. Khi tỷ giá tăng áp lực trả nợ cộng với phần chênh lệch do biến động tỷ giá có thể trở thành gánh nặng đối với các quốc gia mới nổi. Đồng thời, nợ nước ngoài cũng có tác động đến biến động tỷ giá, nếu việc sử dụng nợ nước ngoài hỗ trợ cho việc phát triển kinh tế, xuất nhập khẩu và ở trong mức cho phép sẽ hỗ trợ làm giảm biến động tỷ giá.

#### Yếu tố cung tiền (M2)

Cung tiền không có ý nghĩa thống kê trong giai đoạn 2001-2015. Yếu tố cung tiền chưa thật sự đóng vai trò quan trọng ảnh hưởng đến biến động tỷ giá.

Tóm lại, kết quả chạy hồi quy theo 3 phương pháp FEM, REM, GLS và GMM cho thấy biến động tỷ giá hối đoái rất nhạy cảm với lạm phát và lãi suất tái chiết khấu. Theo các phương pháp hồi quy đã khẳng định biến động tỷ giá bị tác động bởi các yếu tố kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, dựa vào mỗi phương pháp ước lượng khác nhau cho kết quả hồi quy có điểm tương đồng về dấu nhưng khác nhau về mức ý nghĩa khác nhau.

## **5.KẾT LUẬN VÀ GỢI Ý CHÍNH SÁCH**

Đề tài nghiên cứu ảnh hưởng của các biến kinh tế vĩ mô đến biến động tỷ giá hối đoái của 23 nước mới nổi kết luận trong 3 giai đoạn trước khủng hoảng (2001-2007), trong khủng hoảng (2008-2010) và sau khủng hoảng (2011-2015) với phương pháp ước lượng GMM hệ thống. Đề tài đã đưa ra một cái nhìn tổng quan về tác động của các biến vĩ mô lên độ biến động của tỷ giá hối đoái. Đối với lạm phát, lãi suất tái chiết khấu và cán cân tài khoản vãng lai, tăng trưởng kinh tế và nợ nước ngoài có vai trò quan trọng đối với biến động tỷ giá nhưng kết quả không đồng nhất trong ba giai đoạn. Điều này thể hiện ở các biến vĩ mô cũng rất cần thiết để điều tiết tỷ giá cho một quốc gia, nhưng tùy theo giai đoạn thì các biến này có thể có tác động khác nhau. Đối với biến còn lại là cung tiền thì lại không có ý nghĩa gì đối với biến động tỷ giá, có thể nguyên nhân là do dữ liệu của các nước mới nổi không ổn định.

Những phát hiện này đề xuất các nhà quản lý kinh tế và cố vấn chính sách của các quốc gia, đặc biệt là các nước thị trường mới nổi nên quan tâm đến các biến số này và cân nhắc tác động của chúng trong quá trình hoạch định và thực hiện chính sách để ngăn chặn, giảm thiểu hoặc tránh các biến động ngoại hối cao. Nhiệm vụ khó khăn này đòi hỏi những quy định chặt chẽ của Chính phủ về tài khóa. Kết quả nghiên cứu cho thấy các nhà quản lý tài chính của các công ty trong nước và đa quốc gia nên quan tâm đến sự biến động của tốc độ phát triển GDP, lạm phát, cán cân tài khoản vãng lai, lãi suất tái chiết khấu của ngân hàng trung ương, và tổng nợ nước ngoài. Các biến số này có thể được sử dụng như những yếu tố đầu vào để đưa ra các quyết định kinh tế trong các hiệp định thương mại nhằm tối đa hoá lợi ích của các bên liên quan. Các nhà nhập khẩu, xuất khẩu và các tổ chức trung gian tài chính cũng nên nghiên cứu các xu hướng kinh tế vĩ mô để dự đoán sự biến động của tỷ giá, giúp quyết định phương pháp quản lý nội bộ thích hợp nhằm quản lý rủi ro tỷ giá. Một số hàm ý chính sách cho từng ảnh hưởng vĩ mô như sau:

### **5.1.Lạm phát**

Lạm phát là nhân tố tác động mạnh nhất đến biến động tỷ giá, nếu như yếu tố lạm phát được thả nổi và không có sự can thiệp bởi Chính phủ thì khi mỗi biến động của lạm phát đều tác động đến tỷ giá. Vì vậy, các quốc gia nên có những biện pháp để kiềm chế lạm phát bằng cách hạn chế việc tăng lên cung tiền, thiết lập lạm phát mục tiêu hoặc sử dụng phương pháp lạm phát "just do it". Việc này sẽ làm lạm phát ổn định theo từng thời kỳ và trước những biến động.

### **5.2.Lãi suất tái chiết khấu**

Lãi suất là một trong những công cụ điều tiết tỷ giá của các Ngân hàng Trung ương. Khi tỷ giá trên thị trường biến động mạnh, Ngân hàng Trung ương điều chỉnh cung cầu ngoại hối nhằm tác động vào tỷ giá hối đoái bằng việc thay đổi lãi suất tái chiết khấu. Lãi suất tái chiết khấu một khi tăng lên sẽ kéo theo sự tăng lên của lãi suất thị trường, do đó tăng dòng vốn đầu tư nước ngoài vào thị trường trong nước làm cho các dòng vốn nước ngoài có khuynh hướng chảy vào trong nước. Việc gia tăng các hoạt động đầu tư làm cho cầu nội tệ tăng lên do khuynh hướng đổi ngoại tệ sang nội tệ để hưởng lãi suất cao, kết quả là làm cho tỷ giá biến động tăng lên. Vì vậy, Ngân hàng Trung ương nên có các biện pháp thắt chặt tiền tệ cũng như mở rộng tiền tệ tùy theo từng kịch bản. Hơn nữa, cũng có thể sử dụng các chính sách tiền tệ không thông thường cho vay lãi suất ưu đãi với các điều kiện cụ thể.

### **5.3.Cán cân tài khoản vãng lai**

Cán cân tài khoản vãng lai thể hiện thông qua dòng tiền ròng của một quốc gia, vì vậy việc duy trì năng lực cạnh tranh trên thị trường quốc tế, củng cố vị thế cán cân thanh toán vững mạnh nên được cân nhắc kỹ lưỡng trong các quyết sách về tỷ giá mà theo đó chính phủ nên có chính sách như xóa bỏ rào cản hạn ngạch, chính sách thuế ưu đãi hoặc có các nghị định, hợp tác liên kết về chính trị, kinh tế, góp phần làm ổn định tỷ giá.

#### **5.4. Tăng trưởng kinh tế**

GDP của một nước ảnh hưởng bởi rất nhiều nhân tố như thu nhập và nguồn viện trợ, nhưng quan trọng là phát triển kinh tế của một đất nước. Vì vậy nên có các chính sách như tăng cường xuất khẩu. Đẩy mạnh các ngành công nghiệp trọng điểm của đất nước, đồng thời đào tạo tay nghề để mang lại thu nhập cao hơn và lợi ích kinh tế lớn hơn.

#### **5.5. Nợ công**

Nợ nước ngoài được thể hiện qua việc đi vay mượn qua các nước. Khi gia tăng nợ nước ngoài ở các nước mới nổi thì sẽ làm giảm biến động do đa số là nguồn viện trợ không hoàn lại hoặc có hoàn lại với lãi suất thấp. Chính phủ có thể thực hiện việc cho vay này kèm theo 1 số điều kiện sử dụng tài nguyên thiên nhiên cũng như nguồn lực hiện có của quốc gia. Tuy nhiên, Chính phủ có kế hoạch sử dụng nguồn vốn này một cách có hiệu quả và minh bạch trước công chúng.

#### **TÀI LIỆU THAM KHẢO**

- [1] [1]. Adu, G., Karimu, A. & Mensah, J.T., “An empirical analysis of exchange rate dynamics and pass-through effects on domestic prices in Ghana”, International growth centre working paper, 2015.
- [2] [2]. Adusei, M. & Gyapong, E.Y., “The impact of macroeconomic variables on exchange rate volatility in Ghana: The Partial Least Squares Structural Equation Modelling approach”, Research in International Business and Finance, vol. 42, no. Supplement C, pp. 1428-44, 2017.
- [3] [3]. Ahmad, N., Ahmed, R.R., Khoso, I., Palwishah, R.I. & Raza, U., “Impact of exchange rate on balance of payment: an investigation from Pakistan”, Research Journal of Finance and Accounting, Vol. 5, No.13, Available online, 2014.
- [4] [4]. Akhter, F. & Faruqui, N., “Effects of Macroeconomic Variables on Exchange Rates in Bangladesh”, International Journal of Scientific & Engineering Research, Vol. 6, Issue 2, pp. 1028-34, 2015.
- [5] [5]. An, L., Kim, Y. & You, Y., “Floating exchange rates and macroeconomic independence”, International Review of Economics & Finance, vol. 42, no. Supplement C, pp. 23-35, 2016.
- [6] [6]. Arratibel, O., Furceri, D., Martin, R. & Zdzienicka, A., “The effect of nominal exchange rate volatility on real macroeconomic performance in the CEE countries”, Economic Systems, vol. 35, no. 2, pp. 261-77, 2011.
- [7] [7]. Aytuğ, H., “Does the reserve options mechanism really decrease exchange rate volatility? The synthetic control method approach”, International Review of Economics & Finance, vol. 51, no. Supplement C, pp. 405-16, 2017.



# TÁC ĐỘNG CỦA TÍN DỤNG THƯƠNG MẠI ĐẾN TĂNG TRƯỞNG DOANH THU VÀ TIẾP CẬN TÍN DỤNG NGÂN HÀNG–NGHIÊN CỨU TẠI VIỆT NAM

SV: Lê Quốc Minh  
Trường Đại học Kinh Tế Thành Phố Hồ Chí Minh  
GVHD: TS. HOÀNG HẢI YẾN  
TS. TRẦN THỊ TUẤN ANH

## TÓM TẮT

Bài nghiên cứu xem xét về sự tác động của khoản phải thu lên tín dụng thương mại, từ đó tác động đến tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 2010–2016. Kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động tích cực của tín dụng thương mại đến tăng trưởng doanh thu. Đồng thời, các ngân hàng cân nhắc các yếu tố đó trong quá trình phân tích và thẩm định tín dụng để lựa chọn và đẩy mạnh sản phẩm tín dụng liên quan đến các khoản phải thu đối với các doanh nghiệp có tăng trưởng doanh thu cao. Dựa trên nền tảng kiến thức chuyên ngành đã học, bài nghiên cứu là một trong những nghiên cứu thực tiễn đầu tiên trong khía cạnh này tại thị trường Việt Nam, dữ liệu được thu thập từ sàn HOSE và sử dụng các phương pháp ước lượng Pooled Ordinary Least Squares (OLS), Fixed Effect Model (FEM), Random Effect Model (REM) và General Method of Moments (GMM) cho mẫu các doanh nghiệp đa ngành toàn diện.

**Từ khóa:** tín dụng thương mại, tăng trưởng doanh thu, tín dụng ngân hàng, HOSE.

## 1. Đặt vấn đề và mục tiêu nghiên cứu

### 1.1. Đặt vấn đề

Một trong những vấn đề quan tâm nhất đối với các doanh nghiệp trên thế giới nói chung và các doanh nghiệp ở Việt Nam nói riêng là làm sao sản xuất, kinh doanh và tiêu thụ hàng hóa một cách tốt nhất. Tín dụng thương mại là phương thức tín dụng hữu ích cho cả doanh nghiệp sản xuất và doanh nghiệp thương mại. Dựa trên các nghiên cứu của Rajan và Zingales (1995); Wilson et al (2000) đã thấy tín dụng thương mại là một phương thức giao dịch phổ biến trong các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Vấn đề tác động của nó đến tăng trưởng của các doanh nghiệp là vấn đề đáng quan tâm. Do đó bài viết nghiên cứu về tác động của tín dụng thương mại đến tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh. Trên cơ sở đó, dưới góc nhìn của tín dụng ngân hàng cân nhắc đến các yếu tố trong quá trình phân tích và thẩm định tín dụng doanh nghiệp đồng thời lựa chọn đẩy mạnh hoạt động tín dụng dựa vào khoản phải thu đối với các doanh nghiệp có tăng trưởng doanh thu cao.

### 1.2. Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu đầu tiên là nghiên cứu về sự tác động của nguồn tín dụng thương mại tới sự tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp thông qua các yếu tố như khoản phải thu, quy mô và tuổi để xem xét các yếu tố này có ảnh hưởng như thế nào đến tốc độ tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp này.

Mục tiêu sau cùng là dựa trên kết quả nghiên cứu định lượng của mục tiêu đầu tiên để tiếp cận các hình thức tín dụng ngân hàng đối với khoản phải thu giúp tăng tính gắn kết chặt chẽ giữa ngân hàng và doanh nghiệp.

## 2. Phương pháp nghiên cứu

Bài nghiên cứu thu thập và xử lý dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2016 để định lượng sự tác động của các biến khoản phải thu, quy mô và tuổi có ảnh hưởng lên tốc độ tăng trưởng doanh thu thông qua việc sử dụng các phương pháp ước lượng Pooled Ordinary Least Squares, Fixed Effect Model, Random Effect Model và General Method of Moments nhằm giải quyết cho mục tiêu đầu tiên.

Kể đến, bài nghiên cứu sử dụng phương pháp phỏng vấn sâu đối với một chuyên gia trong lĩnh vực tài chính ngân hàng nhằm nhấn mạnh việc khẳng định lại kết quả nghiên cứu định lượng

ở mục tiêu đầu, đồng thời, bài nghiên cứu thu thập ý kiến chuyên gia này về vấn đề cấp xét tín dụng ngân hàng cho các doanh nghiệp thuộc đối tượng nghiên cứu để thực hiện mục tiêu sau cùng.

### **3. Kết quả nghiên cứu**

#### **3.1. Giả thiết nghiên cứu**

Bài nghiên cứu kế thừa bài nghiên cứu gốc của Darush Yazdanfar và Peter Ohman (2015) và đưa ra bốn giả thiết nghiên cứu sau:

*H1: Tín dụng thương mại ảnh hưởng cùng chiều đến doanh thu.*

Khi nghiên cứu này điều tra về tác động của tín dụng thương mại đối với tăng trưởng doanh thu, biến phụ thuộc đã được định nghĩa là phần trăm thay đổi hàng năm của doanh thu, một biện pháp mà Garcia-Teruel và Martinez-Solano (2010), Niskanen và Niskanen (2006), và Petersen và Rajan (1997) đã sử dụng trước đây. Phù hợp với mục tiêu của nghiên cứu này, các biến độc lập chính là nguồn cung tín dụng thương mại được thể hiện trong bảng cân đối.

*H2: Tăng trưởng doanh thu năm trước tác động trực tiếp, cùng chiều đến tốc độ tăng trưởng doanh thu trong năm tiếp theo.*

Độ trễ của tăng trưởng doanh thu có thể phần nào giải thích những thay đổi trong tốc độ tăng trưởng doanh thu hiện tại (Lockett et al., 2011). Biến này được dự kiến sẽ ảnh hưởng tích cực tới tăng trưởng doanh thu hiện tại. Điều đó có nghĩa rằng tất cả các yếu tố khác là như nhau thì tốc độ tăng trưởng doanh thu một công ty có kinh nghiệm trong một khoảng thời gian trước đó thấp hơn tốc độ tăng trưởng hiện tại của nó (Baum và Locke, 2004). Các giả định cơ bản này là đặc điểm của một công ty, quan hệ thị trường và cơ cấu thị trường không thay đổi đáng kể trong ngắn hạn. Các công ty đã phát triển nhanh chóng có nhiều khả năng để có một sự tăng trưởng cao và tiếp cận tốt hơn với các nguồn lực (Lockett et al., 2011). Do đó tốc độ tăng trưởng doanh thu hiện tại của một công ty có thể sẽ bị ảnh hưởng bởi độ trễ trong tăng trưởng doanh thu.

*H3: Quy mô của một doanh nghiệp sẽ ảnh hưởng tích cực tới tăng trưởng doanh thu.*

Theo các nghiên cứu trước đây, quy mô doanh nghiệp đóng một vai trò quan trọng trong việc giải thích sự tăng trưởng vững chắc (Beck et al., 2005). Về mặt lý thuyết, các công ty lớn hơn có nhiều khả năng để tận dụng lợi thế của các nền kinh tế có quy mô và thị phần lớn hơn, khả năng tốt hơn để sử dụng công nghệ, đa dạng hóa sản phẩm tốt hơn (Jermias, 2008). Beck et al. (2005) đã gợi ý rằng quy mô doanh nghiệp ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng bền vững, mặc dù Bottazzi và Secchi (2003) tìm thấy điều ngược lại, tức là, quy mô ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng. Kể từ khi có rất ít thỏa thuận giữa các nghiên cứu trước đây, các nghiên cứu hiện tại căn cứ các giả thuyết sau đây trên thực tế là quy mô kinh tế có lợi (Jermias, 2008). Quy mô doanh nghiệp có thể được đo bằng số lượng của các vật đại diện, ví dụ, tài sản, bán hàng, và số lượng nhân viên (ví dụ Berger và Bonaccorsi di Patti, 2006; Sheikh và Wang, 2011). Quy mô doanh nghiệp ở đây đo bằng logarit tự nhiên của giá trị sổ sách của tổng tài sản.

*H4: Tuổi của một doanh nghiệp ảnh hưởng tích cực tăng trưởng doanh thu.*

Về mặt lý thuyết, khi các công ty trở nên lớn tuổi hơn họ có thể cải thiện khả năng tiếp cận với các nguồn lực tài chính (Berger và Udell, 1998), một mối quan hệ tích cực giữa tuổi thọ và tăng trưởng doanh thu là hoàn toàn có thể xảy ra.

Các tác động của tuổi tác của một doanh nghiệp về tăng trưởng của nó cũng đã được nghiên cứu rộng rãi và được coi là một biến giải thích quan trọng của sự phát triển (ví dụ Autio, 2005). Mối liên hệ giữa tuổi doanh nghiệp và tăng trưởng được coi là phức tạp, điều này giải thích sự bất đồng giữa các nghiên cứu thực nghiệm trước đó. Trong khi một số nghiên cứu thực nghiệm trước đây cho thấy tuổi của một công ty có một tác động tích cực đến sự phát triển của nó (Das, 1995 và Jovanovic, 1982), chỉ một số nhỏ lại xác định một mối quan hệ tiêu cực giữa các biến (Becchetti và Trovato, 2002; Geroski và Gugler, 2004).

#### **3.2. Kết quả nghiên cứu**

Về phương pháp định lượng, bài nghiên cứu sử dụng công cụ phần mềm thống kê Stata phiên bản 13 để ước lượng theo phương pháp Pooled Ordinary Least Squares, Fixed Effect Model và Random Effect Model, kết quả cho ra như sau:

**Bảng về kết quả của các phương pháp ước lượng**

	OLS	FEM	REM
	growth	growth	growth
account receivable	0.0150	0.0880*	0.0494
	(0.36)	(2.25)	(1.34)
lagged growth	0.889***	0.755***	0.803***
	(14.02)	(13.66)	(14.60)
size	1.505**	5.639***	3.304***
	(3.03)	(5.30)	(4.89)
age	-3.025**	20.51***	0.907
	(-2.84)	(5.58)	(0.56)
_cons	-4.235	-57.49***	-19.83***
	(-1.28)	(-8.44)	(-4.41)
N	1683	1683	1683

Các mức ý nghĩa : \*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$ .

Bài nghiên cứu tiến hành lần lượt các kiểm định F, Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier test và Hausman test để lựa chọn một trong ba mô hình nêu trên.

*Lựa chọn giữa OLS và FEM*

Dựa trên kết quả hai mô hình này trong Stata, bài viết nhận thấy  $F\text{-stat} = 0.0000 < 0.05$ , bài viết lựa chọn FEM và bác bỏ Pooled OLS.

*Lựa chọn giữa OLS và REM*

Bài viết sử dụng kiểm định Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier, kết quả cho ra  $p\text{-value} = 0.0000 < 0.05$ , bài viết chọn mô hình REM và bác bỏ Pooled OLS.

*Lựa chọn giữa FEM và REM*

Bài viết sử dụng kiểm định Hausman, kết quả cho ra  $p\text{-value} = 0.0000 < 0.05$ , bài nghiên cứu chọn FEM và bác bỏ REM.

Do đó, sau các bước trên, bài nghiên cứu đã chọn FEM là mô hình phù hợp nhất.

Bài nghiên cứu tiến hành kiểm định ba khuyết tật trên FEM là đa cộng tuyến, phương sai sai số nhiều thay đổi và tương quan chuỗi: mức ý nghĩa 5%

*Đa cộng tuyến*, mô hình có mức độ đa cộng tuyến thấp và chấp nhận được vì Mean VIF = 1.07, rất nhỏ so với 10.

*Phương sai sai số nhiều thay đổi*, mô hình xảy ra hiện tượng phương sai số nhiều thay đổi vì  $p\text{-value} = 0.0000 < 0.05$ .

*Tương quan chuỗi*, mô hình không xảy ra hiện tượng tương quan chuỗi vì  $p\text{-value} = 0.3582 > 0.05$ .

Do mô hình Fixed Effect bị hiện tượng tương quan chuỗi làm cho kết quả ước lượng sẽ không còn đáng tin cậy nên bài nghiên cứu tiến hành sử dụng phương pháp ước lượng General Method of Moments để khắc phục các khuyết tật cũng như sự nội sinh trong mô hình mà FEM không thể khắc phục được.

Kết quả sau khi ước lượng theo phương pháp General Method of Moments như sau:

**Bảng về kết quả ước lượng theo phương pháp General Method of Moments**

Biến	Hệ số hồi quy	Sai số chuẩn	$p >  z $
account receivable	0,4683961	0,0774328	0,0000
size	40,2354	3,163482	0,0000
age	-69,3465	6,542289	0,0000
lagged growth	0,5933585	0,0379841	0,0000
cons	-158.9402	19,62682	0,0000
Prob (F-stat)	0,0000		

p-value AR(1)	
p-value AR(2)	0,501

*Nguồn: Tính toán của bài nghiên cứu*

Kết quả sau cùng của phương pháp ước lượng General Method of Moments: (đơn vị %)  
 $growth = -158.9402 + 0,4683961 \times account\ receivable + 40,2354 \times size - 69,3465 \times age + 0,5933585 \times lagged\ growth + \mu$

Bài nghiên cứu sử dụng phương pháp định lượng giúp xác định mối quan hệ cùng chiều giữa tín dụng thương mại và tăng trưởng doanh thu ở các doanh nghiệp này. Kết quả định lượng cho thấy các yếu tố như khoản phải thu, quy mô có tác động cùng chiều tích cực lên tăng trưởng doanh thu, nhưng độ tuổi lại tác động ngược chiều. Do đó, kết quả định lượng phù hợp với các giả thiết H1, H2, H3 nhưng không phù hợp với giả thiết H4, đồng thời kết quả nghiên cứu này cũng tương đồng với kết quả nghiên cứu gốc của hai tác giả Darush Yazdanfar và Peter Ohman (2015) mà bài nghiên cứu đã kế thừa.

Về phương pháp định tính, cuộc phỏng vấn sâu đối với một chuyên gia tại Ngân hàng thương mại cổ phần Á Châu (ACB), cuộc đối thoại xảy ra vào chiều ngày 16/03/2018 tại Khối Tài chính thuộc Hội sở Ngân hàng thương mại cổ phần Á Châu, nội dung được bài nghiên cứu mô tả lại bên dưới.

Bài nghiên cứu sử dụng tất cả gồm 7 câu hỏi, trong đó:

4 câu hỏi đầu tiên nhằm khẳng định lại 4 giả thiết nghiên cứu mà bài đã nêu ở phần trước thông qua ý kiến của chuyên gia.

3 câu hỏi sau nhằm phục vụ cho việc tiếp cận tín dụng ngân hàng cho phía doanh nghiệp thông qua ý kiến của chuyên gia đến từ ngân hàng.

Nội dung quá trình phỏng vấn như sau:

*Tác giả (TG):* Theo anh, tín dụng thương mại có ảnh hưởng cùng chiều đến tăng trưởng doanh thu hay không?

*Chuyên gia (CG):* Theo anh là có, nếu một doanh nghiệp mà có nhiều khoản tín dụng hơn, trong khi vốn chủ sở hữu chỉ là một phần, cho nên nếu tín dụng thương mại nhiều hơn thì sẽ có khả năng mở rộng qui mô, từ đó có thể sản xuất được nhiều hơn và tăng được doanh thu tốt hơn.

*TG:* Theo anh, tốc độ tăng trưởng doanh thu của năm trước có tác động cùng chiều đến tăng trưởng doanh thu năm nay hay không?

*CG:* Câu trả lời của anh chắc chắn là có, còn tiêu cực hay tích cực cũng phải tùy vào từng tình huống. Ví dụ, trường hợp của ACB, ACB thường năm nào cũng đặt chỉ tiêu năm sau phải cao hơn năm trước, giả sử năm 2017 ACB tăng 20%, thì năm 2018 ACB hay đặt mục tiêu tăng 22% đến 25%, trong trường hợp đặt biệt, năm 2018 có những khoản thu đặc biệt làm tăng trưởng đột biến, giả sử, lên đến 100% thì năm 2019 sẽ giảm đi so với mục tiêu vì doanh thu này không được tính cho năm 2019 nữa. Kết luận của anh là có tác động nhưng tích cực hay tiêu cực cũng tùy vào từng trường hợp.

*TG:* Theo anh, qui mô của một doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực tới tăng trưởng doanh thu không?

*CG:* Câu trả lời cho câu hỏi này lúc nào cũng là có ảnh hưởng, nhưng tích cực hay tiêu cực và ảnh hưởng nhiều hay ít thì cũng tùy vào từng trường hợp. Ví dụ, qui mô tổng tài sản của Sacombank cao hơn nhiều so với ACB nhưng việc tăng trưởng doanh thu của Sacombank không phải năm nào cũng tăng cao hơn ACB.

*TG:* Theo anh, tuổi của một doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng doanh thu không?

*CG:* Câu trả lời là không. Đơn cử như ACB cũng là một doanh nghiệp, ACB năm nay đến ngày 4 tháng 6 sẽ tròn 25 tuổi, nhưng doanh thu ACB dự kiến tăng cao nhất là 30%; nhưng năm 2008 khi ACB chỉ mới 15 tuổi nhưng doanh thu ACB lại tăng đến 60%.

*TG:* Khi cấp xét duyệt tín dụng cho doanh nghiệp, anh có quan tâm nhiều đến tuổi đời và qui mô tài sản của doanh nghiệp hay không?



CG: Theo anh chắc chắn là có, không những có mà là quan tâm rất nhiều, về mức độ thì vẫn theo tùy trường hợp.

TG: Khi cấp xét duyệt tín dụng cho doanh nghiệp, anh có quan tâm đến yếu tố tăng trưởng doanh thu hay không?

CG: Dĩ nhiên là có. Xét một doanh nghiệp có doanh thu tăng cao và liên tục trong nhiều năm thì ngân hàng bên anh sẽ đánh giá cao hơn nên bên anh sẽ cấp tín dụng cho doanh nghiệp này nhiều hơn.

TG: Khi cấp xét tín dụng cho doanh nghiệp, ngoài các yếu tố như qui mô tài sản, tuổi đời hay tốc độ tăng trưởng doanh thu, thì anh còn quan tâm đến yếu tố nào khác không?

CG: Theo anh là qui mô doanh thu, ngành nghề, lịch sử trả nợ, quan hệ với các tổ chức tín dụng khác, chính bản thân chủ doanh nghiệp đó như thế nào, quan hệ doanh nghiệp với chủ doanh nghiệp đó như thế nào-hai nhóm này có tách bạch rõ không, hệ thống quản trị có rõ ràng không-liệu có sự đan chéo trong cách điều hành doanh nghiệp và điều hành sự kinh doanh cá nhân hay không.

Bài nghiên cứu vẫn có kết quả tương tự và thông qua ý kiến chuyên gia thì việc cấp xét tín dụng cho các doanh nghiệp này nếu dựa trên khoản phải thu, qui mô hay độ tuổi là điều đúng đắn. Bên cạnh đó, chuyên gia còn nêu ra một số khía cạnh khác khi xét đến việc cấp tín dụng cho doanh nghiệp để làm đầy đủ và hiệu quả thiết thực hơn.

Về cả hai phương pháp định lượng và định tính, bài nghiên cứu nhận thấy rằng hai phương pháp đều cho ra cùng một kết quả, các giả thiết như H1, H2 và H3 thì kết quả hai phương pháp đều phù hợp; nhưng H4 lại không phù hợp. Bên cạnh đó, phương pháp định tính giúp cho bài nghiên cứu tiến đến việc tiếp cận tín dụng ngân hàng cho các doanh nghiệp thuộc đối tượng nghiên cứu thông qua ý kiến chuyên gia đến từ phía ngân hàng

#### **4. Kết luận**

Bài nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho thấy được sự tác động tích cực của tín dụng thương mại đến tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp, đồng thời đưa ra một số giải pháp để tiếp cận cả tín dụng ngân hàng nhằm tăng tính gắn kết giữa doanh nghiệp và ngân hàng. Kết quả này cũng tương đồng với bài nghiên cứu gốc của hai tác giả Darush Yazdanfar và Peter Ohman (2015) mà bài nghiên cứu đã kế thừa và phát huy để kiểm định tại thị trường Việt Nam. Bài nghiên cứu nhấn mạnh kết quả phù hợp với các giả thiết H1, H2, H3 nhưng không phù hợp với giả thiết H4. Cụ thể như sau :

*Đối với giả thiết H1- Tín dụng thương mại ảnh hưởng cùng chiều đến doanh thu*, các doanh nghiệp có hoạt động giao thương với nhau tốt, hoạt động tín dụng thương mại mua bán chịu hàng hóa nhiều hơn sẽ phần nào giúp cho việc tăng trưởng doanh thu được cải thiện.

*Đối với giả thiết H2-Tăng trưởng doanh thu năm trước tác động trực tiếp, cùng chiều đến tốc độ tăng trưởng doanh thu trong năm tiếp theo*, thực tế cho thấy rằng, bất cứ một doanh nghiệp nào muốn tồn tại và phát triển trên một thị trường kinh doanh ngày càng cạnh tranh thì doanh thu năm sau phải có tốc độ tăng trưởng cao hơn năm trước, đây là một sự thật hiển nhiên đối với các doanh nghiệp lúc nào cũng muốn hướng đến và thực hiện.

*Đối với giả thiết H3-Quy mô của một doanh nghiệp sẽ ảnh hưởng tích cực tới tăng trưởng doanh thu*, các doanh nghiệp có quy mô tài sản lớn hơn sẽ có nhiều điều kiện tốt hơn để tham gia vào các thị trường trong và ngoài nước tốt hơn, ở đó, thị trường tiêu thụ lớn giúp cho doanh thu được cải thiện đáng kể. Mặc khác, các doanh nghiệp có qui mô nhỏ thường sẽ khó chịu được áp lực về khả năng tài chính từ các công ty lớn trong sự cạnh tranh, đơn cử về giá nên các doanh nghiệp nhỏ rất khó khăn trong vấn đề này.

*Đối với giả thiết H4-Tuổi của một doanh nghiệp ảnh hưởng tích cực tăng trưởng doanh thu*, kết quả nghiên cứu lại đi ngược lại giả thiết H4 này, theo dữ liệu thu thập trên sàn HOSE cùng với một số phương pháp ước lượng thống kê khoa học cho thấy một sự tác động ngược chiều từ độ tuổi đến tăng trưởng doanh thu. Hiện cũng đang có rất nhiều tranh cãi xung quanh giả thiết này. Bài nghiên cứu dựa trên kết quả đã tìm được, cho thấy một doanh nghiệp có tuổi đời hoạt động càng lâu thì tốc độ tăng trưởng doanh thu có phần chậm lại hơn so với một số doanh nghiệp

có tuổi đời trẻ hơn. Đơn giản, các doanh nghiệp có tuổi đời còn trẻ, mới thành lập trong giai đoạn hiện nay, giai đoạn áp dụng khoa học công nghệ vào kinh doanh thì sẽ dễ dàng đạt được sự tăng trưởng doanh thu vượt bậc. Mặt khác, các doanh nghiệp hình thành lâu đời có khả năng còn sử dụng máy móc hay tài sản cố định lâu, quá thời gian khấu hao, gây ảnh hưởng lên chất lượng, số lượng hay năng suất của sản phẩm dẫn đến hàng bán trả lại nhiều, doanh thu có phần kém đi nhiều.

Điều này có thể nhận định rằng các doanh nghiệp dù ở các quốc gia phát triển như khu vực Châu Âu hay đang phát triển như Việt Nam thì thương mại tín dụng giữa các doanh nghiệp đều có tác động tích cực tới tăng trưởng doanh thu và tiếp cận tín dụng ngân hàng phù hợp để doanh nghiệp và ngân hàng có thêm một sợi dây liên kết bền chặt hơn.

### **5. Lời cảm ơn**

Bài nghiên cứu xin gửi lời cảm ơn chân thành đến cô Hoàng Hải Yến đã hỗ trợ trong việc định hướng nội dung kinh tế trong đề tài. Bài nghiên cứu gửi lời cảm ơn đến cô Trần Thị Tuấn Anh đã hỗ trợ về hình thức trình bày cùng nền tảng thiết lập và thực hiện mô hình định lượng nghiên cứu. Bài nghiên cứu chân thành cảm ơn sự hợp tác phỏng vấn sâu của chuyên gia Nguyễn Xuân Hiệp-Khối Tài chính của Ngân hàng thương mại cổ phần Á Châu. Cuối cùng, bài nghiên cứu cũng cảm ơn sự hỗ trợ cho ý kiến quý báu của nhóm sinh viên Hồ Thị Thảo, Trần Ngọc Trân, Trần Thị Hoàng Yến, Phan Thị Hải Yến thuộc khoa ngân hàng tại Trường Đại học Kinh Tế TP.HCM và thầy Huỳnh Lưu Đức Toàn-Trưởng Ban Nghiên Cứu Khoa Học Trường Đại học Ngân hàng TP.HCM trong việc cho ý kiến mô hình định lượng được tốt hơn.

### **TÀI LIỆU THAM KHẢO**

- [1] Darush Yazdanfar and Peter Öhman , (2015)," The impact of credit supply on sales growth: Swedish evidence ", International Journal of Managerial Finance, Vol. 11 Iss 3 pp. 329 – 340
- [2] Garcia-Teruel, P.J. and Martinez-Solano, P. (2010), “Determinants of trade credit: a comparative study of European SMEs”, International Small Business Journal, Vol. 28 No. 3, pp. 215-233
- [3] Martinez-Sola, C., Garcia-Teruel, P.J. and Martinez-Solano, P. (2014), “Trade credit and SME profitability”, Small Business Economics, Vol. 42 No. 3, pp. 561-577.
- [4] Schwartz, R.A. (1974), “An economic model of trade credit”, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 9 No. 4, pp. 643-657.
- [5] Autio, E. (2005), “Creative tension: the significance of Ben Oviatt’s and Patricia McDougall’s article ‘toward a theory of international new ventures’”, Journal of International Business Studies, Vol. 36 No. 1, pp. 9-19.
- [6] Baum, J.R. and Locke, E.A. (2004), “The relationship of entrepreneurial traits, skill, and motivation to subsequent venture growth”, Journal of Applied Psychology, Vol. 89 No. 4, pp. 587-598.
- [7] Becchetti, L. and Trovato, G. (2002), “The determinants of firm growth for small and medium sized firms: the role of the availability of external finance”, Small Business Economics, Vol. 19 No. 4, pp. 291-306.
- [8] Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. and Maksimovic, V. (2005), “Financial and legal constraints to growth: does firm size matter?”, The Journal of Finance, Vol. 60 No. 1, pp. 137-177.

# MỐI QUAN HỆ GIỮA VỐN TỔ CHỨC VÀ VÒNG ĐỜI DOANH NGHIỆP: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM.

SV: Trần Quỳnh Như, Cao Ngọc Hạnh Uyên

ĐH Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

GVHD: PGS.TS. Nguyễn Thị Ngọc Trang

TS. Trần Thị Tuấn Anh

## TÓM TẮT

*Bài nghiên cứu chủ yếu tập trung vào việc xem xét mối quan hệ giữa vốn tổ chức và vòng đời của doanh nghiệp. Tác giả đã đưa ra các lập luận về vốn tổ chức cũng như vòng đời của doanh nghiệp và tiến hành đặt ra giả thuyết, kiểm tra thực nghiệm mối quan hệ giữa hai nhân tố này. Liệu các doanh nghiệp có vốn tổ chức cao có nhiều khả năng sẽ đang ở giai đoạn nào trong vòng đời của doanh nghiệp? Liệu các doanh nghiệp có chuyển đổi từ giai đoạn này sang giai đoạn khác theo thời gian liên quan đến việc họ đầu tư vào vốn tổ chức như thế nào hay không? Liệu có sự khác biệt đáng kể nào của vốn tổ chức giữa các giai đoạn khác nhau trong vòng đời doanh nghiệp. Các phát hiện của tác giả gợi ý rằng các doanh nghiệp có vốn tổ chức cao có nhiều khả năng sẽ ở giai đoạn khởi sự, tăng trưởng và suy thoái.*

**Từ khóa:** Vốn tổ chức, Vòng đời doanh nghiệp.

## 1. GIỚI THIỆU

Việt Nam-một quốc gia đang phát triển-một nền kinh tế thị trường định hướng XHCN đang rất nỗ lực trong việc đầu tư vào cơ sở vật chất, kỹ thuật nhằm phát triển đất nước. Không nằm ngoài xu hướng đó, các doanh nghiệp tại Việt Nam cũng tích cực đầu tư hơn vào vốn vật chất mà ít tập trung vào thứ gọi là “vốn tổ chức”-một nguồn lực vô hình. Trong khi vốn tổ chức được định nghĩa là sự tích lũy kiến thức cụ thể về doanh nghiệp mà "cho phép hoạt động, đầu tư và cải tiến để đạt được hiệu quả cao, đại diện bởi sự tập hợp các công nghệ - thực tiễn kinh doanh, các quy trình và thiết kế" (Lev và cộng sự, 2009, tr. 277) và thể hiện dưới các quy trình, hệ thống và văn hoá ở doanh nghiệp... Các nghiên cứu trước đây cho thấy vốn tổ chức đóng một vai trò quan trọng trong việc nâng cao hiệu quả và năng suất của doanh nghiệp. Trong các nghiên cứu gần đây, cả Peters và Taylor (2017) và Eisfeldt và Papanikolaou (2014) đã nhấn mạnh rằng vốn của tổ chức là một phần quan trọng của chứng khoán vốn Mỹ và toàn cầu. Ngoài ra các nghiên cứu khác (Lev và Radhakrishnan 2005, Lev và cộng sự, 2009) cũng cho thấy đầu tư vào vốn của tổ chức tạo nên cơ sở lợi thế cạnh tranh bền vững.

Tuy nhiên, những năm gần đây các doanh nghiệp Việt Nam bắt đầu chú trọng hơn vào các nguồn lực vô hình như thương hiệu, văn hóa doanh nghiệp cũng như đẩy mạnh nghiên cứu và phát triển sản phẩm hơn,... Các doanh nghiệp cũng nhận định được mình đang ở giai đoạn nào trong vòng đời nhờ vào việc hội nhập thế giới tốt hơn hoặc nhờ vào sự đánh giá của các chuyên gia phân tích tài chính,... giúp hoạt động kinh doanh của họ được hiệu quả hơn.

Trước đây, đã có Atkeson và Kehoe (2005) (A & K (2005)), các nhà kinh tế từ lâu đã nghĩ rằng vòng đời của doanh nghiệp (FLC) được định hướng bởi vốn tổ chức. Xuất phát từ những nghiên cứu trước đây cũng như mong muốn xác định được mối quan hệ giữa vốn tổ chức và vòng đời doanh nghiệp, tác giả tiến hành thực nghiệm tại các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE. Tuy nhiên, cách tiếp cận của bài nghiên cứu này dựa trên quan điểm nguồn lực cơ sở (RBV) của doanh nghiệp – nghiên cứu tiên phong của Penrose (1959) - người đã chứng minh rằng các mô hình và đường dẫn chung trong việc phát triển nguồn lực tiềm tàng phụ thuộc vào sự tồn tại và ứng dụng các nguồn lực có giá trị, hiếm,... tạo ra cơ sở lợi thế cạnh tranh cho doanh nghiệp. Vì vốn tổ chức có thể được coi là một nguồn lực cơ sở đặc trưng của doanh nghiệp và có thể là một nguồn lợi thế cạnh tranh bền vững (Lev và cộng sự, 2009.) , RBV ngụ ý rằng vốn tổ chức là một trong những tiền thân cho phép các doanh nghiệp chuyển từ giai đoạn này sang giai đoạn khác. Do đó, bằng cách lấy cả vai trò của vốn tổ chức trong việc hình thành nguồn lực cơ sở và vai trò của nguồn lực cơ sở trong việc ảnh hưởng đến giai đoạn trong vòng đời doanh

nghiệp, bài nghiên cứu tiến hành tìm ra câu trả lời cho hai câu hỏi quan trọng: (1) Liệu có sự khác nhau về vốn tổ chức giữa các giai đoạn khác nhau trong vòng đời? (2) Các doanh nghiệp có vốn tổ chức cao có nhiều khả năng trong giai đoạn cụ thể hơn so với các doanh nghiệp có vốn đầu tư thấp? (3) Liệu các doanh nghiệp có chuyển đổi từ giai đoạn này sang giai đoạn khác theo thời gian liên quan đến mức độ đầu tư vào vốn tổ chức của họ? Kết quả cho thấy có sự khác biệt đáng kể về vốn tổ chức giữa các giai đoạn khác nhau trong vòng đời và những doanh nghiệp có vốn tổ chức cao có khả năng đang ở trong giai đoạn khởi sự, tăng trưởng và suy thoái bằng mô hình logit đa thức (giai đoạn rung chuyển làm giai đoạn cơ sở).

Phần tiếp theo trong bài nghiên cứu gồm Tổng quan nghiên cứu và phát triển giả thuyết; Phương pháp nghiên cứu; Kết quả nghiên cứu và thảo luận kết quả; Kết luận.

## **2. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU VÀ PHÁT TRIỂN CÁC GIẢ THUYẾT**

### **2.1. Vốn tổ chức**

Lý thuyết về kinh tế và quản lý đã nhận thức được tầm quan trọng to lớn của vốn tổ chức nhằm cải thiện hiệu quả và năng suất hoạt động của doanh nghiệp. Lý thuyết quản lý ban đầu định nghĩa vốn tổ chức theo quan điểm thực tiễn quản lý cụ thể như là phân quyền quản lý (Caroli và Reenen 2001), các hệ thống công việc hiệu quả cao (Bailey và cộng sự, 2000) và cơ hội giao tiếp với nhân viên ngoài nhóm làm việc. Tuy nhiên, theo lý thuyết kinh tế lại cho rằng vốn tổ chức theo quan điểm tài sản thông tin (Prescott và Visscher 1980, Squicciarini và Mouel 2012), và ước tính ảnh hưởng của nó tới kết quả hoạt động của công ty (Carlin và cộng sự, 2012; Eisfeldt và Papanikolaou 2013; Lev và các cộng sự 2009).

Có hai quan điểm về sự tồn tại của vốn tổ chức. Một là theo Eisfeldt và Papanikolaou (2013), vốn tổ chức là bí quyết của công ty, nó tập hợp các quy trình sản xuất và bán hàng một cách đặc biệt. Prescott và Visscher (1980) cũng cho rằng vốn tổ chức được thể hiện trong chính nhân viên của tổ chức và mạng lưới xã hội của họ. Một quan điểm khác lại xem vốn tổ chức được thể hiện trong chính tổ chức, vì nó bắt nguồn từ thực tiễn, quy trình và hệ thống của chính công ty đó và không thể thay thế được ngay cả khi nhân viên bị thay thế (A & K 2005; Radhakrishnan 2005, Lev và cộng sự, 2009, Tomer 1987). Quan điểm này phù hợp với RBV (quan điểm dựa trên nguồn lực) sẽ được xem xét ở phần sau.

Theo bài nghiên cứu, vốn tổ chức là một tập hợp các quy trình, văn hóa và bí quyết đã được chuẩn hóa để phát triển hệ thống sản xuất và tích hợp các kỹ năng của con người và vốn vật chất để tạo ra mức lợi nhuận cao hơn từ nguồn lực nhất định một cách nhất quán và hiệu quả.

### **2.2. Vốn tổ chức là nguồn lực cơ sở**

RBV lập luận rằng các nguồn lực sở hữu bởi một công ty là những yếu tố quyết định chính cho hoạt động của công ty. Một công ty được xem như một tập hợp các nguồn lực, phát triển theo thời gian, được tích hợp và khai thác trong các hoạt động sản xuất liên tục để cung cấp giá trị kinh doanh. Các nguồn lực có thể kể đến như là: tên thương hiệu, kiến thức về công nghệ, sử dụng lao động có tay nghề, máy móc, thủ tục hiệu quả, vốn,... Quan điểm của Barney (1991) cũng định nghĩa nguồn lực một cách tương tự bao gồm tất cả các tài sản hữu hình, vô hình và các năng lực tiềm tàng của doanh nghiệp. Makadok (2001) cho rằng năng lực tiềm tàng là một loại nguồn lực đặc biệt, cụ thể là nguồn lực riêng không thể chuyển nhượng mà nhằm nâng cao năng suất của các nguồn lực khác của công ty.

Nghiên cứu của Eisfeldt và Papanikolaou (2013) cho thấy các doanh nghiệp có vốn tổ chức nhiều hơn thì có năng suất, Tobin's Q và tỷ suất sinh lợi đã điều chỉnh rủi ro cao hơn. Lev và các cộng sự (2009) cũng thấy rằng vốn tổ chức có liên quan đến hoạt động dài hạn và hoạt động chứng khoán một cách tích cực. Họ cũng lưu ý rằng đầu tư vào vốn tổ chức đóng vai trò là nguồn lợi thế cạnh tranh bền vững. A & K (2005) ước tính rằng các khoản thanh toán từ vốn tổ chức chiếm hơn một phần ba số tiền thanh toán từ vốn vật chất. Carlin và các cộng sự (2012) cũng thừa nhận rằng vốn tổ chức là một nguồn lực đáng kể về giá trị của doanh nghiệp.

Các khái niệm và bài học rút ra từ các tài liệu về kinh tế và quản lý nêu trên hỗ trợ cho quan điểm cho rằng vốn tổ chức bao gồm kiến thức, bí quyết và thực tiễn kinh doanh và các quá trình làm cho công ty tích hợp nguồn vốn con người và vật chất một cách hiệu quả nhất để tạo ra hiệu



quả sản xuất và đạt được một lợi thế cạnh tranh bền vững. Hơn nữa, theo quan điểm chiến lược, vốn của tổ chức có giá trị, hiếm và khó tái tạo và thay thế. Tóm lại, vốn của tổ chức là nguồn lực có giá trị cho phép các doanh nghiệp đạt được lợi thế cạnh tranh bền vững.

### **2.3. Nguồn lực cơ sở là nền tảng cho FLC**

Lý thuyết RBV cho rằng sự tồn tại và áp dụng các nguồn lực có giá trị, khan hiếm, bất động và không thể bắt chước được tạo ra cơ sở cho lợi thế cạnh tranh bền vững (theo Barney 1991) và nguồn lực này quyết định sự chuyển đổi của các doanh nghiệp qua các giai đoạn của vòng đời (nghiên cứu của Friesen 1984, Quinn và Cameron 1983). Wernerfelt (1984) cho rằng các doanh nghiệp sở hữu các nguồn lực, bởi vì các nguồn lực này cho phép họ đạt được lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ cạnh tranh, và giúp họ đạt được hiệu quả lâu dài vượt trội, và do đó kiếm được lợi nhuận trên mức trung bình. Lý thuyết dựa trên nguồn lực động của Helfat và Peteraf (2003) cho thấy lợi thế và bất lợi cạnh tranh thay đổi theo thời gian. Do đó, để giải thích lợi thế cạnh tranh, quan điểm dựa vào nguồn lực phải kết hợp sự tiến triển theo thời gian của các nguồn lực và khả năng tạo thành cơ sở lợi thế cạnh tranh. Lý thuyết này kết hợp các giai đoạn của vòng đời từ giai đoạn thành lập, phát triển và trưởng thành của các năng lực tiềm tàng. Lý thuyết còn đề xuất rằng sự tăng trưởng của doanh nghiệp phụ thuộc vào sự tương tác hiệu quả giữa các nguồn lực và sự quản lý. Như vậy, năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp dựa trên các nguồn lực của doanh nghiệp cũng như các nguồn lực tiềm tàng sẽ dẫn đến các doanh nghiệp rơi vào giai đoạn nào trong vòng đời.

Nghiên cứu của Dierickx và Cool (1989) chỉ ra rằng việc bắt chước các nguồn lực phụ thuộc vào nguồn lực của đối thủ có dễ dàng được nhân rộng hoặc thay thế hay không? Để bảo vệ những nguồn lực không bị bắt chước bởi các đối thủ cạnh tranh, các doanh nghiệp thường xây dựng và tích lũy các nguồn lực riêng cho mình để tạo ra những nguồn lực cơ sở không thể mua bán, không thể bắt chước và không thể thay thế được. Quá trình xây dựng và tích lũy cho thấy rằng những nguồn lực cơ sở là kết quả tích lũy của việc đưa ra các lựa chọn chiến lược thích hợp về các hoạt động đầu tư và tài chính tương thích với những hệ thống, chính sách và kiến thức một cách kiên định trong một khoảng thời gian. Nó cũng cho thấy rằng các lựa chọn chiến lược về đầu tư và tài chính có thể được điều chỉnh trong ngắn hạn, trong khi nguồn lực cơ sở thì không thể. Do đó, nếu doanh nghiệp nào tiên phong tích lũy được nguồn lực cơ sở này sẽ ít phải chịu sự đe dọa bắt chước của các đối thủ cạnh tranh.

### **2.4. Vốn tổ chức là một yếu tố quyết định của vòng đời doanh nghiệp (FLC)**

Các nghiên cứu thực nghiệm gần đây về tài chính và kế toán điều tra tác động của FLC đối với các quyết định tài chính của doanh nghiệp. Các nghiên cứu này cho thấy vai trò của FLC trong việc xác định cấu trúc tài chính (Bender và Ward 1993, Berger và Udell, 1998), chính sách chi trả cổ tức (DeAngelo và cộng sự 2006, Fama và French năm 2001), mức độ nắm giữ tiền mặt (Faff và các cộng sự 2016), và tỷ lệ mua lại (Arikan và Stulz 2016), rủi ro doanh nghiệp (Habid và Hasan 2017), chi phí sử dụng vốn (Hasan và cộng sự, 2015), và các chiến lược tái cấu trúc trong thời gian căng thẳng về tài chính (Koh và cộng sự, 2015). Mặc dù nỗ lực nghiên cứu để hiểu được vai trò của FLC trong việc ảnh hưởng đến các quyết định tài chính của công ty, nhưng chưa tìm thấy nghiên cứu nào cho thấy FLC bị ảnh hưởng bởi vốn tổ chức của công ty, một nguồn tài nguyên bền vững.

### **2.5. Phát triển giả thuyết**

Dickinson (2011) phát triển phương pháp đo lường vòng đời doanh nghiệp một cách cụ thể bằng cách triển khai dữ liệu từ báo cáo lưu chuyển tiền tệ của doanh nghiệp. Bài nghiên cứu cho rằng dòng tiền thể hiện những đặc tính khác nhau của doanh nghiệp về lợi nhuận, khả năng tăng trưởng và rủi ro, do đó có thể sử dụng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (OANCF), dòng tiền từ hoạt động đầu tư (IVNCF) và dòng tiền từ hoạt động tài chính (FINCF) để xếp các doanh nghiệp vào từng giai đoạn trong vòng đời chẳng hạn như giai đoạn “khởi sự”, “tăng trưởng”, “trưởng thành”, “rung chuyển” và “suy thoái”. Phương pháp này được thể hiện như bảng dưới đây:

**Bảng 1: Mô tả diễn biến của các giai đoạn trong vòng đời của doanh nghiệp:**

	Khởi sự	Tăng trưởng	Trưởng thành	Rung chuyển			Suy thoái	
OANCF	-	+	+	-	+	+	-	-
IVNCF	-	-	-	-	+	+	+	+
FINCF	+	+	-	-	+	-	+	-

Các giai đoạn được đo lường theo phương pháp Dickinson (2011). OANCF: dòng từ từ hoạt động kinh doanh; IVNCF: dòng tiền từ hoạt động đầu tư; FINCF: dòng tiền từ hoạt động tài chính

Các giả thuyết được kiểm chứng trong bài nghiên cứu bao gồm:

Giả thuyết H1: Các doanh nghiệp có vốn tổ chức cao có thể đang trong giai đoạn khởi sự của vòng đời

Giả thuyết H2: Các doanh nghiệp có vốn tổ chức thấp có nhiều khả năng rơi vào giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành

Giả thuyết H3a: Doanh nghiệp có vốn tổ chức cao có thể đang trong giai đoạn suy thoái

Giả thuyết H3b: Doanh nghiệp có vốn tổ chức thấp có thể đang trong giai đoạn suy thoái

Giả thuyết H4: Doanh nghiệp đầu tư nhiều hơn vào vốn tổ chức sẽ có khả năng ít hơn (nhiều hơn) chuyển sang giai đoạn khởi sự hoặc rung chuyển hoặc suy thoái (tăng trưởng hoặc trưởng thành) trong tương lai.

### 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

#### 3.1. Dữ liệu

Bài nghiên cứu sử dụng một mẫu dữ liệu về tình hình tài chính của 201 doanh nghiệp được niêm yết trên sàn Giao dịch chứng khoán Tp.HCM (HOSE). Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp trong giai đoạn từ 2008 đến 2016 trên các trang Vietstock, Worldbank, Cafef, Bảo Việt, cophieu68 và các dữ liệu thứ cấp do tác giả tính toán. Mẫu dữ liệu của bài nghiên cứu bao gồm 1809 quan sát. Sở dĩ, tác giả chọn giai đoạn từ 2008 vì giai đoạn trước năm này, số liệu về các doanh nghiệp niêm yết không được đầy đủ và không có sẵn. Dữ liệu nghiên cứu bao gồm 9 nhóm ngành phi tài chính được phân loại theo chuẩn Phân loại Toàn cầu (GICS).

**Bảng 2: Thống kê nhóm ngành của các doanh nghiệp trong mẫu quan sát (bảng phân ngành GICS).**

#### 3.2. Mô tả biến

Nhóm ngành	Số doanh nghiệp trong mẫu	Phần trăm so với mẫu
Bất động sản	22	10.9%
Công nghệ thông tin	5	2.5%
Công nghiệp	67	33.3%
Chăm sóc sức khỏe	8	4%
Dịch vụ tiện ích	13	6.5%
Hàng tiêu dùng	5	2.5%
Hàng tiêu dùng thiết yếu	39	19.4%
Năng lượng	5	2.5%
Nguyên vật liệu	37	18.4%
Tổng cộng	201	100%

##### 3.2.1. Biến phụ thuộc: Vòng đời doanh nghiệp (FLC)

Bài nghiên cứu tiến hành đo lường vòng đời của doanh nghiệp theo phương pháp nghiên cứu của Dickinson (2011). Theo nghiên cứu của bà, vòng đời doanh nghiệp được chia làm 5 giai đoạn: khởi sự, tăng trưởng, trưởng thành, rung chuyển và suy thoái. Phương pháp đo lường đã được đề cập bên trên.

##### 3.2.2. Biến độc lập: Vốn tổ chức (OC/PPE)

Đối với biến độc lập bài nghiên cứu sử dụng phương pháp của Eisfeldt và Papanikolaou (2013) để đo lường thông qua chi phí hoạt động SGA (chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh

ngiệp). Eisfeldt và Papanikolaou (2013, trang 1380) cho rằng "phần lớn chi phí quản lý & bán hàng bao gồm các chi phí liên quan đến lao động và chi phí đầu tư cho hệ thống thông tin (lương bổng, đào tạo, tư vấn,...), phù hợp với ý tưởng rằng bất kỳ giá trị tích lũy nào cũng có giá trị đối với doanh nghiệp". Lev và các cộng sự (2009) cũng cho rằng chi phí quản lý và bán hàng bao gồm các chi phí liên quan đến phát triển hệ thống thông tin, đào tạo nhân viên, R & D, chi phí tư vấn và quảng bá thương hiệu. Đây là những thứ hình thành nên vốn tổ chức.

Bài nghiên cứu tiến hành đo lường OC dựa trên phương pháp kê khai thường xuyên. Cụ thể, bài nghiên cứu tính toán vốn tổ chức mỗi năm như sau:

$$OC_{i,t} = OC_{i,t-1} (1-\delta_0) + \frac{SGA_{i,t}}{CPI_t} \quad (1)$$

$$OC_{i,t0} = \frac{SGA_{i,t0}}{g+\delta_0} \quad (2)$$

Trong đó :

OC : vốn tổ chức của doanh nghiệp i trong năm cụ thể t.

$\delta_0$  : tỷ lệ khấu hao của OC. Trong bài nghiên cứu, tác giả sử dụng tỷ lệ khấu hao là 15% theo nghiên cứu của Eisfeldt và Papanikolaou (2013). Tỷ lệ này cũng được Hall và Mairesse (1995), Zhang và các cộng sự (2012) và Cục Phân tích Kinh tế sử dụng để ước tính tỷ lệ khấu hao của R&D.

SGA : chi phí hoạt động (chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp).

CPI : chỉ số giá tiêu dùng.

G : tốc độ tăng trưởng của vốn tổ chức, được ước lượng bằng tốc độ trung bình của SGA.

### 3.2.3. Biến kiểm soát

Nhằm đảm bảo tính chặt chẽ, vững vàng cho mô hình, bài nghiên cứu thêm vào nhiều biến kiểm soát có những đặc thù riêng cho từng biến. Bài nghiên cứu tiến hành đưa vào các biến kiểm soát như sau: LEV, SIZE (theo nghiên cứu của Mata và Portugal 1994, Perez và các cộng sự 2004), MTB (theo nghiên cứu của Dickinson 2011), CHANGE SALES, CAPEX/TA, ROE (theo nghiên cứu của Anthony và Ramesh 1992), AGE (Perez và các cộng sự 2004), ATO.

**Bảng 3: Tóm tắt mô tả biến và cách đo lường**

Tên biến	Định nghĩa và cách đo lường
<b>Biến độc lập chính</b>	
OC/PPE	Tỷ số giữa vốn tổ chức trên tài sản cố định hữu hình.
<b>Biến phụ thuộc</b>	
FLC	Biến phân loại đại diện cho 5 giai đoạn khác nhau của vòng đời (giai đoạn khởi sự =1, tăng trưởng =2, trưởng thành =3, rung chuyển =4 và suy thoái =5)
RE/TA	Lợi nhuận giữ lại trên tổng tài sản.
RE/TE	Lợi nhuận giữ lại trên vốn chủ sở hữu.
<b>Biến kiểm soát</b>	
SIZE	Logarit tự nhiên của giá trị thị trường vốn chủ sở hữu tại thời điểm cuối năm.
MTB	Tỷ số giữa giá trị thị trường ở thời điểm cuối năm trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu.
LEV	Đòn bẩy tài chính, được đo lường bằng tỷ số giữa tổng nợ vay ngắn hạn và dài hạn trên tổng nguồn vốn.
ROE	Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu, được đo lường bằng lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu
CHANGE SALES	Tốc độ tăng trưởng doanh thu
CAPEX/TA	Tỷ số giữa chi tiêu vốn trên tổng tài sản
AGE	Tuổi của doanh nghiệp là số năm doanh nghiệp đi vào hoạt động tính đến thời điểm quan sát. Trong bài nghiên cứu, AGE được tính bằng logarit tự nhiên của (1+tuổi doanh nghiệp).
ATO	Vòng quay tổng tài sản, được đo lường bằng doanh thu thuần trên tổng tài sản.

### 3.3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Bài nghiên cứu sử dụng mô hình thực nghiệm dựa trên nghiên cứu của Mostafa Monzur Hasan và Adrian (Wai-Kong) Cheung (2017) để xem xét sự tác động của vốn tổ chức đến vòng

đời của doanh nghiệp tại thị trường Việt Nam. Mô hình logit đa thức được dùng trong bài nghiên cứu. Mô hình này vô cùng phù hợp với bài nghiên cứu bởi biến phụ thuộc (ví dụ FLC) là biến phân loại.

$$\log\left(\frac{\pi_{itr}}{\pi_{it1}}\right) = \alpha_r + x_{it}'\beta_r + u_{ir} \quad r = 1 \dots R \quad (3)$$

Trong đó:

$\pi_{itr} = \Pr(Y_{it}=r)$ : xác suất của doanh nghiệp  $i$  trong giai đoạn  $r$  của vòng đời tại năm  $t$

$\alpha_r$ : hệ số chặn

$\beta_r$ : hệ vecto  $p$  của hệ số hồi quy  $x_{it}$

$u_{ir}$ : sai số tuân thủ theo phân phối chuẩn

$x_{it}$ : đại diện cho các biến độc lập và các biến kiểm soát: quy mô doanh nghiệp (SIZE), tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (MTB), cấu trúc vốn (LEV), tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE), tốc độ tăng trưởng của doanh thu ( $\Delta SALES$ ), chi tiêu vốn (CAPEX), tuổi doanh nghiệp (AGE), vòng quay tổng tài sản (ATO).

Hàm xác suất doanh nghiệp  $i$  là:

$$l(\alpha_r, \beta_r, \Sigma) = \int_{-\infty}^{+\infty} \left\{ \prod_t \left[ \frac{\exp(\alpha_r + x_{it}'\beta_r + u_{ir})}{\sum \exp(\alpha_q + x_{it}'\beta_q + u_{iq})} \right]^{I(Y_{it}=r)} \right\} f_u(u_i, \Sigma) du_i \quad (4)$$

Để xác định các thông số ( $\alpha_r, \beta_r, \Sigma$ ), bài nghiên cứu đặt tiêu chuẩn hạn chế  $\alpha_4 = 0, \beta_4 = 0$  và  $u_{i4} = 0$ , các thông số này biểu thị cho biến phân loại FLC thứ tư (giai đoạn rung chuyển). Sở dĩ, bài nghiên cứu chọn giai đoạn này bởi vì vai trò của nó trong vòng đời không được thể hiện rõ ràng (Dickinson 2011).

Bởi vì phương pháp hồi quy là logit đa thức nên các thông số được ước lượng không diễn đạt một giá trị tăng giảm trực tiếp. Ví dụ, một hệ số âm trên  $x_{it}$  không có nghĩa là sự giảm trong  $x_{it}$  làm giảm xác suất của doanh nghiệp  $i$  tại giai đoạn cụ thể nào đó trong vòng đời. Thay vào đó, mô hình sử dụng tác động biên (ME) có thể được xác định cho doanh nghiệp  $i$  trong giai đoạn thứ  $r$  của vòng đời và hồi quy  $k$ , tác động biên được xác định như sau:

$$ME_{irk} = \frac{dPr(Y_{it}=r)}{dx_{ik}} \quad (5)$$

Có 5 giai đoạn trong vòng đời của doanh nghiệp theo phương pháp của Dickinson (2011), do đó có 5 tác động biên tương ứng. Tác động biên thể hiện sự thay đổi một đơn vị trong hồi quy  $k$  làm tăng hoặc giảm xác suất của doanh nghiệp  $i$  khi doanh nghiệp đang trong giai đoạn  $r$  của vòng đời.

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

### 4.1. Thống kê mô tả

Bảng 4 chỉ ra giá trị trung bình và độ lệch chuẩn của tất cả các biến đưa vào mô hình. Biến độc lập chính của mô hình (OC/PPE) nhận giá trị trung bình là 1.2 và có xu hướng cao hơn (thấp hơn) ở giai đoạn khởi sự, rung chuyển và suy thoái (tăng trưởng và trưởng thành).

**Bảng 4: Thống kê mô tả các biến trong mô hình hồi quy**

Biến	Thống kê	Mẫu	Khởi sự	Tăng trưởng	Trưởng thành	Rung chuyển	Suy thoái
OC/PPE	Trung bình	1.200	1.410	0.925	1.050	1.081	1.938
	Độ lệch chuẩn	2.884	3.297	2.132	2.912	1.993	4.050
ROE	Trung bình	0.128	0.096	0.144	0.165	0.134	0.035
	Độ lệch chuẩn	0.294	0.094	0.168	0.233	0.144	0.706
SIZE	Trung bình	26.775	26.633	27.084	27.047	26.409	26.296
	Độ lệch chuẩn	1.409	1.242	1.416	1.544	1.218	1.233
MTB	Trung bình	1.160	1.031	1.163	1.270	1.161	1.043
	Độ lệch chuẩn	0.862	0.698	0.913	0.892	0.863	0.892
LEV	Trung bình	0.475	0.567	0.520	0.426	0.420	0.483
	Độ lệch chuẩn	0.212	0.179	0.194	0.208	0.219	0.220
CHANGE SALES	Trung bình	0.915	0.387	3.775	0.171	0.231	0.236
	Độ lệch chuẩn	28.181	0.979	64.559	0.557	1.022	1.361
AGE	Trung bình	2.673	2.472	2.648	2.745	2.786	2.648



	Độ lệch chuẩn	0.596	0.581	0.607	0.596	0.584	0.537
ATO	Trung bình	1.133	1.057	1.047	1.239	1.254	0.900
	Độ lệch chuẩn	1.103	1.090	0.887	1.106	1.385	0.846
CAPEX/ TA	Trung bình	0.055	0.056	0.108	0.055	0.022	0.022
	Độ lệch chuẩn	0.073	0.066	0.108	0.056	0.034	0.037

*OC/PPE: đại diện cho biến vốn tổ chức; ROE: Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu; SIZE: đại diện cho quy mô của doanh nghiệp, được tính bằng logarit tự nhiên của vốn hóa thị trường tại thời điểm cuối năm; MTB: tỷ số giữa vốn hóa thị trường trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu; LEV: đòn bẩy tài chính được đo lường bằng tổng nợ vay trên tổng nguồn vốn; CHANGE SALES: tốc độ tăng trưởng doanh thu; AGE: đại diện cho tuổi doanh nghiệp được tính bằng logarit tự nhiên của (1+tuổi doanh nghiệp); ATO: vòng quay tổng tài sản được tính bằng doanh thu trên tổng tài sản; CAPEX/TA: tỷ số giữa chi tiêu vốn trên tổng tài sản.*

#### 4.2. So sánh chênh lệch trung bình của vốn tổ chức giữa các cặp giai đoạn trong vòng đời.

Bảng 5 so sánh chênh lệch trung bình của vốn tổ chức giữa các cặp giai đoạn trong vòng đời. Theo phương pháp Duncan, có sự khác nhau đáng kể giữa giai đoạn suy thoái và các giai đoạn còn lại, giai đoạn khởi sự và giai đoạn tăng trưởng, giai đoạn khởi sự và giai đoạn trưởng thành.

**Bảng 5: Kiểm tra chênh lệch trung bình của vốn tổ chức theo phương pháp đo lường vòng đời doanh nghiệp của Dickinson (2011).**

Giai đoạn	Chênh lệch trung bình	Duncan
(2) và (1)	-0.485	-2.20**
(3) và (1)	-0.361	-1.83*
(4) và (1)	-0.328	-1.48
(5) và (1)	0.528	2.07**
(3) và (2)	0.124	0.64
(4) và (2)	0.156	0.71
(5) và (2)	1.013	4.00***
(4) và (3)	0.032	0.16
(5) và (3)	0.889	3.82***
(5) và (4)	0.857	3.36***

*(1),(2),(3),(4),(5) đại diện cho các giai đoạn trong vòng đời lần lượt là giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, trưởng thành, rung chuyển, suy thoái. Các giai đoạn được đo lường theo phương pháp Dickinson (2011). Chi tiết xem bảng 1.*

*Cột Duncan thể hiện giá trị t và các dấu \* thể hiện cho các mức ý nghĩa 10%, 5%, 1% tương ứng với \*, \*\*, \*\*\*.*

#### 4.3. Phân tích hồi quy

##### 4.3.1. Kết quả nghiên cứu

Bảng 6 mô tả kết quả hồi quy logit đa thức của vốn tổ chức (OC/PPE) tác động đến vòng đời doanh nghiệp (FLC). Vì có 5 giai đoạn trong vòng đời của doanh nghiệp và bài nghiên cứu quan tâm đến vốn tổ chức tại các giai đoạn cụ thể này, do đó, biến phụ thuộc FLC của bài nghiên cứu là biến phân loại (giai đoạn khởi sự FLC=1, giai đoạn tăng trưởng FLC=2, giai đoạn trưởng thành FLC=3, giai đoạn rung chuyển FLC=4, giai đoạn suy thoái FLC=5). Bài nghiên cứu chọn giai đoạn rung chuyển làm giai đoạn cơ sở vì giai đoạn này không có những biểu hiện rõ ràng trong vòng đời.

Kết quả hồi quy cho thấy OC/PPE tương quan dương với FLC ở tất cả 4 giai đoạn, nhưng giai đoạn trưởng thành có mức độ tin cậy thấp hơn (dưới 90%). Giai đoạn đầu tiên và cuối cùng của vòng đời với hệ số hồi quy là 0.119 và 0.118 với mức ý nghĩa 1% (p-value<0.01). Điều này cho thấy các doanh nghiệp có vốn tổ chức cao (OC/PPE cao) có nhiều khả năng đang ở trong giai đoạn khởi sự và suy thoái. Kết quả này cũng phù hợp với nghiên cứu của Mostafa Monzur Hasan, Adrian (Wai-Kong) Cheung (2017) và cũng ủng hộ cho giả thuyết H1 và H3a đã đặt ra ở phần 2.5. Tuy nhiên, tại giai đoạn tăng trưởng, kết quả nghiên cứu của tác giả lại trái ngược với nghiên cứu của Mostafa Monzur Hasan, Adrian (Wai-Kong) Cheung (2017). Trong khi Mostafa Monzur Hasan, Adrian (Wai-Kong) Cheung (2017) cho rằng vốn tổ chức (OC/PPE) phải tương quan âm với vòng đời tại giai đoạn này. Nhìn ở một khía cạnh khác, hai nhà nghiên cứu trên đã

nghiên cứu tại Mỹ-một quốc gia phát triển bậc nhất thế giới trong khi mẫu nghiên cứu của tác giả là các doanh nghiệp tại Việt Nam-một quốc gia đang phát triển. Tại Việt Nam, các giá trị về vốn vô hình rất ít được chú trọng và những năm gần đây, nó mới được các doanh nghiệp quan tâm nhiều hơn. Nói cách khác, vì doanh nghiệp hoạt động sản xuất kinh doanh ở Việt Nam còn tương đối “trẻ” do đó kinh nghiệm thực tiễn, chất lượng đào tạo nhân viên cũng như bí quyết kinh doanh,... còn tương đối thấp so với các nước phát triển. Từ đó dẫn đến việc các doanh nghiệp luôn luôn phải đầu tư vào vốn tổ chức nhiều hơn để tạo ra được lợi thế cạnh tranh cũng như giúp doanh nghiệp tồn tại và phát triển. Kết quả nghiên cứu của tác giả bác bỏ giả thuyết H2 tại giai đoạn tăng trưởng với mức ý nghĩa 95% (hệ số hồi quy là 0.085). Với hệ số hồi quy 0.056 ở giai đoạn trưởng thành song lại không có nhiều ý nghĩa (độ tin cậy < 90%). Do đó, bài nghiên cứu chưa có bằng chứng xác thực để đưa ra kết luận vốn tổ chức là cao hay thấp ở giai đoạn này.

Các biến kiểm soát cũng tác động đến vòng đời doanh nghiệp. Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) có ý nghĩa cao và tương quan âm tại hai giai đoạn khởi sự và suy thoái ( $p$ -value<0.01). Điều này rất dễ hiểu, ở hai giai đoạn này lợi nhuận mà doanh nghiệp đạt được cực kỳ thấp (xem thống kê mô tả phần 4.1) từ đây có thể kết luận rằng các doanh nghiệp có ROE thấp thường đang trong giai đoạn đầu và cuối của vòng đời. Hầu hết các doanh nghiệp tại Việt Nam cũng như các doanh nghiệp trong mẫu quan sát của bài nghiên cứu thường hoạt động sản xuất kinh doanh, do đó họ có chi tiêu vốn rất cao và luôn phải thay đổi, sửa chữa vì hao mòn cả hữu hình lẫn vô hình trong suốt giai đoạn của vòng đời nên CAPEX/TA cho kết quả dương tại 3 giai đoạn đầu. Kỳ vọng sẽ dương trong tất cả các giai đoạn song bài nghiên cứu cũng chưa có bằng chứng cho giai đoạn cuối cùng. Phù hợp với kết quả thực nghiệm của Pérez và cộng sự (2004), Mata và Portugal (1994), Anthony và Ramesh (1992), Dickinson (2011) khi SIZE tương quan dương tại tăng trưởng và trưởng thành cho thấy các doanh nghiệp có vốn hóa lớn thường trong giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành.

**Bảng 6: Kết quả hồi quy thực nghiệm mô hình logit đa thức**

	Khởi sự	Tăng trưởng	Trưởng thành	Suy thoái
OC/PPE	0.119*** [3.3]	0.085** [2.09]	0.056 [1.58]	0.118*** [3.33]
ROE	-1.960*** [-3.26]	-1.032 [-1.54]	0.177 [0.31]	-2.259*** [-3.70]
CAPEX/TA	22.929*** [9.18]	29.672** [12.01]	20.556*** [8.55]	4.646 [1.40]
AGE	-0.817*** [-5.49]	-0.307** [-2.01]	-0.187 [-1.47]	-0.353** [-2.18]
LEV	3.973*** [9.16]	3.309*** [7.49]	0.860** [2.40]	1.380*** [3.06]
CHANGE SALES	0.048 [0.68]	0.051 [0.73]	-0.204* [-1.81]	-0.001 [-0.01]
SIZE	0.318*** [4.41]	0.464*** [6.45]	0.354*** [5.59]	0.031 [0.38]
MTB	-0.231** [-2.07]	-0.184* [-1.71]	0.018 [0.21]	-0.160 [-1.35]
ATO	-0.242** [-2.93]	-0.230*** [-2.70]	-0.05 [-0.82]	-0.359*** [-3.4]

OC/PPE: đại diện cho biến vốn tổ chức; ROE: Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu; SIZE: đại diện cho quy mô của doanh nghiệp, được tính bằng logarit tự nhiên của vốn hóa thị trường tại thời điểm cuối năm; MTB: tỷ số giữa vốn hóa thị trường trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu; LEV: đơn bẩy tài chính được đo lường bằng tổng nợ vay trên tổng nguồn vốn; CHANGE SALES: tốc độ tăng trưởng doanh thu; AGE: đại diện cho tuổi doanh nghiệp được tính bằng logarit tự nhiên của (1+tuổi doanh nghiệp); ATO: vòng quay tổng tài sản được tính bằng doanh thu trên tổng tài sản; CAPEX/TA: tỷ số giữa chi tiêu vốn trên tổng tài sản. Mức ý nghĩa 10%, 5%, 1% tương ứng với \*, \*\*, \*\*\*.

Bảng 7 miêu tả kết quả hàm tác động biên của mô hình logit đa thức. Kết quả cho thấy tỷ số OC/PPE tăng 1 đơn vị có thể làm tăng khả năng doanh nghiệp đang ở trong giai đoạn khởi sự

(0.94%), giai đoạn tăng trưởng (0.76%), giai đoạn suy thoái (0.78%). Hai giai đoạn còn lại: giai đoạn trưởng thành hồi quy logit đa thức không có ý nghĩa, giai đoạn rung chuyển được chọn làm giai đoạn cơ sở, do đó bài nghiên cứu không xét hàm tác động biên tại hai giai đoạn này.

Kết quả hồi quy và tác động biên cũng được ủng hộ bởi các nghiên cứu trước đây. Hệ số tích cực tại giai đoạn giới thiệu với OC/PPE hỗ trợ cho lập luận rằng vốn tổ chức có liên quan trực tiếp đến năng suất và hiệu quả trong tương lai của doanh nghiệp và do đó các doanh nghiệp nên đầu tư nhiều hơn vào giai đoạn đầu của vòng đời để tạo ra được lợi thế cạnh tranh bền vững, tối đa hóa cơ hội tăng trưởng và ngăn chặn các đối thủ cạnh tranh gia nhập ngành (Porter 1980, Spence 1979). Phát hiện trong bài nghiên cứu cho rằng doanh nghiệp dù đang ở trong giai đoạn tăng trưởng song vẫn phải đầu tư nhiều vào vốn tổ chức, vì tại thị trường đang phát triển như Việt Nam, khi đối thủ cạnh tranh nhìn thấy được “món mồi béo bở” thì họ vẫn xâm nhập ngành, tạo ra sức ép về cạnh tranh cho các doanh nghiệp đang hiện hữu, từ đó buộc họ vẫn phải đầu tư vào vốn tổ chức để duy trì vị thế của mình. Sự kết hợp tích cực giữa giai đoạn suy thoái và vốn tổ chức (OC/PPE) cho thấy các doanh nghiệp đang rơi vào giai đoạn cuối cùng của vòng đời có khả năng đầu tư ngày càng nhiều vốn tổ chức như là một phương tiện làm mới lại quá trình tổ chức, hệ thống và bí quyết kinh doanh. Phát hiện này cũng phù hợp với nghiên cứu của Greiner (1972) khi các doanh nghiệp không có khả năng học tập, tích lũy kiến thức thực tiễn có thể di chuyển từ cuối giai đoạn được xem là “thành công” đến giai đoạn suy thoái và những khó khăn này có thể được giải quyết bằng cách tái cấu trúc doanh nghiệp, các chương trình đào tạo giúp nhân viên có thể “hồi sinh” lại chúng. Những kết quả này phân lớn đồng tình với những phát hiện của Bloom và Van Reenen (2007), họ cho rằng thực tiễn quản lý ảnh hưởng đến năng suất, lợi nhuận và tỷ lệ sống sót của doanh nghiệp

**Bảng 7: Tác động biên của OC/PPE**

Tác động biên – OC/PPE	Phương pháp Delta			
	Dy/dx	Sai số chuẩn	Z	P>Z
Khởi sự	0.0094	0.0038	2.49	0.013
Tăng trưởng	0.0076	0.0033	2.33	0.020
Trưởng thành	0.0070	0.0026	2.68	0.007
Rung chuyển	0.0068	0.0024	2.88	0.004
Suy thoái	0.0078	0.0030	2.63	0.009

*Các giai đoạn trong vòng đời được đo lường theo phương pháp Dickinson (2011). Xem chi tiết bảng 1.*

#### **4.3.2. Vốn tổ chức và sự dịch chuyển các giai đoạn trong vòng đời doanh nghiệp**

Kết quả thực nghiệm trong phần trên cho thấy các doanh nghiệp có nhiều vốn tổ chức có nhiều khả năng sẽ đang ở trong giai đoạn khởi sự, tăng trưởng và suy thoái (so với khả năng đang ở trong giai đoạn rung chuyển). Dickinson (2011) đưa ra nhận xét rằng khoảng 57% các doanh nghiệp ở trong giai đoạn khởi sự có thể sẽ chuyển sang giai đoạn tăng trưởng hoặc trưởng thành vào cuối năm năm sau. Hơn nữa, nghiên cứu của Dickinson cũng lưu ý rằng chỉ một tỷ lệ nhỏ các doanh nghiệp đang ở trong giai đoạn suy thoái (18%) vẫn còn ở trong giai đoạn suy thoái sau năm năm.

Theo quan điểm của bài nghiên cứu, vốn tổ chức cao hơn mang lại nhiều lợi thế cạnh tranh cho doanh nghiệp giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả và năng suất hoạt động. Do đó, các doanh nghiệp đầu tư nhiều hơn vào vốn tổ chức sẽ có ít khả năng chuyển sang giai đoạn khởi sự, rung chuyển và suy thoái trong tương lai.

Nghiên cứu của tác giả kế thừa nghiên cứu Mostafa Monzur Hasan và Adrian (Wai-Kong) Cheung (2017) tiến hành chạy hồi quy logit, trong đó biến phụ thuộc là giai đoạn khởi sự, rung chuyển hoặc suy thoái. Cụ thể, Mostafa Monzur Hasan và Adrian (Wai-Kong) Cheung (2017) tạo ra biến giả nhận giá trị 1 khi doanh nghiệp rơi vào ba giai đoạn kể trên trong t+n năm, ngược lại sẽ nhận giá trị 0. Tuy nhiên, với mẫu số liệu tại Việt Nam khi nền kinh tế còn rất non trẻ so với quốc gia thực hiện nghiên cứu của hai nhà nghiên cứu trên (Mỹ), do đó bài nghiên cứu chỉ chọn giai đoạn kiểm tra sự dịch chuyển vòng đời là t+1 năm so với t+5 năm tại thị trường Mỹ.

Kết quả hồi quy ủng hộ giả thuyết H4 nhưng lại có ý nghĩa thống kê rất thấp (dưới 50%). Sở dĩ kết quả có độ tin cậy thấp như vậy là bởi vì nền kinh tế Việt Nam không có sự ổn định như

Mỹ. Tốc độ tăng trưởng của các doanh nghiệp Việt Nam thay đổi rất nhanh làm cho dòng tiền của doanh nghiệp biến thiên liên tục. Vì thế, trong khi mẫu nghiên cứu hơn 1800 quan sát thì chỉ có 234 quan sát mang ý nghĩa doanh nghiệp ở lại giai đoạn khởi sự, rung chuyển và trưởng thành trong 2 năm liên tiếp.

**Bảng 8: Hồi quy logit – Thay đổi trong vốn tổ chức và khả năng chuyển sang giai đoạn khởi sự/rung chuyển/suy thoái.**

Biến số	Giai đoạn khởi sự/rung chuyển/suy thoái trong t+1 năm	
	Hệ số hồi quy	Z
ROE	-0.065	-0.33
CAPEX/TA	-10.457	-5.59***
AGE	0.048	0.38
CHANGE SALES	-0.000	-0.07
OC/PPE	-0.017	-0.67
MTB	-0.022	-0.25
ATO	-0.223	-2.62***
SIZE	-0.226	-3.77***
LEV	0.162	0.47

*OC/PPE: đại diện cho biến vốn tổ chức; ROE: Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu; SIZE: đại diện cho quy mô của doanh nghiệp, được tính bằng logarit tự nhiên của vốn hóa thị trường tại thời điểm cuối năm; MTB: tỷ số giữa vốn hóa thị trường trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu; LEV: đòn bẩy tài chính được đo lường bằng tổng nợ vay trên tổng nguồn vốn; CHANGE SALES: tốc độ tăng trưởng doanh thu; AGE: đại diện cho tuổi doanh nghiệp được tính bằng logarit tự nhiên của (1+tuổi doanh nghiệp); ATO: vòng quay tổng tài sản được tính bằng doanh thu trên tổng tài sản; CAPEX/TA: tỷ số giữa chi tiêu vốn trên tổng tài sản.*

*Mức ý nghĩa 10%, 5%, 1% tương ứng với \*, \*\*, \*\*\*.*

#### 4.3.3. Kiểm tra tính ổn định của mô hình

##### Phân tích tương quan

**Bảng 9: Ma trận tương quan giữa biến độc lập và các biến kiểm soát.**

	ROE	CAPEX/ TA	AGE	LEV	CHANGE SALES	OC/PPE	SIZE	MTB	ATO
ROE	1.000								
CAPEX/ TA	0.063*** [0.007]	1.000							
AGE	-0.015 [0.524]	-0.053** [0.026]	1.000						
LEV	-0.136*** [0.000]	0.014 [0.562]	-0.141*** [0.000]	1.000					
CHANGE SALES	0.002 [0.918]	0.054** [0.022]	-0.008 [0.732]	-0.013 [0.594]	1.000				
OC/PPE	0.022 [0.349]	-0.103*** [0.000]	0.019 [0.433]	-0.017 [0.480]	-0.008 [0.720]	1.000			
SIZE	0.143*** [0.000]	0.095*** [0.000]	0.122*** [0.000]	-0.153*** [0.000]	-0.002 [0.923]	-0.093*** [0.000]	1.000		
MTB	0.048** [0.041]	0.084*** [0.000]	0.123*** [0.000]	-0.072*** [0.002]	-0.005 [0.829]	-0.012 [0.617]	0.186*** [0.000]	1.000	
ATO	0.098*** [0.000]	0.021 [0.381]	0.039 [0.102]	0.051** [0.030]	-0.006 [0.805]	0.067*** [0.004]	-0.115*** [0.000]	-0.020 [0.400]	1.000

*OC/PPE: đại diện cho biến vốn tổ chức; ROE: Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu; SIZE: đại diện cho quy mô của doanh nghiệp, được tính bằng logarit tự nhiên của vốn hóa thị trường tại thời điểm cuối năm; MTB: tỷ số giữa vốn hóa*



thị trường trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu; LEV: đòn bẩy tài chính được đo lường bằng tổng nợ vay trên tổng nguồn vốn; CHANGE SALES: tốc độ tăng trưởng doanh thu; AGE: đại diện cho tuổi doanh nghiệp được tính bằng logarit tự nhiên của (1+tuổi doanh nghiệp); ATO: vòng quay tổng tài sản được tính bằng doanh thu trên tổng tài sản; CAPEX/TA: tỷ số giữa chi tiêu vốn trên tổng tài sản.  
Mức ý nghĩa 10%, 5%, 1% tương ứng với \*, \*\*, \*\*\*.

Bảng 9 mô tả ma trận hệ số tương quan giữa OC/PPE với các biến kiểm soát và giữa các biến kiểm soát với nhau. Từ ma trận trên, tác giả nhận thấy rằng biến OC/PPE có tương quan rất thấp với các biến kiểm soát mô hình. Hệ số tương quan cao nhất là với biến CAPEX/TA là -0.103 với mức ý nghĩa 1%. Giữa các biến kiểm soát với nhau, hệ số tương quan của cặp biến tương quan nhiều nhất là SIZE và MTB với độ tin cậy 99% cũng chỉ là 0.186. Tác giả nhận thấy hệ số tương quan của các biến trên tương đối nhỏ, do đó mức độ mắc bệnh đa cộng tuyến trong mô hình là không đáng kể.

#### **Biện pháp thay thế biến phụ thuộc (FLC)**

Để giảm bớt mối quan tâm rằng kết quả của bài nghiên cứu được thúc đẩy bởi sự lựa chọn của các giai đoạn trong vòng đời, bài nghiên cứu sử dụng hai biện pháp thay thế của FLC được đề xuất bởi DeAngelo và các cộng sự (2006), cụ thể là Lợi nhuận giữ lại trên Tổng tài sản và Lợi nhuận giữ lại trên Vốn chủ sở hữu (RE/TA và RE/TE). DeAngelo và các cộng sự (2006) đã cho kết quả nghiên cứu rằng các doanh nghiệp có tỷ lệ RE/TA và RE/TE cao hơn thường trong giai đoạn trưởng thành trong khi các doanh nghiệp có tỷ lệ này thấp lại là các doanh nghiệp trẻ và đang tăng trưởng. Bài nghiên cứu tiến hành các phương pháp hồi quy pooled OLS, Fixed-Effect Model (FEM), Random-Effect Model (REM) để tìm kiếm phương pháp phù hợp nhất cho mẫu dữ liệu nghiên cứu.

**Bảng 10a: Tóm tắt kết quả biện pháp thay thế FLC bằng RE/TA**

	Pooled OLS	FEM	REM
OC/PPE	-0.003*** [-3.78]	-0.004*** [-2.91]	-0.004*** [-3.49]
ROE	0.367*** [30.64]	0.312*** [21.61]	0.328*** [25.70]
CAPEX/TA	-0.021 [-1.13]	-0.003 [-0.16]	-0.007 [-0.37]
AGE	-0.007*** [-3.64]	-0.004 [-0.91]	-0.006* [-1.95]
LEV	-0.110*** [-20.80]	-0.108*** [-11.48]	-0.111*** [-15.49]
CHANGE SALES	-0.007** [-2.27]	-0.004* [-1.66]	-0.005** [-2.03]
MTB	-0.001 [-0.78]	-0.002 [-0.93]	-0.001 [-0.84]
ATO	-0.000 [-0.26]	0.001 [0.31]	0.001 [0.38]
SIZE	0.006*** [6.02]	-0.007 [-1.49]	0.006*** [4.61]
Constant	-0.054** [-2.17]	-0.071 [-1.49]	-0.066* [-1.90]
Adj. R-squared	0.5431	0.5428	0.5440
F-test	Prob>F=0.0000		
Hausman test	Prob>chi2 =0.1207		

OC/PPE: đại diện cho biến vốn tổ chức; ROE: Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu; SIZE: đại diện cho quy mô của doanh nghiệp, được tính bằng logarit tự nhiên của vốn hóa thị trường tại thời điểm cuối năm; MTB: tỷ số giữa vốn hóa thị trường trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu; LEV: đòn bẩy tài chính được đo lường bằng tổng nợ vay trên tổng nguồn vốn; CHANGE SALES: tốc độ tăng trưởng doanh thu; AGE: đại diện cho tuổi doanh nghiệp được tính bằng logarit tự nhiên của (1+tuổi doanh nghiệp); ATO: vòng quay tổng tài sản được tính bằng doanh thu trên tổng tài sản; CAPEX/TA: tỷ số giữa chi tiêu vốn trên tổng tài sản.

Mức ý nghĩa 10%, 5%, 1% tương ứng với \*, \*\*, \*\*\*.

**Bảng 10b: Tóm tắt kết quả biện pháp thay thế FLC bằng RE/TE**

	Pooled OLS	FEM	REM
OC/PPE	-0.004** [-2.30]	-0.006*** [-2.81]	-0.005*** [-2.84]
ROE	0.727*** [33.33]	0.682*** [25.61]	0.692*** [29.58]
CAPEX/TA	-0.018 [-0.53]	0.017 [0.47]	0.006 [0.18]
AGE	-0.014*** [-4.11]	-0.011 [-1.22]	-0.013** [-2.44]
LEV	0.007 [0.74]	-0.014 [-0.78]	-0.002 [-0.18]
CHANGE SALES	-0.006 [-1.14]	-0.007 [-1.48]	-0.008 [-1.64]
MTB	-0.004 [-1.17]	-0.003 [-0.84]	-0.003 [-0.97]
ATO	-0.001 [-0.51]	-0.004 [-0.70]	-0.001 [-0.30]
SIZE	0.009*** [5.52]	0.009*** [2.70]	0.010*** [4.03]
Constant	-0.172*** [-3.81]	-0.161* [-1.84]	-0.176*** [-2.77]
Adj. R-squared	0.4805	0.4788	0.4802
F-test	Prob>F=0.0000		
Hausman test	Prob>chi2 =0.4265		

OC/PPE: đại diện cho biến vốn tổ chức; ROE: Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu; SIZE: đại diện cho quy mô của doanh nghiệp, được tính bằng logarit tự nhiên của vốn hóa thị trường tại thời điểm cuối năm; MTB: tỷ số giữa vốn hóa thị trường trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu; LEV: đòn bẩy tài chính được đo lường bằng tổng nợ vay trên tổng nguồn vốn; CHANGE SALES: tốc độ tăng trưởng doanh thu; AGE: đại diện cho tuổi doanh nghiệp được tính bằng logarit tự nhiên của (1+tuổi doanh nghiệp); ATO: vòng quay tổng tài sản được tính bằng doanh thu trên tổng tài sản; CAPEX/TA: tỷ số giữa chi tiêu vốn trên tổng tài sản.

Mức ý nghĩa 10%, 5%, 1% tương ứng với \*, \*\*, \*\*\*.

## 5. KẾT LUẬN

### 5.1. Kết luận

Với mong muốn đóng góp vào cơ sở lý thuyết cũng như các bằng chứng thực nghiệm liên quan đến vốn tổ chức và vòng đời của doanh nghiệp, tác giả tiến hành nghiên cứu mối quan hệ tương quan giữa chúng. Các nghiên cứu mở rộng cho rằng, vốn tổ chức (ví dụ như thực tiễn, quy trình kinh doanh hay văn hóa đặc biệt của doanh nghiệp,...) giúp phát triển những nguồn lực cơ bản của doanh nghiệp, từ đó tạo ra cho doanh nghiệp những lợi thế cạnh tranh bền vững. Kết quả bài nghiên cứu cho thấy những doanh nghiệp có vốn tổ chức cao có thể đang ở trong giai đoạn khởi sự, tăng trưởng và suy thoái (giai đoạn rung chuyển làm giai đoạn cơ sở). Tuy cùng lấy giai đoạn rung chuyển làm giai đoạn cơ sở nhưng kết quả nghiên cứu này lại khác với nghiên cứu trước đây của Mostafa Monzur Hasan và Adrian (Wai-Kong) Cheung (2017) khi hai nhà nghiên

cứu này cho rằng: những doanh nghiệp có vốn tổ chức cao (thấp) hơn có thể đang rơi vào giai đoạn khởi sự và suy thoái (tăng trưởng và trưởng thành). Điểm nhấn quan trọng nhất cho kết quả thực nghiệm của tác giả và những nhà nghiên cứu trước đây chính là sự khác nhau về quốc gia thực hiện nghiên cứu. Trong khi nghiên cứu của Mostafa Monzur Hasan và Adrian (Wai-Kong) Cheung (2017) được tiến hành tại Mỹ, tác giả lại nghiên cứu tại Việt Nam-một quốc gia đang phát triển và rất ít chú trọng vào những nguồn lực tiềm tàng hay những nguồn vốn vô hình. Dù vậy, hai nghiên cứu đều thống nhất với nhau rằng những doanh nghiệp có vốn tổ chức cao hơn có thể đang ở hai giai đoạn đầu và cuối của vòng đời vì các doanh nghiệp này tập trung nhiều hơn vào việc phát triển lợi thế cạnh tranh bền vững, hoặc để ngăn chặn tiềm năng những đối thủ mới gia nhập vào ngành hoặc để củng cố, thiết lập văn hóa, thực tiễn kinh doanh của doanh nghiệp.

Những kết quả này phù hợp với những phát hiện của Lev et al. (2009) rằng vốn của tổ chức là một nguồn lợi ích trong tương lai và nó liên quan đến hiệu suất của công ty trong tương lai. Tác giả cũng sử dụng các biện pháp khác nhau để đo lường các biến đại diện cho vòng đời của doanh nghiệp (RE/TA và RE/TE), kết quả thu được cũng ủng hộ cho những lập luận trên. Các phát hiện của tác giả ủng hộ RBV về lợi thế cạnh tranh cũng như lý thuyết FLC. Phù hợp với RBV rằng vốn tổ chức là một nguồn lợi thế cạnh tranh, tác giả cho thấy vốn tổ chức có liên quan đáng kể với sự tiến triển của các doanh nghiệp trong các giai đoạn khác nhau của vòng đời. Kết quả của tác giả cũng phần lớn đồng tình với những phát hiện của Adizes (1979) rằng thực tiễn quản lý, phong cách và quá trình ảnh hưởng đến cuộc sống và hiệu quả của doanh nghiệp.

### **5.2.Hạn chế của đề tài**

Mặc dù bài nghiên cứu đã cung cấp những cái nhìn khá mới về vốn tổ chức, vòng đời của doanh nghiệp cũng như cách lượng hóa chúng, nhưng vẫn còn một số thiếu sót chưa thể thực hiện. Cụ thể như sau:

Bài nghiên cứu chưa có dữ liệu (mẫu quan sát) đủ dài tại Việt Nam để xem xét liệu các doanh nghiệp đầu tư nhiều hơn (ít hơn) vào vốn tổ chức có nhiều (ít) khả năng chuyển sang giai đoạn nào của vòng đời.

Bài nghiên cứu chưa kiểm định được tính nội sinh của biến độc lập chính (vốn tổ chức) trong kết quả thực nghiệm.

Với những hạn chế trên, tác giả mong muốn những nghiên cứu trong tương lai có thể khắc phục những hạn chế này, từ đó cung cấp một công trình nghiên cứu hoàn hảo hơn.

### **TÀI LIỆU THAM KHẢO**

- [1] Adizes, I. 1979. Organizational passages—diagnosing and treating lifecycle problems of organizations. *Organizational Dynamics* 8 (1):3-25.
- [2] Anthony, J. H., and K. Ramesh. 1992. Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics* 15 (2):203- 227.
- [3] Arikan, A. M., & R. M. Stulz. 2016. Corporate acquisitions, diversification, and the firm's life cycle. *The Journal of Finance* 71(1): 139-194
- [4] Atkeson, A., and P. J. Kehoe. 2005. Modeling and Measuring Organization Capital. *Journal of Political Economy* 113 (5):1026-1053.
- [5] Attig, N., and S. Cleary. 2014. Organizational Capital and Investment-Cash Flow Sensitivity: The Effect of Management Quality Practices. *Financial Management* 43(3):473-504.
- [6] Attig, N., and S. Cleary. 2015. Managerial Practices and Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics* 131(1): 121-136.

# ẢNH HƯỞNG CỦA TÍNH THANH KHOẢN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN ĐẾN BẤT BÌNH ĐẲNG THU NHẬP VÀ MỨC ĐỘ GIÀU NGHÈO

SV: Trương Hoàng Khanh, Nguyễn Thái Bảo

Nguyễn Anh Duy, Đồng Vũ Hoàng

ĐH Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh

GVHD: Th.S. Lương Thị Thảo

TS. Trần Thị Tuấn Anh

## TÓM TẮT

Sử dụng một mẫu dữ liệu chéo, chúng tôi thực hiện nghiên cứu này để kiểm tra xem thanh khoản của thị trường chứng khoán có ảnh hưởng đến mức bất bình đẳng thu nhập hay đói nghèo không. Sau khi ước lượng một số mô hình, có bằng chứng cho thấy thanh khoản trên thị trường chứng khoán của một quốc gia có tác động đến bất bình đẳng thu nhập. Chúng tôi cũng thấy rằng mối quan hệ này có chiều hướng khác nhau ở các nước kém phát triển và phát triển. Thêm vào đó, chúng tôi cũng nhận thấy thanh khoản của thị trường chứng khoán có mối tương quan cùng chiều với tỷ lệ đói nghèo ở các nước nghèo nhưng lại có tương quan âm với tình trạng nghèo nàn ở các nước có mức độ phát triển trung bình. Trong những phép đo lường cuối cùng, chúng tôi cố gắng xác định cơ chế mà thông qua đó, thanh khoản có tác động đến phân phối thu nhập cũng như số lượng người nghèo. Sau khi phân chia tăng trưởng tiền lương trung bình thành các phần có tương quan âm với thanh khoản của thị trường chứng khoán và phần trực giao với tính thanh khoản, chúng tôi thấy rằng sự tăng trưởng tiền lương trung bình do tăng trưởng trong tính thanh khoản lại góp phần mở rộng khoảng cách giàu nghèo nhưng không có mối liên hệ với nghèo đói.

**Từ khóa:** Tính thanh khoản, đói nghèo bất bình đẳng, phân phối thu nhập.

## 1. Giới thiệu

Thị trường chứng khoán vốn từ lâu đã được biết đến rộng rãi với chức năng huy động vốn cho các dự án đầu tư và là kênh dẫn vốn chủ lực của các doanh nghiệp, từ đó tạo nên động lực quan trọng thúc đẩy cho sự phát triển nền kinh tế ở mỗi quốc gia. Thứ nhất, bằng việc định giá, bảo lãnh phát hành và phân phối chứng khoán đến công chúng, thị trường chứng khoán đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy các loại hình doanh nghiệp cổ phần ra đời và phát triển thông qua hình thức phát hành lần đầu ra công chúng (IPO). Điều này đã giúp các doanh nghiệp giải tỏa “cơn khát vốn” và gia tăng tổng đầu tư, từ đó gia tăng tổng sản lượng đầu ra cho nền kinh tế. Thứ hai, thị trường chứng khoán còn là một kênh đầu tư quan trọng đối với các nhà đầu tư có nguồn vốn rảnh rỗi. Trong xu hướng hội nhập tài chính ngày càng sâu rộng thị trường chứng khoán không chỉ giới hạn ở nội địa mà còn có sức hấp dẫn đặc biệt, thu hút nguồn vốn đầu tư từ ngoại quốc. Điều này càng giúp cho lượng vốn huy động từ thị trường chứng khoán cung ứng cho nền kinh tế càng gia tăng mạnh mẽ, tạo hiệu ứng tích cực đến tăng trưởng kinh tế. Thị trường tài chính này còn cung cấp một môi trường đầu tư rộng rãi, minh bạch, mang tính cạnh tranh cao và là công cụ phản ánh tình trạng của nền kinh tế nói chung, hay “sức khỏe” của một công ty niêm yết nói riêng, một cách chính xác và hiệu quả. Vì vậy, để thúc đẩy nền kinh tế của một quốc gia cụ thể tăng trưởng ổn định, việc phát triển thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng chính là một bước vô cùng quan trọng nhằm tạo nên cơ chế và thúc đẩy quá trình tăng trưởng kinh tế.

Tuy nhiên, liệu phát triển thị trường chứng khoán có hoàn toàn tránh khỏi những mặt hạn chế, ảnh hưởng không tốt đến bất bình đẳng trong phân phối thu nhập và gia tăng đói nghèo khi đây là hai trong số các thước đo về sự phát triển của mỗi quốc gia hay không, là câu hỏi thu hút sự quan tâm của đông đảo các học giả và các nhà nghiên cứu thực nghiệm. Hiểu được tầm quan trọng của việc tìm ra mối quan hệ giữa thị trường tài chính và tăng trưởng kinh tế, nhiều nhà nghiên cứu đã tiến hành các nghiên cứu thực nghiệm nhằm đưa ra các bằng chứng thiết thực nhất. Một số các bài viết của Schumpeter (1911), Goldsmith (1969), McKinnon (1973), Pagano



(1993), King và Levine (1993), Levine và Zervos (1998), Neusser và Kugler (1998), Rajan và Zingales (1998), Levine, Loayza, và Beck (2000), Khan (2001), và Calderon và Liu (2003) đã ghi nhận rằng sự phát triển của thị trường tài chính có thể tác động đến tăng trưởng kinh tế, họ khẳng định quan điểm tài chính đóng vai trò quan trọng trong việc lý giải sản lượng kinh tế, mặc dù việc xác định nguyên nhân cụ thể là khá phức tạp. Nhìn chung, các bài nghiên cứu từ trước đến nay cho thấy ba luồng quan điểm chính. Một là thanh khoản thị trường chứng khoán có tác động làm gia tăng bất bình đẳng thu nhập. Hai là thanh khoản càng gia tăng, phân phối thu nhập có xu hướng thu hẹp lại. Ba là tùy thuộc vào từng thời kỳ phát triển kinh tế hay các khía cạnh trong sự phát triển của thị trường tài chính mà mối tương quan này là cùng chiều hay ngược chiều. Tuy nhiên, các bài nghiên cứu trên thế giới từ trước đến nay thường chỉ tập trung đến tăng trưởng kinh tế thông qua chỉ tiêu tổng sản lượng quốc nội mà bỏ qua các vấn đề khác vốn luôn tồn tại song song, như phân phối thu nhập và vấn đề nghèo đói chưa thực sự được đề cập đến hay nghiên cứu một cách kỹ lưỡng cho từng nhóm nước có mức độ phát triển khác nhau. Chính nguyên nhân này đã thúc đẩy chúng tôi đi tìm hiểu mối quan hệ giữa sự phát triển thị trường chứng khoán và các thước đo về thu nhập hay đói nghèo hay không; và nếu có, thì nguyên nhân của mối liên hệ này là gì.

Khi nhắc đến một nền kinh tế phát triển và ổn định, ngoài tổng sản lượng quốc nội (GDP) hay tốc độ tăng trưởng sản lượng quốc nội, một số tiêu chí khác cũng được cân nhắc đến như thu nhập bình quân đầu người hay phân phối thu nhập, các tỷ lệ đói nghèo, số lượng người sống dưới các ngưỡng nghèo, ... Trong khi đó, một thước đo cho sự phát triển của thị trường chứng khoán thường được các nhà kinh tế từ xưa đến nay lựa chọn để nghiên cứu chính là tính thanh khoản. Tính thanh khoản của thị trường chứng khoán cho biết một loại cổ phiếu cụ thể có thể được trao đổi nhanh hơn hay chậm hơn khi so với các cổ phiếu cùng loại. Hơn nữa, chỉ tiêu này còn có thể được dùng để đánh giá mức độ hoạt động của thị trường chứng khoán, nhằm đánh giá sự phát triển của thị trường này ở mỗi quốc gia cụ thể. Thế nên, để cụ thể hóa mục tiêu của bài viết, chúng tôi lần lượt đi tìm câu trả lời cho các câu hỏi như sau. Một là, liệu tính thanh khoản của thị trường chứng khoán có ảnh hưởng đến bất bình đẳng thu nhập giữa người giàu và người nghèo hay không. Hai là, có tồn tại mối liên hệ giữa tính thanh khoản của thị trường này với lượng người nghèo ở một quốc gia cụ thể trong một năm nào đó hay không. Ba là, nếu các cặp chỉ tiêu trên có tồn tại các quan hệ tương tác, thì nguyên nhân nào có thể giải thích được cho các mối quan hệ này.

Thông qua mẫu dữ liệu từ 217 quốc gia trên toàn thế giới từ năm 2001 đến 2015, bằng phương pháp ước lượng bình phương tổng quát (GLS), kết quả trả lời cho câu hỏi đầu tiên cho thấy tính thanh khoản của thị trường chứng khoán có các tác động trái chiều lên phân phối thu nhập và tình trạng nghèo đói ở từng nhóm nước có mức phát triển kinh tế khác nhau. Đối với các nước kém phát triển, tính thanh khoản càng tăng, độ rộng của phân phối thu nhập càng được thu hẹp lại một cách mạnh mẽ, tuy nhiên số lượng người nghèo lại tăng một cách vượt trội. Bất bình đẳng thu nhập ở các nước có nền kinh tế phát triển ở mức trung bình có xu hướng giảm xuống nhưng với một mức độ thấp hơn và đồng thời đói nghèo cũng giảm. Còn đối với các nước có nền kinh tế phát triển mạnh, có sự khác biệt giữa việc gia tăng hay giảm đi của bất bình đẳng thu nhập khi hồi quy với các biến đo lường thanh khoản khác nhau. Khi sử dụng biến độc lập là tính thanh khoản so với quy mô của thị trường chứng khoán, mối quan hệ giữa thanh khoản với bất bình đẳng thu nhập là ngược chiều; hay thanh khoản của thị trường chứng khoán làm giảm khoảng cách giàu nghèo giữa các tầng lớp dân cư. Trong khi đó, nếu sử dụng biến độc lập mô tả thanh khoản được điều chỉnh bởi quy mô nền kinh tế, ở các quốc gia lớn, kết quả cho thấy mối quan hệ này có tương quan dương. Ngoài ra, chỉ có một bằng chứng khá yếu cho thấy mối quan hệ giữa nghèo đói với tính thanh khoản là có tồn tại ở nhóm nước này, và theo hướng thanh khoản gia tăng làm tăng lượng người nghèo.

Dựa vào nghiên cứu của Blau (2017), chúng tôi tiếp tục mở rộng và tìm hiểu nguyên nhân dẫn đến hai mối liên hệ trên thông qua tăng trưởng tiền lương. Vẫn dựa trên mẫu quan sát từ 217 quốc gia từ năm 2001 đến 2015, chúng tôi tìm ra mối tương quan âm giữa tăng trưởng tiền lương

với tính thanh khoản của thị trường. Qua đó, phần tăng trưởng tiền lương có tương quan âm với tính thanh khoản góp phần làm gia tăng thu nhập của những người giàu và giảm thiểu thu nhập được tạo ra bởi tầng lớp nghèo nàn trong xã hội, từ đó mở rộng phân phối thu nhập. Tuy nhiên, tốc độ tăng tiền lương trung bình lại không giải thích được mối quan hệ giữa thanh khoản và đói nghèo ở các nước.

## **2. Lý thuyết và một số bằng chứng thực nghiệm trước đây**

Theo thuật ngữ tài chính, tính thanh khoản của một loại hàng hóa được hiểu là mức độ mà một tài sản nào đó có thể được trao đổi mua bán trên thị trường mà không tạo ra nhiều biến động trong giá cả thị trường của tài sản đó. Một loại hàng hóa có tính thanh khoản cao khi nó được mua bán một cách nhanh chóng mà giá trao đổi không bị thay đổi đáng kể, kèm theo đó là khối lượng giao dịch lớn. Tính thanh khoản còn được gọi là tính lỏng hay tính lưu thông, thường được đặc trưng bởi khối lượng giao dịch trong một khoảng thời gian nhất định. Trong thị trường chứng khoán, tính thanh khoản biểu hiện sự linh hoạt và an toàn của các dòng đầu tư; vì vậy, khi tính thanh khoản càng cao thì càng cho thấy thị trường chứng khoán hoạt động càng hiệu quả, năng động và càng phát triển mạnh mẽ, góp phần thúc đẩy nền kinh tế phát triển.

Đối với kinh tế học vi mô, tính thanh khoản của mỗi loại hàng hóa nói chung hay các doanh nghiệp, các loại chứng khoán nói riêng thường được đo lường bởi các loại dòng tiền, tỷ lệ giao dịch, số ngày từ lúc phát hành cho đến lúc chứng khoán được trao đổi. Còn đối với kinh tế học vĩ mô, để đo lường tính thanh khoản của mỗi thị trường chứng khoán ở mỗi quốc gia, các tỷ lệ về tổng khối lượng chứng khoán được giao dịch trong toàn bộ nền kinh tế trong một năm trên tổng khối lượng chứng khoán đang lưu hành trên toàn bộ nền kinh tế đó trong năm đó, hay tổng giá trị chứng khoán giao dịch so với tổng sản lượng quốc nội thường được sử dụng rất nhiều trong các nghiên cứu vĩ mô, cụ thể như Levine và Zervos (1998), Blau (2017).

Về phân phối thu nhập, mặc dù cụm từ “phân phối” đã xuất hiện lần đầu tiên trong lý thuyết kinh tế của Francois Quesnay và một số nhà kinh tế học Pháp từ thập niên 50 của thế kỷ XVIII, nhưng những vấn đề lý luận về phân phối thu nhập chỉ thực sự được đề cập đến và nghiên cứu bởi Adam Smith kể từ công trình *Wealth of Nations* (1776) và được hệ thống thành lý thuyết bởi David Ricardo (1817). Theo đó phân phối thu nhập được đặc trưng bởi ba yếu tố bao gồm: đối tượng, chủ thể phân phối và người tiếp nhận.

Thứ nhất, đối tượng ở đây chỉ những sản phẩm được tạo ra trong một khoảng thời gian nhất định trong xã hội, khi được chuyển giao cho người nhận, thì sản phẩm này sẽ tạo ra thu nhập cho người đó; với thu nhập có thể biểu hiện ở dạng giá trị hay vật chất. Theo các lý thuyết phân phối trước đây cho thấy thu nhập có thể xem xét theo hai cách tiếp cận vi mô hoặc vĩ mô. Cách tiếp cận vi mô xem thu nhập mang tính chất cá nhân, bao gồm bốn hình thái: tiền lương, địa tô, lợi tức và lợi nhuận. Còn đối với cách tiếp cận vĩ mô, thu nhập chính là tổng thu nhập quốc dân, bao gồm tổng tiết kiệm và tổng tiêu dùng. Thứ hai, chủ thể phân phối thu nhập là một khái niệm mà các nhà nghiên cứu vẫn chưa thể nhất quán trong các lý thuyết phân phối thu nhập, qua mỗi thời kỳ phát triển của nhân loại và nền kinh tế, chủ thể phân phối cũng thay đổi. Tuy nhiên, hầu hết những tầng lớp hay cá nhân có quyền lực hoặc nắm giữ các yếu tố sản xuất thường được xem là chủ thể phân phối thu nhập, ví dụ như tù trưởng ở xã hội công xã nguyên thủy, vua chúa phong kiến, chủ đồn điền, các nhà tư bản hay quần chúng lao động. Và bắt đầu từ những năm 1960 cho đến nay, từ những thất bại của thị trường tự quản đã xuất hiện những sự can thiệp của Nhà nước vào quá trình phân phối thu nhập thông qua rất nhiều chính sách trợ cấp và thuế. Cuối cùng, người tiếp nhận chính là từng cá nhân, hộ gia đình hay tổ chức nhận được thu nhập thông qua quá trình mà thu nhập được chuyển giao từ các chủ thể phân phối đến họ. Như đã đề cập ở trên, thu nhập có tính cá nhân theo cách tiếp cận vi mô; vì vậy, người nhận được thu nhập phải bỏ ra một giá trị nhất định ví dụ như phải bỏ ra sức lao động để nhận được tiền lương, các nhà kinh doanh phải bỏ vốn vào hoạt động kinh doanh sản xuất để nhận được tiền lời. Ngoài ra, thông qua các chính sách bảo trợ, một số lượng người tiếp nhận không cần thiết phải trả giá cho việc tiếp nhận, ví dụ như các nhóm người nằm trong các diện nhận trợ cấp và bảo hiểm.

Quá trình phân phối thu nhập là một trong những bước đi quan trọng của quá trình tài sản xuất, gắn liền với quá trình sản xuất và tiêu dùng, phản ánh mối quan hệ giữa lợi ích của mỗi cá nhân hay lợi ích của một nhóm thành viên với lợi ích của toàn xã hội. Về mặt lý thuyết, phân phối thu nhập được xác định chủ yếu dựa vào quyền sở hữu các yếu tố sản xuất. Ví dụ, theo K. Marx và Engels, những cá nhân, hộ gia đình bán sức lao động nhận được tiền lương; những người sở hữu ruộng đất đem đi cho thuê nhận được địa tô; còn các nhà tư bản cho vay hoặc kinh doanh sản xuất sẽ nhận được lợi tức. Các yếu tố như tiền lương, tiền thuê hoặc lợi nhuận sẽ quyết định mỗi thành viên hay nhóm thành viên trong xã hội sẽ được hưởng bao nhiêu phần lợi ích. Vì vậy, quá trình phân phối thu nhập tạo ra một vấn đề vô cùng quan trọng mà rất nhiều nghiên cứu đã cố gắng tìm ra nguyên nhân để giải thích, đó chính là sự chênh lệch giàu nghèo giữa các tầng lớp trong xã hội. Như vậy, ở mức độ chênh lệch nào thì giàu nghèo xảy ra tình trạng bất bình đẳng? Các nhà kinh tế học đã tạo ra và phát triển một số các thước đo nhằm hỗ trợ đo lường sự chênh lệch này, trong đó có đường cong Lorenz, chỉ số Gini, Hoover... và rất nhiều các thước đo khác. Mỗi thang đo đều có những ưu và nhược điểm riêng biệt, tuy nhiên hệ số Gini vẫn được sử dụng phổ biến nhất. Qua đó, mối liên hệ giữa các khái niệm kinh tế tài chính này đã trở thành tâm điểm trong cơ sở lý thuyết cho những bài nghiên cứu thực tiễn về sau. Nhìn chung, các bài nghiên cứu thực nghiệm về vấn đề này cho thấy các kết quả đi theo các hướng khác nhau. Một là, tính thanh khoản có tương quan ngược chiều với bất bình đẳng thu nhập. Hai là, tính thanh khoản càng tăng thì góp càng mở rộng khoảng cách về thu nhập của người giàu và thu nhập người nghèo. Ba là, ở các giai đoạn khác nhau của phát triển kinh tế, hoặc ở những khía cạnh khác nhau của sự phát triển tài chính, bất bình đẳng về thu nhập có thể được thu hẹp hoặc mở rộng.

Nếu các ràng buộc về tín dụng giảm đi, người nghèo sẽ được hưởng lợi và bất bình đẳng giảm đi. Li và cộng sự (1998) cho thấy sự phát triển tài chính với nguồn vốn được đo bằng tỷ lệ nguồn cung tiền M2 vào GDP có tương quan âm đến bất bình đẳng về thu nhập. Các kết quả tương tự cũng được tìm thấy trong Beck và cộng sự (2007), Clarke và cộng sự (2006), Hamori và Hashiguchi (2012). Theo Kappel (2010) phát triển tài chính làm giảm bất bình đẳng cho các nước phát triển hơn nhưng điều đó không xảy ra với các nước kém phát triển. Becker và Tomes (1979 và 1986) cho rằng sự phát triển của hệ thống tài chính có thể tác động đến các cơ hội kinh tế của người nghèo và dần dần giảm thiểu sự bất bình đẳng giữa những thế hệ. Những bài viết thực nghiệm dường như ngả theo quan điểm phát triển tài chính có liên hệ đến sự giảm thiểu bất bình đẳng. Cụ thể, Burgess và Pande (2005) cho rằng quyết định của Ngân hàng Dự trữ Ấn Độ cho phép mở ngân hàng ở khu vực nông thôn đã làm gia tăng mức lương của nhóm lao động thiết yếu nhất, từ đó giảm thiểu nghèo đói và bất bình đẳng. Một vài nghiên cứu tương tự cũng khẳng định bất kỳ sự nói lỏng nào về rào cản tín dụng cũng mang lại lợi ích không cân xứng cho người nghèo vốn thiếu thốn về cả tài sản thế chấp lẫn lịch sử tín dụng (Galor và Zeria (1993), Aghion và Boulton (1997), và Galor và Moav (2004)). Tổng quan hơn, Demircuc-Kunt và Levine (2009) khẳng định phát triển tài chính giúp lý giải lượng tăng trưởng thu nhập cao trong nhóm nghèo nhất của phân phối thu nhập.

Mặt khác, nếu tăng trưởng tài chính đơn thuần cải thiện chất lượng của các dịch vụ tài chính hiện có nhưng không cải thiện được cách tiếp cận thị trường tín dụng thì những người giàu có, những người có khả năng sử dụng các dịch vụ hiện có, sẽ được hưởng lợi và sự phân phối thu nhập có thể mở rộng. Lập luận tương tự như vậy được đưa ra trong Greenwood và Jovanovic (1990). Một số bài viết cho rằng quan hệ giữa phát triển tài chính và bất bình đẳng ở các nhóm nước có mức độ ảnh hưởng khác nhau Li và Yu (2015) cho thấy ở 18 nước châu Á, quan hệ giữa phát triển tài chính và bất bình đẳng là cùng chiều, nghĩa là khi thanh khoản của thị trường chứng khoán tăng lên, thì bất bình đẳng trong thu nhập giữa người giàu và người nghèo cũng sẽ gia tăng tương ứng. Kết quả tương tự cũng được tìm thấy trong Denk và Cournede (2015) đối với nhóm quốc gia thuộc tổ chức OECD (Organization for Economic Co-operation and Development - Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế. Trong bài nghiên cứu của Jauch và Watzka (2012), các tác giả thấy rằng sự phát triển tài chính làm gia tăng sự bất bình đẳng. Theo



Jaumotte và cộng sự (2013) kết luận thì một số mảng tăng trưởng tài chính gắn liền với thương mại và toàn cầu hóa có thể gia tăng bất bình đẳng. Ngoài ra, Gimet và Lagoarde-Segot (2011) áp dụng phương pháp chuỗi thời gian đa biến để kết luận sự phát triển trong ngành ngân hàng có liên quan đến việc mở rộng phân phối thu nhập.

Bên cạnh đó, Kim và Lin (2011) trong những nghiên cứu sau này lại nhận thấy rằng bất bình đẳng thấp chỉ giảm đi ở mức ngưỡng của sự phát triển tài chính. Dưới ngưỡng đó, phát triển tài chính có xu hướng làm gia tăng bất bình đẳng. Trong những nghiên cứu khác, Bahmani-Oskooee và Zhang (2015) áp dụng các phép kiểm định chuỗi thời gian để khẳng định hiệu quả của phát triển tài chính đối với việc phân phối thu nhập chỉ là một hiện tượng ngắn hạn và không liên tục trong thời gian dài hơn. Một số bài nghiên cứu có xét đến tính thời kỳ của phát triển kinh tế, Kuznets (1995) cho rằng tăng trưởng kinh tế có thể đóng góp vào bất bình đẳng thu nhập trong thời kỳ đầu của giai đoạn phát triển. Tuy nhiên, tăng trưởng kinh tế cao lại giảm thiểu bất bình đẳng đối với những nước phát triển. Greenwood và Jovanovic (1989) tiếp nối Kuznets (1955) và xây dựng nên mô hình tăng trưởng – bất bình đẳng, đồng thời xem xét đến cơ cấu tài chính. Giả thuyết của họ cho thấy thời kỳ đầu của phát triển kinh tế lần tài chính có ảnh hưởng đến bất bình đẳng thu nhập sâu sắc hơn, trong khi đó, cơ cấu tài chính ổn định ở những quốc gia phát triển giúp họ đạt được sự ổn định trên phương diện bất bình đẳng. Giả thuyết của Demircuc-Kunt và Levine (2009) chỉ ra rằng cách thức mà tăng trưởng tài chính ảnh hưởng đến sự bất bình đẳng kinh tế vẫn còn rất mơ hồ, các tác giả cho rằng giả thuyết hiện tại phản ánh mối liên hệ giữa tài chính và bất bình đẳng tạo ra những dự đoán trái chiều nhau. Với mẫu dữ liệu của 143 quốc gia trong khoảng thời gian từ năm 1961 đến 2011 và xem xét phát triển tài chính trong năm khía cạnh tiếp cận tài chính, hiệu quả, ổn định và tự do hóa Naceur và Zhang (2016) cho thấy bốn trong năm khía cạnh của phát triển tài chính có thể làm giảm đáng kể sự bất bình đẳng về thu nhập và đói nghèo, ngoại trừ tự do hóa tài chính có xu hướng tăng bất bình đẳng.

Ngoài ra, mối liên hệ giữa đói nghèo và tính thanh khoản lại chỉ được nghiên cứu trong số ít các bài viết, trong đó có nghiên cứu của Blau (2017). Bài nghiên cứu của ông cho thấy tính thanh khoản có tương quan ngược chiều với tỷ lệ đói nghèo. Cụ thể hơn, ảnh hưởng này thật sự diễn ra mạnh mẽ ở nhóm nước có GDP đầu người thấp, bởi vì phần lớn dữ liệu về các tỷ lệ nghèo hầu hết phân phối tập trung ở nhóm nước này. Hơn nữa, phát hiện trên cũng ủng hộ quan điểm cho rằng tính thanh khoản mang lại nhiều lợi ích cho người nghèo hơn là cho người giàu và đồng thời, ủng hộ nghiên cứu của Levine và Zervos (1998) về mối quan hệ có tương quan âm giữa tín dụng ngân hàng và lượng cư dân có mức sống dưới các ngưỡng nghèo cụ thể.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Xây dựng mô hình nghiên cứu

Kế thừa các mô hình nghiên cứu trong Levine và Zervos (1998) và Benjamin M. Blau (2017), chúng tôi đi tìm các bằng chứng về mối quan hệ của bất bình đẳng thu nhập (Income Inequality/ Inequality) hay đói nghèo (Poverty) với tính thanh khoản của thị trường chứng khoán (Stock-market Liquidity) thông qua các mô hình hồi quy dưới đây:

$$\text{Ln(Inequality}_{i,t}) = \beta_1 \text{Ln(Liquidity}_{i,t}) + \beta_2 \text{Ln(BankCredit}_{i,t}) + \beta_3 \text{Ln(GDP}_{i,t}) + \beta_4 \text{OutputGrowth}_{i,t} + \beta_5 \text{Ln(Savings}_{i,t}) + \beta_6 \text{NetExports}_{i,t} + \alpha + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\text{Ln(Poverty}_{i,t}) = \beta_1 \text{Ln(Liquidity}_{i,t}) + \beta_2 \text{Ln(BankCredit}_{i,t}) + \beta_3 \text{Ln(GDP}_{i,t}) + \beta_4 \text{OutputGrowth}_{i,t} + \beta_5 \text{Ln(Savings}_{i,t}) + \beta_6 \text{NetExports}_{i,t} + \alpha + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Ở mô hình (1), biến Ln(Inequality) mô tả mức độ bất bình đẳng trong thu nhập ở các quốc gia bao gồm logarithm tự nhiên của:

Thứ nhất là, thông qua hệ số Gini. Hệ số Gini đo tỷ lệ phần trăm của diện tích tối đa giữa đường Lorenz và đường đại diện cho sự bình đẳng hoàn hảo. Gini được giới hạn từ 0 đến 100, với hệ số bằng 0 đại diện cho sự bình đẳng hoàn hảo trong khi hệ số bằng 100 đại diện cho sự bất bình đẳng hoàn hảo;

Thứ hai, thông qua các biến Incshr90, Incshr80, Incshr20, Incshr10 lần lượt là 10%, 20% thu nhập cá nhân cao nhất và 20%, 10% thu nhập cá nhân thấp nhất trong phân phối thu nhập của mỗi quốc gia trong mỗi năm. Đây là những tỷ lệ thu nhập do một nhóm cư dân nhất định tạo ra,



thường được sử dụng để đo lường 0.01%, 0.1%, 1%, 10% hay 20% thu nhập được tạo ra bởi một số lượng người có thu nhập cao nhất hoặc thấp nhất trong biểu đồ phân phối thu nhập của một quốc gia.

Ở mô hình (2), biến  $\ln(\text{Poverty})$  cho biết mức độ đói nghèo ở từng nước trong mỗi năm, bao gồm logarithm tự nhiên của các biến: Hoặc là  $\text{Poverty}^{1.9}$ ,  $\text{Poverty}^{1.9}$  là phần dân số sống dưới 1.9 đô la một ngày ở một quốc gia cụ thể trong một năm cụ thể; hoặc là  $\text{PovertyGen}$ ,  $\text{PovertyGen}$  là phần dân số sống dưới ngưỡng nghèo được xác định tùy theo mỗi quốc gia cụ thể đó trong một năm.

Biến độc lập chính của mô hình hồi quy chính là  $\ln(\text{Liquidity})$  biểu thị tính thanh khoản của thị trường chứng khoán, được tính toán bằng cách lấy logarithm tự nhiên của: Đầu tiên là Turnover, đây là tổng khối lượng chứng khoán được giao dịch trên thị trường chứng khoán của một quốc gia cụ thể trong năm chia cho tổng khối lượng chứng khoán đang lưu hành trên toàn bộ thị trường trong nước tại năm đó; Hoặc  $\text{Volume/GDP}$ , biểu diễn tổng giá trị giao dịch chứng khoán của một nước trong một năm tính bằng đô la Mỹ chia cho tổng sản lượng quốc nội của nước đó trong cùng năm.  $\text{Volume/GDP}$  rất khác biệt so với Turnover theo Demirgiig-Kunt và Levine (1996); trong khi  $\text{Volume/GDP}$  cho biết giá trị giao dịch so với kích thước của nền kinh tế, thì Turnover so với kích thước của thị trường chứng khoán. Giá cả ảnh hưởng đến cả hai chỉ số, nhưng chỉ có  $\text{Volume/GDP}$  là có liên quan trực tiếp. Do đó, Demirgiig-Kunt và Levine đã sử dụng cả chỉ số này trong các hồi quy của họ.

Cuối cùng, các biến độc lập còn lại đóng vai trò là biến kiểm soát của mô hình, nhằm tăng mức độ khả thi của mô hình hồi quy cũng như giải quyết vấn đề nội sinh có thể xảy ra do mối liên hệ giữa các thành phần kinh tế này. Trong đó:

$\ln(\text{BankCredit})$  là logarithm của tổng tín dụng quốc nội cho khu vực tư nhân, cung cấp bởi các tổ chức nhận tiền gửi (các ngân hàng, ngoại trừ ngân hàng trung ương);

$\ln(\text{GDP})$  là logarithm của tổng sản lượng quốc nội (GDP) của mỗi quốc gia trong mỗi năm và  $\text{OutputGrowth}$  là tốc độ tăng trưởng tổng sản lượng quốc nội;

$\ln(\text{Savings})$  là logarithm từ các kết quả được tính toán bằng cách lấy tổng tiết kiệm quốc nội được điều chỉnh bởi tổng tiêu dùng, cộng với các dòng đầu tư ròng ra nước ngoài, sau đó chia cho GDP; và  $\text{NetExports}$  là xuất khẩu ròng của mỗi quốc gia trong mỗi năm, được đo lường bằng cách dùng tổng giá trị xuất khẩu của một nước cụ thể trong năm trừ đi tổng giá trị nhập khẩu của nước này trong cùng năm.

Tóm tắt biến

STT	Yếu tố	Ký hiệu biến mô tả	Kỳ vọng dấu
1	Tính thanh khoản (Liquidity)	Turnover	+/-
		Volume/ GDP	+/-
2	Tín dụng ngân hàng	Bank Credit	-
3	Tăng trưởng kinh tế	GDP	+/-
4	Tốc độ tăng trưởng kinh tế	Output Growth	+/-
5	Tổng tiết kiệm	Savings	-
6	Xuất khẩu ròng	Net Exports	+/-

Chú thích: (+): Chỉ tương quan cùng chiều; (-): Chỉ tương quan ngược chiều

### 3.2. Dữ liệu:

Từ Worldbank, chúng tôi thu thập dữ liệu cho mẫu các quốc gia từ năm 2001 đến năm 2015. Các biến được sử dụng trong phân tích không được ghi nhận đầy đủ cho mỗi năm, mỗi quốc gia. Các biến đo lường đói nghèo chỉ được cung cấp cho một số ít quốc gia trong một số ít năm. Ví dụ như, dữ liệu của các biến mô tả  $\ln(\text{Poverty})$  phân bố chủ yếu ở khu vực các quốc gia có mức độ phát triển kinh tế thấp, các nước nghèo. Tổng số quốc gia trong mẫu phân tích là 217 và tổng số quan sát của các quốc gia trong tất cả các năm khoảng từ 630 đến 2650, tùy thuộc vào từng biến đo lường.

## 4. Kết quả nghiên cứu

Ở phần này, chúng tôi bắt đầu bằng việc tóm tắt sơ lược các biến mô tả thanh khoản, bất bình đẳng thu nhập và một trong các biến kiểm soát có liên quan mật thiết đến tính thanh khoản của thị trường chứng khoán – Bank Credit (tín dụng ngân hàng). Sau đó, chúng tôi sẽ ước lượng mô hình đã nêu ở phần 3.1 cho mẫu tất cả các quốc gia có được, và cho lần lượt ba nhóm nước nhỏ hơn, được phân chia dựa trên tiêu chí GDP đầu người trung bình từ năm 2001 đến 2015. Tiếp đến, chúng tôi thực hiện một vài phép ước lượng nữa nhằm tìm kiếm sự tương quan giữa các biến đã có. Cuối cùng là tìm hiểu nguyên nhân tạo nên mối quan hệ giữa tính thanh khoản của thị trường chứng khoán và bất bình đẳng thu nhập hay đói nghèo.

#### 4.1. Thống kê mô tả

Đầu tiên, chúng tôi sử dụng các phép mô tả biến nhằm xem xét mức độ lớn nhỏ về giá trị của các dữ liệu tìm được, đồng thời xem xét sơ lược đến việc dữ liệu ở các nước trong các năm được phân phối như thế nào. Bảng 1 dưới đây cho thấy các dữ liệu tìm được đối với các biến phụ thuộc và một số biến độc lập.

Bảng 1: Thống kê mô tả biến

Biến	Số quan sát	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Gini	952	37.866	9.159	16.200	64.800
Incsh90	952	29.730	6.942	17.100	54.800
Incsh80	952	45.037	7.495	29.700	71.100
Incsh20	952	6.659	2.144	1.500	13.400
Incsh10	952	2.584	1.004	0.100	6.100
Poverty1.9	973	9.009	15.974	0.000	94.000
PovertyGen	648	28.886	16.732	0.600	83.300
Turnover	1017	48.742	83.815	0.020	1721.540
Volume/GDP	1150	35.849	73.298	0.000	952.670
BankCredit	2636	46.448	40.793	0.000	312.120

Số quan sát của các biến mô tả bất bình đẳng thu nhập là như nhau trong khi Turnover, Volume/GDP và BankCredit có số quan sát đầy đủ hơn. Đối với các biến mô tả bất bình đẳng thu nhập, so sánh giữa giá trị nhỏ nhất, giá trị lớn nhất với trung vị, có thể nhận thấy rằng phân bố dữ liệu của các biến này khá đồng đều. Trong khi đó, khi so sánh các giá trị này của các biến mô tả đói nghèo hay thanh khoản thị trường chứng khoán cũng như tín dụng ngân hàng, dữ liệu hầu hết nằm ở mức gần với giá trị nhỏ nhất; với độ lệch chuẩn cao hơn rất nhiều khi so với độ lệch chuẩn của các biến mô tả bất bình đẳng.

#### 4.2. Phân tích tương quan giữa các biến

Kế đến, chúng tôi xem xét hệ số tương quan đơn giản giữa các biến mô tả bất bình đẳng, tính thanh khoản và một trong những biến độc lập là Bank Credit. Bảng 2 thể hiện mối liên hệ giữa các biến với nhau.

Bảng 2: Hệ số tương quan của các biến

	Gini	Incsh90	Incsh80	Incsh20	Incsh10	Poverty1.9	PovertyGen	Turnover	Volume/GDP	Bank Credit
Gini	1.0000									
Incsh90	0.9882	1.0000								
Incsh80	0.9962	0.9968	1.0000							
Incsh20	-0.9692	-0.9247	-0.9448	1.0000						
Incsh10	-0.9321	-0.8796	-0.9006	0.9894	1.0000					
Poverty1.9	0.4134	0.4331	0.4275	-0.3552	-0.3255	1.0000				
PovertyGen	0.4027	0.4177	0.4128	-0.3544	-0.3210	0.6449	1.0000			
Turnover	-0.0065	0.0019	-0.0004	0.0252	0.0558	0.0041	-0.0267	1.0000		
Volume/GDP	0.1194	0.1271	0.1326	-0.0759	-0.0286	-0.0305	-0.0425	0.7397	1.0000	
BankCredit	-0.1049	-0.1106	-0.1053	0.0985	0.0915	-0.3295	-0.4263	0.0494	0.3176	1.0000

Ở cột đầu tiên, chúng tôi phát hiện được rằng các biến biểu thị bất bình đẳng thu nhập tương quan với nhau một cách mạnh mẽ. Tuy nhiên, trong khi Gini, Incshr90, Incshr80, Poverty1.9, PovertyGen có tương quan cùng chiều với nhau thì các biến Incshr20 và Incshr10 lại cho kết quả trái chiều với các biến còn lại, và có tương quan chặt chẽ với Bank Credit. Hơn nữa, kết quả nhận được có hai điều trái ngược với kết quả của Blau (2017). Một là, hai biến biểu thị tính thanh khoản là Turnover và Volume/GDP trong dữ liệu mà chúng tôi thu thập được có tương quan dương với nhau, và có kết quả tương quan với các biến bất bình đẳng tương tự nhau. Hai là, thay vì tương quan âm giữa Gini và Bank Credit như Blau (2017) nhận được, kết quả chúng tôi nhận được lại có tương quan dương. Đáng ngạc nhiên, mặc dù có tương quan âm với các biến còn lại, Incshr20 và Incshr10 lại cho kết quả cùng chiều với chúng khi đo lường hệ số tương quan với Turnover và Volume/GDP. Thế nhưng, ngoài các điều chúng tôi vừa nêu thì các kết quả còn lại không có gì đáng chú ý.

#### 4.3. *Mối quan hệ giữa bất bình đẳng thu nhập và tính thanh khoản*

Đến phần này, chúng tôi thực hiện hồi quy cho một loạt mô hình và trình bày kết quả. Đầu tiên, chúng tôi kiểm chứng mối quan hệ giữa năm biến đầu tiên biểu thị bất bình đẳng với một biến thể hiện tính thanh khoản bằng việc hồi quy lần lượt các biến logarithm tự nhiên của Gini, Incshr với Turnover và một số biến vĩ mô khác đóng vai trò làm biến kiểm soát trong mô hình. Thứ hai, chúng tôi hồi quy cùng mô hình trên nhưng cho từng nhóm nước nhỏ hơn để so sánh, xem xét tác động của tính thanh khoản của thị trường lên các nhóm nước có GDP đầu người khác nhau. Thứ ba, chúng tôi tìm hiểu mối quan hệ giữa đói nghèo với các biến đo lường thanh khoản thị trường.

Chúng tôi bắt đầu hồi quy mô hình (1) theo lần lượt từng biến đo lường thanh khoản (Liquidity) là Turnover trong mô hình (1.1) và giá trị vốn hóa thị trường (Volume/GDP) trong mô hình (1.2) cho mẫu tất cả 217 quốc gia trên toàn thế giới, dữ liệu bằng ở trạng thái cân bằng tốt.

$$\text{Ln(Inequality}_{i,t}) = \beta_1 \text{Ln(Turnover}_{i,t}) + \beta_2 \text{Ln(BankCredit}_{i,t}) + \beta_3 \text{Ln(GDP}_{i,t}) + \beta_4 \text{OutputGrowth}_{i,t} + \beta_5 \text{Ln(Savings}_{i,t}) + \beta_6 \text{NetExports}_{i,t} + \alpha + \varepsilon_{i,t} \quad (1.1)$$

Các kết quả đều được đo lường bằng phương pháp ước lượng bình phương tổng quát (GLS), do mô hình ban đầu ước lượng theo mô hình tác động cố định (FEM) xảy ra phương sai thay đổi. Bên dưới mỗi hệ số hồi quy được, chúng tôi cung cấp sai số chuẩn và đánh dấu sao cho mỗi hệ số có ý nghĩa thống kê, với \*, \*\* và \*\*\* lần lượt tương ứng cho ước lượng có ý nghĩa thống kê tại các độ tin cậy 99%, 95%, 90%.

Các cột từ [1] đến [5] bảng 3 thể hiện lần lượt hệ số hồi quy cho các biến phụ thuộc là Ln(Gini), Ln(Incshr90), Ln(Incshr80), Ln(Incshr20) và Ln(Incshr10). Bảng chứng cho thấy tính thanh khoản có tác động đến bất bình đẳng thu nhập, tuy nhiên, ảnh hưởng là nhỏ. Cụ thể, với hệ số hồi quy ở cột [1] là -0.011, với mỗi đơn vị tăng lên của Ln(Turnover), Ln(Gini) giảm xuống 1.1%. Kết quả ở các cột [2] và [3], [4] và [5] lần lượt cho thấy khi thanh khoản tăng lên một đơn vị, phần thu nhập của người giàu giảm xuống rất ít, chỉ từ 0.8% đến 0.9%; trong khi đó, thu nhập của người nghèo tại tăng lên từ 1.7% đến 3.6% và có thể thấy được, những người nghèo nhất được hưởng lợi ích nhiều nhất.

**Bảng 3: Kết quả hồi quy mẫu 217 quốc gia cho mô hình (1.1)**

	Ln(Gini)	Ln(Incshr90)	Ln(Incshr80)	Ln(Incshr20)	Ln(Incshr10)
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
Ln(Turnover)	-0.011** (0.005)	-0.009*** (0.005)	-0.008** (0.003)	0.017** (0.007)	0.036* (0.008)
Ln(BankCredit)	-0.077* (0.007)	-0.071* (0.007)	-0.056* (0.005)	0.141* (0.009)	0.167* (0.011)
Ln(GDP)	0.019* (0.004)	0.012* (0.003)	0.010* (0.002)	-0.030* (0.006)	-0.050* (0.007)
OutputGrowth	0.006* (0.002)	0.007* (0.002)	0.005* (0.002)	-0.006* (0.002)	-0.004** (0.002)

	(0.001)	(0.002)	(0.001)	(0.002)	(0.002)
Ln(Savings)	-0.105*	-0.084*	-0.056*	0.150*	0.235*
	(0.014)	(0.013)	(0.008)	(0.016)	(0.015)
NetExports	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Hàng số	3.725*	3.579*	3.930*	1.590*	0.695*
	(0.097)	(0.088)	(0.047)	(0.141)	(0.162)
Số quan sát	425	425	425	425	425

Có thể dễ dàng thấy được, ở các dòng kết quả ước lượng của các biến kiểm soát trong bảng 3, có bằng chứng rất mạnh cho thấy tăng trưởng kinh tế góp phần làm gia tăng bất bình đẳng thu nhập, trong khi đó tín dụng ngân hàng và tiết kiệm giúp làm giảm khoảng cách về thu nhập giữa người giàu và người nghèo. Mỗi đơn vị tăng lên của tăng trưởng kinh tế hoặc tốc độ tăng trưởng trong khi các biến còn lại không thay đổi, thì bất bình đẳng tăng tương ứng khoảng 2% và 0.6%. Đối tượng hưởng lợi nhiều nhất không ai khác chính là những người giàu nhất, mà thu nhập do họ tạo nên được thể hiện bởi biến  $\text{Inchsr90}$ . Ở các cột tiếp theo, thu nhập của người nghèo giảm đi từ 0.4% đến 5%, trong khi thu nhập của người giàu giảm đi chỉ 0.5% đến 1.2%. Còn đối với thị trường các ngân hàng hay tiết kiệm, mỗi một đơn vị tăng lên của  $\text{Ln}(\text{BankCredit})$  hay  $\text{Ln}(\text{Savings})$ , các biến còn lại không đổi, bất bình đẳng giảm đi đáng kể, lần lượt là 7.7% và 10.5%. Như vậy có thể nói rằng, các sự biến đổi của thị trường tài chính ảnh hưởng rất mạnh đến phân phối thu nhập, mà đối tượng gánh chịu nặng nề nhất là tầng lớp thượng lưu trong khi đối tượng nhận được nhiều lợi ích nhất lại là tầng lớp nghèo nàn nhất trong xã hội.

Để tìm hiểu rõ hơn về ảnh hưởng của tính thanh khoản lên bất bình đẳng thu nhập ở các nhóm nước khác nhau, chúng tôi chia mẫu gồm 217 quốc gia thành ba nhóm nhỏ dựa trên GDP đầu người, mỗi nhóm bao gồm 69 quốc gia do một số nước không có dữ liệu về GDP đầu người cho tất cả các năm (chi tiết về danh sách các nước thuộc các nhóm này được trình bày ở phụ lục). Kết quả đo lường được thể hiện trong bảng 4. Ở nhóm nước đầu tiên – nhóm nước có GDP đầu người thấp nhất trong 217 quốc gia trên toàn thế giới (phần A), kết quả cho thấy mỗi khi thanh khoản tăng lên một, thì khoảng cách thu nhập giảm đi 7.1% trong khi các biến còn lại không biến động. Trong đó, 20% thu nhập của những người giàu nhất thế giới giảm 4.3% và 20% thu nhập được tạo ra bởi những người nghèo tăng đến 9.2%; với hệ số hồi quy nhận được lần lượt là -0.043 và -0.092, có ý nghĩa tại mức ý nghĩa 1%. Kết quả ở phần này hoàn toàn phù hợp với kết quả được thể hiện ở bảng 3.

Phần B của bảng này cho biết các kết quả đo lường cho nhóm nước có GDP đầu người ở mức trung bình. Các hệ số nhận được tương tự như ở phần A nhưng với độ lớn nhỏ hơn độ lớn của các hệ số ở phần A. Cụ thể là,  $\text{Ln}(\text{Turnover})$  tăng một đơn vị, thì Gini giảm xuống 3.8%,  $\text{Inchsr80}$  giảm 2.1% và  $\text{Inchsr20}$  tăng 8.3%. Tại phần C của bảng (các cột từ [7] đến [9]), các hệ số hồi quy nhận được của  $\text{Ln}(\text{Turnover})$  đối với  $\text{Ln}(\text{Gini})$ ,  $\text{Ln}(\text{Inchsr80})$  và  $\text{Ln}(\text{Inchsr20})$  lần lượt là -0.009, -0.006 và 0.006. Có nghĩa là mỗi đơn vị thanh khoản tăng lên, thì bất bình đẳng ở nhóm nước có GDP đầu người cao nhất này sẽ chỉ giảm đi rất nhẹ 0.9%. Như vậy, phép ước lượng này cho thấy thanh khoản của thị trường chứng khoán có tương quan ngược chiều với bất bình đẳng thu nhập, đặc biệt là tại các nước nghèo, tác động này diễn ra rất mạnh mẽ, kể đến là nhóm nước có GDP đầu người trung bình và cuối cùng, chịu ảnh hưởng ít nhất là tại nhóm nước phát triển.

Chú ý đến các biến kiểm soát như  $\text{Ln}(\text{BankCredit})$ ,  $\text{Ln}(\text{GDP})$  và  $\text{Ln}(\text{Savings})$ , hệ số nhận được khi hồi quy cho từng nhóm nước là rất khác biệt. Trong khi ở phần A của bảng 4, thị trường ngân hàng phát triển lên một đơn vị sẽ tương ứng với một khoảng tăng lên 4.1% trong khoảng cách giữa thu nhập của người giàu và thu nhập của người nghèo. Tương tự tại nhóm nước phát triển, thị trường này cũng có mối quan hệ tích cực trong việc gia tăng bất bình đẳng thu nhập. Tuy nhiên, ở phần B, có bằng chứng cho thấy, một đơn vị gia tăng trong tín dụng ngân hàng (được biểu diễn bởi  $\text{Ln}(\text{BankCredit})$ ) tương ứng với việc bất bình đẳng giảm đi 5.2%.



Bên cạnh đó, các kết quả cũng cho thấy tăng trưởng kinh tế có thể làm giảm đi khoảng cách giàu nghèo tại các nước kém phát triển, trong khi đó, nó làm tăng lên khoảng cách này tại các nước phát triển hơn. Ngoài ra, tổng tiết kiệm cũng ảnh hưởng một cách khác biệt đối với các nhóm nước khác nhau. Với mỗi đơn vị tăng lên của tổng tiết kiệm ( $\text{Ln}(\text{Savings})$ ), bất bình đẳng tại nhóm nước kém phát triển tăng lên đến 8.8%; trong khi đó, có bằng chứng rất mạnh cho thấy bất bình đẳng tại nhóm nước có GDP đầu người cao nhất (ở phần C của bảng 4) lại giảm đi đáng kể, 19.6% với hệ số bằng -0.196 (giá trị p bé hơn 1%). Tốc độ tăng GDP cũng thể hiện những tác động trái chiều cho mỗi nhóm nước, tuy nhiên tác động này là không đáng kể.

Kể đến, chúng tôi ước lượng một mô hình tương tự như mô hình (1.1) với một cách đo lường tính thanh khoản khác. Cụ thể, chúng tôi hồi quy mô hình dưới đây với dữ liệu bảng chéo cân bằng:

**Bảng 4: Kết quả hồi quy theo nhóm nước cho mô hình (1.1)**

	A. Nhóm nước có GDP đầu người thấp			B. Nhóm nước có GDP đầu người trung bình			C. Nhóm nước có GDP đầu người cao		
	Ln (Gini)	Ln (Incschr80)	Ln (Incschr20)	Ln (Gini)	Ln (Incschr80)	Ln (Incschr20)	Ln (Gini)	Ln (Incschr80)	Ln (Incschr20)
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]
Ln (Turnover)	-0.071* (0.01)	-0.043* (0.007)	0.092* (0.016)	-0.038* (0.011)	-0.021** (0.009)	0.083* (0.018)	0.009** (0.004)	-0.006** (0.002)	0.006 (0.005)
Ln (BankCredit)	0.041** (0.02)	0.024 (0.015)	-0.075* (0.029)	-0.052* (0.017)	-0.031** (0.013)	0.050** (0.025)	0.031* (0.007)	0.022* (0.004)	-0.036* (0.01)
Ln(GDP)	-0.035* (0.012)	-0.019** (0.008)	0.074* (0.019)	0.022** (0.011)	0.008 (0.008)	-0.052* (0.012)	0.034* (0.004)	0.016* (0.002)	-0.047* (0.005)
Output Growth	0.010*** (0.005)	0.005 (0.003)	-0.017*** (0.009)	0.001 (0.002)	0.000 (0.002)	-0.005 (0.005)	0.007* (0.001)	0.004* (0.001)	-0.006* (0.002)
Ln(Savings)	0.088* (0.018)	0.059* (0.015)	-0.140* (0.038)	0.056 (0.04)	0.033 (0.031)	0.025 (0.078)	-0.196* (0.013)	-0.111* (0.008)	0.219* (0.018)
NetExports	0.000 (0)	0.000 (0)	0.000 (0)	0.000 (0)	0.000 (0)	0.000 (0)	0.000 (0)	0.000 (0)	0.000 (0)
Hằng số	4.248* (0.28)	4.123* (0.178)	0.612 (0.439)	3.331* (0.236)	3.765* (0.206)	2.493* (0.27)	3.040* (0.092)	3.523* (0.056)	2.783* (0.114)
Số quan sát	34	34	34	165	165	165	226	226	226

$$\text{Ln}(\text{Inequality}_{i,t}) = \beta_1 \text{Ln}(\text{Volume/GDP}_{i,t}) + \beta_2 \text{Ln}(\text{BankCredit}_{i,t}) + \beta_3 \text{Ln}(\text{GDP}_{i,t}) + \beta_4 \text{OutputGrowth}_{i,t} + \beta_5 \text{Ln}(\text{Savings}_{i,t}) + \beta_6 \text{NetExports}_{i,t} + \alpha + \varepsilon_{i,t} \quad (1.2)$$

Mô hình (1.2) tương tự như mô hình trước đó với chỉ một sự khác biệt, đó là thay vì  $\text{Ln}(\text{Turnover})$ , biến độc lập chính của mô hình này là  $\text{Ln}(\text{Volume/GDP})$ . Cũng như phép hồi quy trước, chúng tôi cũng sử dụng phương pháp GLS và kết quả được trình bày ở bảng 5.

**Bảng 5: Kết quả hồi quy mẫu 217 quốc gia cho mô hình (1.2)**

	Ln(Gini)	Ln(Incschr90)	Ln(Incschr80)	Ln(Incschr20)	Ln(Incschr10)
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
Ln(Volume/GDP)	0.003 (0.004)	0.003 (0.004)	0.001 (0.003)	0.007 (0.005)	0.015* (0.005)
Ln(BankCredit)	-0.090* (0.007)	-0.083* (0.007)	-0.062* (0.005)	0.133* (0.009)	0.161* (0.011)
Ln(GDP)	0.004 (0.004)	-0.004 (0.004)	0.000 (0.002)	-0.014* (0.005)	-0.025* (0.004)
OutputGrowth	0.005* (0.005)	0.006* (0.006)	0.004* (0.004)	-0.005* (0.005)	-0.002 (0.002)

	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.002)
Ln(Savings)	-0.056*	-0.037*	-0.027*	0.089*	0.158*
	(0.012)	(0.012)	(0.008)	(0.014)	(0.015)
NetExports	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Hàng số	3.996*	3.854*	4.103*	1.435*	0.384*
	(0.11)	(0.107)	(0.069)	(0.139)	(0.13)
Số quan sát	477	477	477	477	477

So với bảng 3, phép hồi quy lần này không thể hiện kết quả như mong muốn, hệ số nhận được của biến Ln(Volume/GDP) từ cột [1] đến cột [4] đều không có ý nghĩa thống kê. Duy nhất chỉ có kết quả tại cột [5] cho thấy tính thanh khoản gia tăng sẽ tạo ra 1.5% gia tăng trong 10% thu nhập của những người nghèo nhất trong một nước ở một năm cụ thể. Các biến kiểm soát khác cũng nhận được các hệ số cùng chiều với hệ số của biến đó ở bảng 3. Cụ thể là, mỗi một đơn vị Ln(BankCredit) hay Ln(Savings) tăng lên, thì bất bình đẳng sẽ giảm xuống lần lượt 9% và 5.6%. Tại các cột [2] và [3], hệ số của Ln(BankCredit) lần lượt là -0.083 và -0.062, cho biết thu nhập của người giàu sẽ giảm từ 6.2% đến 8.3% tương ứng với một đơn vị tăng của thị trường tín dụng. Còn tại các cột [4] và [5], hệ số cho biến này là 0.133 và 0.161, cho biết thu nhập của người nghèo tăng lên rất mạnh mẽ, từ 13.3% đến 16.1%, tương ứng với tín dụng ngân hàng gia tăng một đơn vị khi các biến còn lại không đổi. Tương tự, tổng tiết kiệm được biểu diễn bởi Ln(Savings) cũng thể hiện tác động làm tăng thu nhập của người nghèo với mức độ mạnh mẽ hơn mức độ làm giảm đi thu nhập của người giàu. Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng kinh tế gia tăng một đơn vị, sẽ tạo ra chỉ có 0.5% gia tăng trong bất bình đẳng thu nhập. Lúc này, mức gia tăng thu nhập của người giàu được chịu trách nhiệm bởi một đơn vị tăng của tốc độ tăng trưởng kinh tế là cao hơn một chút so với mức giảm thu nhập của người nghèo. Nói cách khác, ảnh hưởng của tốc độ tăng trưởng lên người giàu là mạnh hơn.

Tương tự, để xem xét kỹ lưỡng hơn về mối quan hệ này tại các nhóm nước có GDP đầu người khác nhau, chúng tôi tiếp tục thực hiện các phép hồi quy mô hình (1.2) theo từng nhóm nước. Kết quả cho các phép đo lường này được trình bày ở bảng 6 dưới đây, với các phần A, B và C lần lượt thể hiện kết quả hồi quy cho các nhóm nước có GDP đầu người từ thấp nhất đến cao nhất.

**Bảng 6: Kết quả hồi quy theo nhóm nước cho mô hình (1.2)**

	A. Nhóm nước có GDP đầu người thấp			B. Nhóm nước có GDP đầu người trung bình			C. Nhóm nước có GDP đầu người cao		
	Ln (Gini)	Ln (Incs80)	Ln (Incs20)	Ln (Gini)	Ln (Incs80)	Ln (Incs20)	Ln (Gini)	Ln (Incs80)	Ln (Incs20)
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]
Ln (Volume/GDP)	-0.033*	-0.018*	0.059*	-0.008	-0.001	0.037**	0.010*	0.005***	-0.014*
	(0.007)	(0.005)	(0.012)	(0.008)	(0.006)	(0.015)	(0.004)	(0.003)	(0.004)
Ln (BankCredit)	0.032	0.013	-0.044	-0.061*	-0.033*	0.119*	0.029*	0.019*	-0.028*
	(0.024)	(0.018)	(0.032)	(0.016)	(0.011)	(0.029)	(0.008)	(0.005)	(0.009)
Ln(GDP)	-0.051*	-0.028*	0.070*	-0.009	-0.012**	0.022	0.016*	0.006**	-0.027*
	(0.012)	(0.008)	(0.019)	(0.008)	(0.005)	(0.016)	(0.005)	(0.003)	(0.006)
Output Growth	0.010**	0.004	-0.025**	-0.001	-0.001	0.000	0.004*	0.003*	-0.003***
	(0.006)	(0.004)	(0.01)	(0.002)	(0.001)	(0.004)	(0.002)	(0.001)	(0.002)
Ln(Savings)	0.104*	0.078*	-0.156*	0.090*	0.061*	-0.118***	-0.176*	-0.105*	0.192*
	(0.03)	(0.022)	(0.037)	(0.033)	(0.022)	(0.065)	(0.015)	(0.009)	(0.017)
NetExports	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)

Hằng số	4.440*	4.209*	0.893***	3.964*	4.172*	0.887***	3.413*	3.734*	2.353*
	(0.272)	(0.199)	(0.462)	(0.218)	(0.118)	(0.476)	(0.134)	(0.082)	(0.15)
Số quan sát	37	37	37	195	195	195	245	245	245

Khi hồi quy cho từng nhóm nước, kết quả cho thấy thanh khoản thể hiện ảnh hưởng lên từng nhóm nước khác nhau một cách khác biệt. Tại phần A, các hệ số cho thấy thanh khoản tăng một đơn vị làm giảm đi khoảng cách thu nhập của người giàu và thu nhập của người nghèo 3.3%. Tăng trưởng kinh tế và tổng tiết kiệm cũng thể hiện tác động ngược chiều lên phân phối thu nhập. Các hệ số nhận được của Ln(GDP) và Ln(Savings) lần lượt là -0.051 và 0.104, có nghĩa là khi nền kinh tế hoặc thị trường ngân hàng phát triển lên một đơn vị khi các yếu tố khác không đổi, bất bình đẳng thu nhập lần lượt giảm đi 5.1% hoặc tăng lên 10.4%. Tại phần C, hệ số hồi quy của Ln(Savings) cũng cho thấy kết quả về chiều hướng tác động của tổng tiết kiệm lên bất bình đẳng giống như khi mối quan hệ này diễn ra ở các nước nghèo. Kết quả tại các phần A và B hoàn toàn ủng hộ cho các kết quả hồi quy trước đó tại bảng 3 và 4.

Tuy nhiên, ảnh hưởng của tính thanh khoản lên bất bình đẳng ở nhóm nước có GDP đầu người cao nhất lại mang hướng tích cực, tức là có tương quan dương, đi ngược lại với kết quả ở phần C bảng 4, khi hồi quy với biến độc lập là Ln(Turnover). Có nghĩa là, với mỗi đơn vị tính thanh khoản gia tăng, bất bình đẳng ở các nước giàu cũng gia tăng với mức độ trung bình 1%/năm. Thế nhưng, các kết quả đo lường cho các biến kiểm soát cho thấy tác động của từng biến này lên bất bình đẳng thu nhập khi các biến còn lại không biến đổi, lại cùng chiều hướng với các kết quả được trình bày ở cột [7], [8], [9] của bảng 4. Cụ thể là, khi Ln(BankCredit), Ln(GDP) hoặc OutputGrowth tăng lên một đơn vị khi các biến còn lại không đổi, thì bất bình đẳng gia tăng lần lượt 2.9%, 1.6% hoặc 0.4%. Tức là tín dụng ngân hàng và phát triển kinh tế góp phần thúc đẩy sự mở rộng của phân phối thu nhập. Ngược lại, với hệ số hồi quy là -0.176, tổng tiết kiệm làm thu hẹp phân phối thu nhập đến 17.6% tương ứng với một đơn vị gia tăng của biến Ln(Savings).

#### 4.4. Mối quan hệ giữa đói nghèo và tính thanh khoản

Để cung cấp thêm một cái nhìn sâu hơn về sự ảnh hưởng của thanh khoản thị trường chứng khoán đến người nghèo, chúng tôi xem xét các biến đo lường đói nghèo sẽ bị ảnh hưởng như thế nào bởi tính thanh khoản của thị trường chứng khoán; bằng cách hồi quy mô hình dưới đây với bảng dữ liệu cân bằng:

$$\text{Ln(Poverty}_{i,t}) = \beta_1 \text{Ln(Liquidity}_{i,t}) + \beta_2 \text{Ln(BankCredit}_{i,t}) + \beta_3 \text{Ln(GDP}_{i,t}) + \beta_4 \text{OutputGrowth}_{i,t} + \beta_5 \text{Ln(Savings}_{i,t}) + \beta_6 \text{NetExports}_{i,t} + \alpha + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Biến phụ thuộc là logarithm của hai cách thức đo lường đói nghèo, bao gồm Poverty1.9 và PovertyGen. Biến độc lập chính trong mô hình (3) là logarithm của Liquidity (biểu diễn tính thanh khoản của thị trường chứng khoán), được đo lường bởi Turnover và Volume/GDP như đã được định nghĩa ở các phần trước. Các biến kiểm soát còn lại cũng đã được giải thích rõ ràng như trên. Như cách làm trước, chúng tôi cũng mô hình GLS để hồi quy cho mô hình (3), và cung cấp các kết quả về hệ số hồi quy cùng với sai số ước lượng của từng biến trong bảng 7.

**Bảng 7: Kết quả hồi quy mẫu 217 quốc gia cho mô hình (2)**

	Ln(Poverty1.9)		Ln(PovertyGen)	
	[1]	[2]	[3]	[4]
Ln(Turnover)	0.065 (0.047)		0.025*** (0.015)	
Ln(Volume/GDP)		-0.152* (0.034)		0.024*** (0.012)
Ln(BankCredit)	-1.166* (0.089)	-1.083* (0.059)	-0.023 (0.022)	-0.265* (0.038)
Ln(GDP)	-0.152* (0.048)	0.080* (0.029)	-0.198* (0.028)	-0.157* (0.017)

OutputGrowth	-0.015** (0.007)	0.013 (0.012)	0.002 (0.001)	-0.002 (0.004)
Ln(Savings)	0.124 (0.16)	-0.105 (0.115)	0.045 (0.058)	0.030 (0.059)
NetExports	0.000 (0)	0.000 (0)	0.000 (0)	0.000 (0)
Hàng số	8.335* (1.261)	2.933* (0.979)	7.869* (0.658)	7.792* (0.428)
Số quan sát	357	410	217	258

Bảng 7 thể hiện kết quả hồi quy của các biến độc lập trong mô hình (3), với các cột [1], [2] cho biến Ln(Poverty1.9) và cột [3], [4] cho Ln(PovertyGen); các cột lẻ thể hiện hệ số hồi quy của Ln(Turnover) và cột chẵn cho biết hệ số hồi quy của Ln(Volume/GDP). Tại cột [2], có bằng chứng mạnh mẽ cho thấy tính thanh khoản gia tăng sẽ làm giảm đi số lượng người nghèo có mức sống dưới \$1.9/ ngày rất mạnh 15.2% ứng với mỗi đơn vị tính thanh khoản tăng lên. Trong khi đó tại các cột [3] và [4], tính thanh khoản lại làm tăng lượng người dân sống dưới ngưỡng nghèo của mỗi quốc gia như sau: Trong một năm, mỗi quốc gia trung bình tăng 2.4% đến 2.5% ứng với mỗi đơn vị tăng trong tính thanh khoản của thị trường chứng khoán của quốc gia đó, trong cùng năm đó, khi các yếu tố còn lại không thay đổi. Ngoài ra, tại cột các cột [1], [3] và [4], kết quả hồi quy cũng cho thấy tăng trưởng kinh tế, tín dụng ngân hàng và tổng tiết kiệm góp phần làm giảm rất mạnh mẽ số lượng người nghèo có các mức sống khác nhau, với mức giảm lớn nhất lên đến 116%. Tức là sự phát triển của thị trường ngân hàng và phát triển nền kinh tế mang lại lợi ích rất lớn cho bộ phận cư dân có mức sống dưới \$1.9/ ngày.

Để kiểm chứng tác động này một cách chi tiết hơn, chúng tôi tiếp tục chia nhỏ tổng số 217 quốc gia thành ba nhóm nhỏ, tương tự như trên để ước lượng mô hình (3). Kết quả đo lường được ghi nhận trong bảng 8, với các phần A và B lần lượt là kết quả khi hồi quy các biến Ln(Turnover) và Ln(Volume/GDP); các cột [1], [3], [5] và [2], [4], [6] lần lượt đo lường các biến Ln(Poverty1.9) và Ln(PovertyGen) cho mỗi nhóm nước có GDP đầu người từ thấp nhất đến cao nhất trong 217 nước.

### Bảng 8: Kết quả hồi quy theo nhóm nước cho mô hình (2)

Biến mô tả thanh khoản là Ln(Turnover)

	Nhóm nước có GDP đầu người thấp		Nhóm nước có GDP đầu người trung bình		Nhóm nước có GDP đầu người cao	
	Ln (Poverty1.9)	Ln (PovertyGen)	Ln (Poverty1.9)	Ln (PovertyGen)	Ln (Poverty1.9)	Ln (PovertyGen)
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
Ln (Turnover)	0.254** (0.11)	0.258* (0.049)	-0.134*** (0.08)	-0.02 (0.024)	-0.065 (0.042)	-0.01 (0.019)
Ln (Bank Credit)	-0.639*** (0.353)	-0.05 (0.13)	-0.577* (0.106)	-0.822* (0.073)	0.178 (0.109)	0.001 (0.016)
Ln(GDP)	0.167 (0.106)	-0.257* (0.03)	0.016 (0.067)	-0.124* (0.018)	0.268* (0.045)	0.075** (0.034)
Output Growth	0.006 (0.062)	-0.083* (0.023)	-0.022 (0.019)	-0.004 (0.008)	0.01 (0.017)	-0.001 (0.006)
Ln(Savings)	1.121* (0.396)	0.15 (0.109)	0.028 (0.271)	-0.014 (0.112)	-1.159* (0.161)	-0.434* (0.159)
NetExports	0.000 (0)	-0.000* (0)	0.000* (0)	0.000 (0)	0.000 (0)	0.000 (0)
Hàng số	-4.25	9.022*	3.044***	9.335*	-5.417*	2.107***



	(2.677)	(0.581)	(1.671)	(0.739)	(1.263)	(1.222)
Số quan sát	50	47	150	119	166	57
Biến mô tả thanh khoản là Ln(Volume/GDP)						
	Nhóm nước có GDP đầu người thấp		Nhóm nước có GDP đầu người trung bình		Nhóm nước có GDP đầu người cao	
	Ln (Poverty1.9)	Ln (PovertyGen)	Ln (Poverty1.9)	Ln (PovertyGen)	Ln (Poverty1.9)	Ln (PovertyGen)
Ln (Volume/ GDP)	-0.099 (0.071)	0.070*** (0.037)	-0.218* (0.044)	0.028 (0.024)	-0.044 (0.027)	0.031** (0.014)
Ln (Bank Credit)	-0.540*** (0.307)	-0.049 (0.118)	-0.382* (0.077)	-0.701* (0.069)	0.115 (0.13)	0.013 (0.018)
Ln(GDP)	0.14 (0.113)	-0.243* (0.042)	0.166* (0.033)	-0.197* (0.028)	0.186* (0.026)	-0.035 (0.042)
Output Growth	0.062 (0.064)	-0.056* (0.02)	-0.006 (0.018)	-0.005 (0.008)	0.01 (0.012)	0.001 (0.006)
Ln(Savings)	1.134* (0.349)	-0.047 (0.081)	-0.073 (0.26)	-0.028 (0.077)	-0.939* (0.151)	-0.754* (0.195)
NetExports	0.000 (0)	-0.000* (0)	0.000** (0)	0.000 (0)	0.000 (0)	0.000 (0)
Hàng số	-3.081 (2.944)	9.891* (1.096)	-1.454** (0.728)	10.775* (0.821)	-3.788* (0.94)	5.742* (1.557)
Số quan sát	53	49	176	145	181	64

Tại các cột từ [1] và [2] của cả hai phần A và B, có bằng chứng cho thấy thanh khoản tăng làm tăng lượng người nghèo với mức độ rất lớn ở các nước kém phát triển, chỉ với một đơn vị tính thanh khoản gia tăng, số lượng người nghèo có các mức sống dưới \$1.9/ ngày và dưới ngưỡng nghèo đã tăng lên đáng kể, từ 7% đến tận 25.8% khi các yếu tố kinh tế khác giữ nguyên. Hệ số của Ln(Volume/GDP) ở cột [6] phần B cũng cho thấy một bằng chứng khá chắc chắn về sự tương quan dương giữa tính thanh khoản và đói nghèo: Hệ số nhận được là 0.031 có ý nghĩa thống với độ tin cậy bằng 95%. Trong khi đó, tại các nước có GDP đầu người cao hơn, ở các cột [3] và [4], kết quả ước lượng lại cho biết tính thanh khoản có tương quan âm với số lượng người nghèo sống dưới \$1.9/ ngày. Với hệ số nhận được lần lượt là -0.134 và -0.218, một đơn vị tăng của Ln(Turnover) hoặc Ln(Volume/GDP) khi các biến khác không đổi, Incshr80 giảm đi lần lượt 13.4% và 21.8%. Như vậy, tại các nước có mức độ phát triển khác nhau, tác động từ sự phát triển của thị trường chứng khoán trong nước lên đói nghèo mang các chiều hướng khác nhau, và thậm chí là với các mức độ khác nhau. Cụ thể là, ở các nước kém phát triển hoặc phát triển, tính thanh khoản của thị trường có tác động làm gia tăng lượng người nghèo, với mức độ tác động đối với nhóm nước có GDP đầu người thấp là rất lớn và đối với các nước có GDP đầu người cao nhất chỉ ở mức hơn 3%. Trong khi ngược lại, tính thanh khoản lại góp phần làm giảm đi khá mạnh một số lượng người nghèo có mức sống dưới \$1.9/ ngày.

Khi nhìn vào hệ số của Ln(BankCredit) ở các cột từ [1] đến [4] phần A và B của bảng 8, chúng tôi cũng nhận thấy được tương quan âm giữa biến này với đói nghèo, tương tự như kết quả được thể hiện ở bảng 7, với mức độ ảnh hưởng rất lớn, từ 38% trở lên. Bên cạnh đó, có bằng chứng cho thấy Ln(GDP) có tác động làm giảm đói nghèo tại các nước có GDP đầu người từ thấp đến trung bình, trong khi đó lại làm tăng đói nghèo ở nhóm nước phát triển. Tuy nhiên, tại cột [3] phần B của bảng 8 này, hệ số của Ln(GDP) lại là 0.166, có ý nghĩa tại mức 1% rất đáng tin cậy. Như vậy, Ln(GDP) thể hiện các tác động trái chiều lên lượng người nghèo với các mức sống khác nhau tại các nước có GDP đầu người trung bình. Đối với tổng tiết kiệm, đây là yếu tố tác động mạnh nhất đến đói nghèo, dựa vào kết quả từ bảng 7 và 8. Cũng giống như tính thanh

khoản, tiết kiệm quốc dân có các chiều hướng tác động khác nhau lên đói nghèo ở các nhóm nước khác nhau. Thông qua biến Ln(Savings), tổng tiết kiệm có tương quan dương với đói nghèo ở nhóm nước đầu tiên (cột [1] và [2]) và tương quan âm với đói nghèo ở nhóm nước cuối cùng (cột [5] và [6]).

#### 4.5. Cơ chế giải thích cho mối quan hệ giữa bất bình đẳng thu nhập hay đói nghèo và tính thanh khoản

Tương tự như trong M.Blau (2017), trong khuôn khổ bài nghiên cứu này, chúng tôi tiếp tục xem xét mối liên hệ giữa tính thanh khoản thị trường chứng khoán với mức tăng tiền lương trung bình, nhằm tìm bằng chứng ủng hộ và giải thích thêm cho các nghiên cứu trên. Để làm được việc này, trước tiên chúng tôi hồi quy mô hình (3) dưới đây. Sau đó dựa vào kết quả nhận được từ việc hồi quy mô hình (4) để hồi quy lần nữa cho mô hình (3). Các bước hồi quy sẽ lần lượt được giải thích và mô tả bên dưới.

$$\text{Ln(Inequality/Poverty}_{i,t}) = \beta_1 \text{WageGrowth}_{i,t} + \beta_2 \text{Ln(BankCredit}_{i,t}) + \beta_3 \text{Ln(GDP}_{i,t}) + \beta_4 \text{OutputGrowth}_{i,t} + \beta_5 \text{Ln(Savings}_{i,t}) + \beta_6 \text{NetExports}_{i,t} + \alpha + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Các biến phụ thuộc lần lượt là logarithm của các biến mô tả bất bình đẳng thu nhập hay đói nghèo như đã được giải thích từ phần 3.2. Wage Growth là tốc độ tăng tiền lương trung bình, được tính bằng cách lấy khác biệt giữa tiền lương trung bình của năm hiện tại và tiền lương trung bình của năm trước đó, chia cho tiền lương trung bình của năm hiện tại. Dữ liệu về tiền lương trung bình của từng quốc gia trong từng năm từ năm 2001 đến 2015 được chúng tôi thu thập từ trang web của Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD), bao gồm 35 quốc gia. Các biến độc lập còn lại cũng đã được giải thích từ đầu. Kết quả hồi quy cho mô hình (3) được thể hiện ở phần A của bảng 9.

Các hệ số nhận được của Wage Growth khi hồi quy biến này với tất cả các biến phụ thuộc trong bảng 9 cho thấy một bằng chứng khá yếu về việc tăng trưởng tiền lương có thể làm gia tăng thu nhập của người nghèo mặc dù mức tăng rất nhỏ, với hệ số hồi quy của Ln(Incsshr20) là 0.002. Có nghĩa là, ứng với một đơn vị tăng của tăng trưởng tiền lương, thu nhập của người nghèo chỉ tăng khoảng 0.2%. Tại các cột [4] và [5] của bảng, không có bằng chứng cho thấy tăng trưởng tiền lương có liên hệ đến đói nghèo.

**Bảng 9: Kết quả hồi quy mẫu 217 quốc gia cho mô hình (3)**

	Ln(Gini) [1]	Ln(Incsshr80) [2]	Ln(Incsshr20) [3]	Ln(Poverty1.9) [4]	Ln(PovertyGen) [5]
WageGrowth	-0.001 (0.002)	0.000 (0.001)	0.002*** (0.001)	-0.016 (0.016)	-0.004 (0.005)
Ln(BankCredit)	-0.026* (0.007)	-0.019* (0.004)	-0.003 (0.007)	-0.451*** (0.102)	-0.002 (0.011)
Ln(GDP)	0.030* (0.003)	0.017* (0.002)	-0.028* (0.006)	0.083*** (0.028)	0.053 (0.035)
OutputGrowth	0.005* (0.001)	0.004* (0.001)	0.000 (0.001)	-0.003 (0.012)	0.004 (0.004)
Ln(Savings)	-0.151* (0.012)	-0.080* (0.008)	0.054* (0.015)	-0.392*** (0.127)	-0.456*** (0.159)
NetExports	0.000 (0)	0.000 (0)	0.000*** (0)	0.000 (0)	0.000 (0)
Hằng số	3.202* (0.072)	3.556* (0.05)	2.625* (0.156)	-0.053 (0.675)	2.723** (1.221)
Số quan sát	297	297	296	230	73

Ở phần còn lại của bảng 9, chúng tôi cũng thấy được các kết quả của các biến kiểm soát ở bảng này có ý nghĩa rất đáng tin cậy như sau: Ln(BankCredit) và Ln(Savings) có tương quan âm, còn Ln(GDP) và OutputGrowth có tương quan dương với bất bình đẳng thu nhập. Kết quả này đã góp phần củng cố thêm cho các phát hiện của chúng tôi ở các phép ước lượng trước, như ở

các bảng 3 và 4 khi đo lường mối quan hệ giữa tính thanh khoản và bất bình đẳng cùng với các biến kiểm soát này.

Tiếp đến, chúng tôi ước tính mối liên hệ đơn biến giữa tính thanh khoản và mức tăng trưởng tiền lương bằng cách hồi quy mô hình (4) và tìm ra một hệ số là -0.1686011 ( $t = -2.37$ ;  $p\text{-value} = 0.018$ ). Kết quả này (được thể hiện ở mô hình (5)) cho thấy tăng trưởng tiền lương có mối quan hệ ngược chiều với thanh khoản của thị trường chứng khoán.

$$\text{Wage Growth}_{i,t} = \beta \cdot \text{Ln}(\text{Turnover}_{i,t}) + \alpha + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$\text{Wage Growth}_{i,t} = -0.1686011 \cdot \text{Ln}(\text{Turnover}_{i,t}) + 1.680185 \quad (5)$$

Sau đó, chúng tôi cố gắng giải thích cách thức mà tăng trưởng tiền lương có ảnh hưởng đến bất bình đẳng thu nhập và nghèo đói bằng cách ước lượng lần nữa mô hình (4), nhằm tìm ra nguyên nhân có thể dẫn đến mối tương quan giữa tính thanh khoản của thị trường chứng khoán với bất bình đẳng và đói nghèo. Lần này, biến độc lập  $\text{WageGrowth}_{i,t}$  được thay thế bằng hai biến mới, được tính toán dựa trên kết quả ước lượng được thể hiện ở (5). Dựa vào kết quả ở (5), có thể thấy được mức tăng trưởng tiền lương bao gồm một phần biến động theo biến mô tả tính thanh khoản ( $\text{Ln}(\text{Turnover}_{i,t})$ ) và phần còn lại là phần dư từ phép hồi quy cho mô hình (4). Chúng tôi gọi  $P(\text{WageGrowth})_{i,t}$  là phần tăng trưởng tiền lương có mối liên hệ trực tiếp đến tính thanh khoản và  $R(\text{WageGrowth})_{i,t}$  là phần trực giao với  $\text{Ln}(\text{Turnover}_{i,t})$  khi hồi quy xong mô hình (4). Nếu sự tăng trưởng của tiền lương thực sự là một liên kết giải thích mối quan hệ giữa thanh khoản và bất bình đẳng/ nghèo đói, thì chúng tôi kỳ vọng rằng phần tăng trưởng tiền lương có liên quan đến thanh khoản sẽ làm tăng bất bình đẳng và nghèo nàn. Kết quả ước lượng mô hình (3) với hai biến mới này được trình bày tại bảng 10.

**Bảng 10: Kết quả hồi quy mẫu 217 quốc gia cho mô hình (3)**

với biến độc lập là  $P(\text{WageGrowth})$  và  $R(\text{WageGrowth})$

	Ln (Gini) [1]	Ln (Incsshr80) [2]	Ln (Incsshr20) [3]	Ln (Poverty1.9) [4]	Ln (PovertyGen) [5]
$P(\text{WageGrowth})$	0.109* (0.028)	0.073* (0.017)	-0.070** (0.031)	0.105 (0.288)	-0.012 (0.126)
$R(\text{WageGrowth})$	-0.001 (0.002)	0.000 (0.001)	0.007** (0.003)	-0.045** (0.022)	-0.022** (0.01)
$\text{Ln}(\text{BankCredit})$	0.006 (0.008)	-0.003 (0.005)	-0.023*** (0.012)	-0.192* (0.11)	-0.033 (0.025)
$\text{Ln}(\text{GDP})$	0.056* (0.005)	0.034* (0.003)	-0.063* (0.007)	0.285*** (0.044)	0.197*** (0.04)
$\text{OutputGrowth}$	0.008* (0.002)	0.005* (0.001)	-0.007* (0.002)	0.01 (0.02)	-0.006 (0.008)
$\text{Ln}(\text{Savings})$	-0.182* (0.016)	-0.101* (0.01)	0.242* (0.019)	-1.082*** (0.17)	0.284 (0.194)
$\text{NetExports}$	0.000*** (0)	0.000 (0)	0.000 (0)	0.000 (0)	-0.000* (0)
Hằng số	2.372* (0.155)	3.024* (0.094)	3.160* (0.21)	-4.801*** (1.701)	-3.082** (1.481)
Số quan sát	221	221	221	168	58

Các hệ số nhận được ở bảng 10 khi hồi quy với các biến độc lập là  $P(\text{WageGrowth})$  và  $R(\text{WageGrowth})$  lại cho thấy kết quả không nằm ngoài kỳ vọng trước đó của chúng tôi, nhưng lại đi ngược lại các kết quả ở bảng 9. Thay vì tương quan âm với bất bình đẳng, phần tăng trưởng tiền lương có tương quan với tính thanh khoản sẽ làm gia tăng bất bình đẳng thu nhập với bằng chứng mạnh mẽ. Với hệ số bằng 0.109, có ý nghĩa tại độ tin cậy 99%,  $P(\text{WageGrowth})$  tăng một đơn vị, thì chênh lệch giàu nghèo tăng đến gần 11%. Trong đó, thu nhập của người giàu tăng

khoảng 7.3% còn thu nhập của người nghèo giảm đi khoảng 7% khi các biến còn lại không đổi. Nhìn vào hệ số hồi quy của  $R(\text{WageGrowth})$  ở các cột [3], [4] và [5], chúng tôi cũng nhận thấy phần tăng trưởng tiền lương trực giao với tính thanh khoản có tương quan dương với thu nhập của người nghèo, nhưng lại tương quan âm với số lượng người nghèo. Các kết quả đo lường cho  $\text{Ln}(\text{GDP})$ ,  $\text{OutputGrowth}$ ,  $\text{Ln}(\text{BankCredit})$  và  $\text{Ln}(\text{Savings})$  cũng hoàn toàn thuyết phục và phù hợp với các phát hiện của chúng tôi từ đầu đến giờ.

Trong thực tế, một thị trường chứng khoán phát triển với tính thanh khoản cao, các cổ phiếu dễ dàng được trao đổi, tạo ra một môi trường đầu tư rất tốt cho các nhà đầu tư cá nhân lẫn tổ chức, góp phần gia tăng thu nhập cho họ. Tuy nhiên, thị trường chứng khoán phát triển không đem lại lợi ích cho tất cả mọi người; và hơn nữa, tiền lương trung bình giảm không có nghĩa là tiền lương của người giàu hay tiền lương của người nghèo đều giảm xuống. Nói một cách khác, khi chứng khoán trở nên dễ dàng trao đổi hơn, có rất nhiều yếu tố có thể dẫn đến việc này ví dụ như chi phí giao dịch giảm đi, khả năng tiếp cận thị trường của một tầng lớp dân cư nào đó tốt hơn, giúp họ có thể dễ dàng tham gia vào thị trường này để trao đổi mua bán và kiếm lợi nhuận vượt trội. Trong khi đó, khả năng tiếp cận thị trường của những tầng lớp còn lại, ví dụ như trong bài nghiên cứu này của chúng tôi là những người nghèo, thì có thể khó khăn hơn nhiều, thậm chí khi họ có thể tiếp cận được, thì mức độ tham gia vào thị trường vẫn rất thấp do họ không nắm giữ nguồn vốn đầu tư lớn. Do đó, mặc dù tính thanh khoản tăng, thu nhập của người giàu tăng, nhưng đồng thời lại thúc đẩy làm cho thu nhập của những người nghèo giảm đi thông qua quá trình phân phối thu nhập đã được giải thích ở chương 2; điều này làm gia tăng khoảng cách giàu nghèo. Tuy nhiên, phần tăng trưởng tiền không có mối quan hệ với tính thanh khoản lại góp phần làm giảm số lượng người nghèo. Điều này có thể được giải thích bởi tiền lương mà họ nhận được thông qua việc lao động trong các ngành nghề cụ thể khác mà không phải đến từ việc trao đổi mua bán chứng khoán trên thị trường tài chính.

## 5. Kết luận

Bài viết này nghiên cứu ảnh hưởng của thanh khoản trên thị trường chứng khoán đến mức bất bình đẳng về thu nhập hay nghèo đói trên toàn thế giới trong vòng 15 năm từ năm 2001 đến 2015. Trong khi Levine và Zervos (1998) cho thấy thanh khoản của thị trường chứng khoán liên quan trực tiếp đến tăng trưởng kinh tế, chúng tôi tìm cách xác định liệu sự tăng trưởng do thanh khoản có thể ảnh hưởng không tốt đến người nghèo so với người giàu hay không. Sử dụng một mẫu dữ liệu chéo cho 217 quốc gia, nhìn chung, các phép kiểm định đơn và đa biến có bằng chứng cho thấy tính thanh khoản của thị trường chứng khoán của một quốc gia cụ thể có tương quan âm với bất bình đẳng thu nhập ở quốc gia này. Tuy nhiên, tính thanh khoản lại có các tác động trái chiều đến số lượng người nghèo ở các mức sống khác nhau và ở các quốc gia có mức độ phát triển khác nhau. Cụ thể là, tính thanh khoản gia tăng sẽ nâng cao số lượng người nghèo ở các nước kém phát triển hay phát triển, và hạ thấp số lượng này ở các nước phát triển ở mức trung bình. Chúng tôi cũng nhận thấy rằng, phần tăng trưởng tiền lương có mối liên hệ ngược chiều với tính thanh khoản của thị trường chứng khoán cũng góp phần làm gia tăng số lượng người nghèo.

Nói một cách chính xác hơn, trong khoảng thời gian 15 năm đầu thế kỉ XX, giữa thanh khoản của thị trường chứng khoán và phân phối thu nhập hay đói nghèo có tồn tại các mối quan hệ mà chiều hướng và mức độ ảnh hưởng của các mối tương quan này là tùy thuộc vào mức độ phát triển của mỗi quốc gia. Tuy yếu tố về tiền lương này không thể giải thích được cho mối quan hệ giữa sự phát triển của thị trường chứng khoán với tình trạng nghèo đói ở các nước, mối quan hệ giữa thanh khoản với bất bình đẳng lại có thể được giải thích bởi phần tăng trưởng tiền lương có tương quan âm với tính thanh khoản. Điều này cũng có thể được lý giải rằng, thị trường chứng khoán không thật sự dễ để tiếp cận bởi tầng lớp dưới cùng vì có các ràng buộc cản trở sự tham gia của tầng lớp này. Vì vậy, những đối tượng có khả năng tiếp cận tốt hơn và tham gia sâu hơn vào thị trường này có thể sẽ là những người được hưởng lợi nhiều hơn. Thế nên, việc tăng trưởng tiền lương trung bình tăng lên làm cho lượng người nghèo cũng tăng lên đáng kể có thể xuất phát từ việc tiền lương của những người giàu tăng lên rất nhiều, trong khi tiền lương của những người



nghèo sống trên mức \$1.9/ ngày giảm đi, làm cho mức sống của họ cũng vì thế mà giảm xuống dưới mức này, góp phần làm gia tăng lượng người nghèo sống dưới \$1.9/ ngày gia tăng.

Cho nên, để góp phần làm thu hẹp phân phối thu nhập, mỗi quốc gia nên xây dựng các chính sách nhằm nới lỏng các ràng buộc về thị trường chứng khoán và thị trường ngân hàng theo hướng nâng cao khả năng tiếp cận, và độ tiếp cận sâu hơn cho tầng lớp nghèo nàn. Có như vậy, những người nghèo mới có cơ hội phát triển, tìm kiếm thu nhập cao hơn; từ đó, tình trạng đói nghèo cũng suy giảm. Ngoài ra, tăng trưởng kinh tế ở mỗi quốc gia cần phải gắn liền với việc xóa đói giảm nghèo, nâng cao thu nhập trung bình của những người có thu nhập thấp. Bởi lẽ tăng trưởng kinh tế không phải lúc nào cũng có nghĩa là tất cả mọi thành viên trong xã hội đều được hưởng lợi ích như nhau. Thế nên, bên cạnh những chính sách về kinh tế, các chính sách an sinh xã hội cũng cần được xây dựng một cách chặt chẽ và hợp lý, nhằm giúp đỡ những đối tượng không có hoặc có rất ít khả năng tiếp cận thị trường vốn, thị trường chứng khoán, hay thậm chí là thị trường lao động. Một khi hầu hết các thành viên trong xã hội đều có khả năng tham gia vào các thị trường tài chính, thị trường lao động một cách ngang bằng nhau, thu nhập mới có thể được phân phối một cách khoa học hơn và công bằng hơn, góp phần thu hẹp tình trạng chênh lệch giàu nghèo rất đáng quan ngại ở hầu hết tất cả các quốc gia trên toàn thế giới.

Hạn chế của bài nghiên cứu này chính là chưa tìm ra được bằng chứng ủng hộ cho các lý thuyết hay nghiên cứu thực nghiệm của các nhà kinh tế trước đây và chưa tìm ra được nguyên nhân trực tiếp dẫn đến mối quan hệ giữa thanh khoản của thị trường chứng khoán với tình trạng nghèo nàn ở các nước, thậm chí là ở từng nhóm nước. Tuy nhiên, bài viết lại cho thấy trong vòng 15 năm gần đây, tính thanh khoản của thị trường chứng khoán có tác động không nhỏ đến người nghèo thông qua tiền lương của họ. Vì thế, một hướng nghiên cứu mới cũng được mở ra, chẳng hạn như về việc tính thanh khoản thị trường chứng khoán sẽ ảnh hưởng theo chiều hướng nào đến tiền lương trung bình của các tầng lớp giàu nghèo ở các quốc gia hay mỗi khu vực khác nhau trên toàn thế giới; hoặc tìm ra những nguyên nhân nào đã dẫn đến các mối quan hệ ngược chiều tồn tại ở các nước có mức độ phát triển kinh tế khác nhau trên toàn cầu. Bên cạnh đó, những sự tương quan này ở các nhóm nước sẽ thay đổi như thế nào và liệu rằng trong dài hạn, các liên kết này có tồn tại hay không, có là tuyến tính hay không cũng là một trong những hướng nghiên cứu rất cần thiết cho việc tìm ra các giải pháp thúc đẩy phát triển kinh tế thông qua phát triển các thị trường tài chính ở từng nhóm quốc gia khác nhau. Hơn nữa, ý tưởng của bài nghiên cứu này có thể được xây dựng và phát triển riêng cho thị trường Việt Nam, nhằm tìm hiểu xem liệu ở đất nước Việt Nam có tồn tại các mối tương quan này hay không, có thật sự phù hợp với các lý thuyết đã được phát biểu cách đây hàng trăm năm hay không, khi đây là quốc gia có nền chính trị theo chế độ xã hội chủ nghĩa; và thậm chí nếu tồn tại, mối tương quan này là do yếu tố nào dẫn đến.

## 6. Lời cảm ơn

Chúng tôi xin gửi lời cảm ơn chân thành đến Th.S. Lương Thị Thảo và TS. Trần Thị Tuấn Anh đã trực tiếp hướng dẫn chúng tôi hoàn thành bài nghiên cứu này.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Bahmani-Oskooee, M., và R. Zhang, 2015. On the Impact of Financial Development on Income Distribution: Time-Series Evidence. *Applied Economics* 47, 1248-1271.
- [2] Beck, T., A. Demirguc-Kunt, và R. Levine, 2007. Finance, Inequality, and the Poor. *Journal of Economic Growth* 12, 27-49.
- [3] Blau, B.M., Income inequality, poverty, and the liquidity of stock markets, *Journal of Development Economics*, 2017.
- [4] Burgess, R., và R. Pande, 2005. Do Rural Banks Matter? Evidence from the Indian Social Banking Experiment. *American Economic Review* 95, 780-795.
- [5] Demirguc-Kunt, A., và R. Levine, 2009. Finance and Inequality: Theory and Evidence. *Annual Review of Financial Economics* 1, 287-318.

- [6] Denk, O., và B. Cournede, 2015. Finance and Income Inequality in OECD Countries. OECD Economics Department Working Paper 1224, OECD Publishing Paris.
- [7] Kappel, V., 2010. The Effects of Financial Development on Income Inequality and Poverty. CER-ETH Working Paper 10/127, ETH, Zurich.
- [8] Kim, D. và S. Lin, 2011. Nonlinearity in the Financial Development-Income Inequality Nexus. *Journal of Comparative Economics* 39, 310-325.
- [9] Levine, R., 1997. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature* 35, 688-726.

# VAI TRÒ CỦA SỰ ĐỔI MỚI ĐẾN NĂNG SUẤT CỦA CÁC DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

SV: **Bùi Thị Quỳnh Nga, Lê Lâm Thịnh**  
Trường **ĐH Kinh tế TP HCM**  
GVHD: **PGS.TS. Trần Thị Hải Lý**

## TÓM TẮT

*Đổi mới đòi hỏi sự chuyển đổi vốn kiến thức như nghiên cứu và phát triển (R&D), đào tạo lao động, trang thiết bị, ... hoặc những đổi mới đầu vào, cả hữu hình lẫn vô hình như công nghệ, thiết bị và các cơ sở sản xuất, vốn con người, vốn khoa học và sáng tạo, và vốn tổ chức vào kết quả đầu ra của sự đổi mới như việc giới thiệu sản phẩm mới, cải tiến chất lượng, quy trình sản xuất mới hoặc thay đổi tổ chức. Các công ty đầu tư vào đầu vào kiến thức ở đầu vào và tạo ra kết quả đổi mới ở đầu ra. Cũng như việc đòi hỏi các tài sản hữu hình như công nghệ, thiết bị và các cơ sở sản xuất vật chất, đổi mới cần các tài sản vô hình như vốn con người, vốn khoa học và sáng tạo và vốn tổ chức. Sự kết hợp của các đầu vào này mang lại kết quả đổi mới dưới dạng các sản phẩm và dịch vụ mới, cải tiến, quy trình sản xuất và phân phối, tổ chức kinh doanh và sở hữu trí tuệ. Tuy nhiên, để đạt được các kết quả này còn phụ thuộc rất nhiều vào khả năng của công ty trên lĩnh vực cụ thể và bối cảnh của quốc gia và trên sự cho phép về môi trường và khung chính sách cho phép. Những đổi mới thành công có thể làm tăng năng suất ở cấp độ công ty bằng cách nâng cao năng lực để biến đổi các yếu tố sản xuất thành các sản phẩm ngày càng tốt hơn và bằng cách tạo ra các sản phẩm hiệu quả có giá trị cao hơn. Tuy nhiên việc tăng năng suất còn phụ thuộc vào chất lượng của sự đổi mới và khả năng của các công ty khi chuyển đổi các kết quả đổi mới vào thành quả được cải thiện. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng có một chuỗi tác động đến việc gia tăng năng suất của các doanh nghiệp Việt Nam đó là: Việc đầu tư vào vốn tri thức sẽ mang đến sự đổi mới, và từ đó góp phần làm gia tăng thành quả năng suất của các doanh nghiệp Việt Nam. Nghiên cứu này góp phần quan trọng trong việc khẳng định vai trò của sự đổi mới sáng tạo ở các doanh nghiệp.*

*Từ khóa: Đổi mới sáng tạo, Nguồn vốn kiến thức, Năng suất, Thành quả*

## 1. GIỚI THIỆU

Xét mô hình tăng trưởng của Harrod-Domar năm 1940, mô hình chỉ đề cập đến vai trò của vốn sản xuất nhờ vào tiết kiệm và đầu tư, thì Solow đã đưa vào mô hình tăng trưởng thêm nhân tố lao động và công nghệ, ông đã khẳng định tiến bộ kỹ thuật cũng chính là nhân tố quyết định đến tăng trưởng trong cả ngắn hạn và dài hạn. Điều này càng khẳng định vai trò của đổi mới đến thành quả của các quốc gia.

Theo bảng 1 thông kê GDP của Worldbank từ năm 2013-2016, Mức tăng trưởng Việt Nam 2013-2016 đứng thứ 4 khu vực Đông Nam Á, tuy nhiên GDP chỉ đứng thứ 6 trong năm 2016. Chính vì thế Việt Nam cần nỗ lực nhiều hơn trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế để hội nhập thế giới. Vấn đề đổi mới là việc cần quan tâm ở cấp độ công ty ở Việt Nam để thực hiện được mục tiêu trên.

Trong kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội 5 năm 2016-2020, Quốc hội đã đề ra mục tiêu đầy mạnh thực hiện các đột phá chiến lược, cơ cấu lại nền kinh tế gắn với đổi mới mô hình tăng trưởng, nâng cao năng suất, hiệu quả và sức cạnh tranh, nâng cao vị thế của nước ta trên trường quốc tế, phấn đấu sớm đưa nước ta cơ bản trở thành nước công nghiệp theo hướng hiện đại. Để đạt được những mục tiêu này đòi hỏi một sự nhân mạnh mới về việc tăng năng suất. Chỉ bằng cách tăng năng suất, các công ty ở Việt Nam mới có thể cạnh tranh trên toàn cầu và tạo ra số lượng các công việc có chất lượng cao để tăng thu nhập và đạt được sự tăng trưởng bền vững

Việc xác định tác động của sự đổi mới đến thành quả của các công ty ở Việt Nam là đặc biệt quan trọng khi nước ta đang trong giai đoạn mở cửa hội nhập. Khi sự cạnh tranh ngày càng lớn, nó đòi hỏi các doanh nghiệp Việt Nam phải đổi mới sáng tạo để nâng cao sức mạnh của mình khi đối mặt với các công ty nước ngoài và là tiền đề để các doanh nghiệp Việt Nam bước vào sân

chơi toàn cầu. Không chỉ thể hiện nay đổi mới sáng tạo được xem là công cụ tạo ra giá trị doanh nghiệp. Hoạt động đổi mới không chỉ là đổi mới sản phẩm mà còn đề cập đến đổi mới quy trình, đổi mới tổ chức, đổi mới phương thức tiếp thị và nhiều loại hình đổi mới khác, hiện nay cụm từ “năng lực đổi mới sáng tạo” được dùng khá phổ biến trong các công ty Việt Nam.

Các nghiên cứu về mối quan hệ giữa sự đổi mới và thành quả ở cấp độ công ty rất phổ biến ở các nước trên thế giới, điển hình như bài nghiên cứu của tác giả Xavier Cirera (2015), nghiên cứu tìm hiểu về mối quan hệ giữa sự đổi mới và năng suất ở cấp độ công ty của Kenya. Riêng đối với các nghiên cứu về sự đổi mới ở cấp độ công ty của Việt Nam còn khá nhiều hạn chế, điển hình như nguồn dữ liệu cung cấp của các công ty khá chủ quan và rất nhiều dữ liệu bị thiếu trong lúc khảo sát. Tuy nhiên việc nghiên cứu về tác động của sự đổi mới lên thành quả của các công ty Việt Nam là rất cần thiết.

## **2. TỔNG QUAN CÁC NGHIÊN CỨU TRƯỚC ĐÂY**

Trong các bài nghiên cứu về sự đổi mới có thể được phân thành 2 cách tiếp cận chính:

Thứ nhất, đổi mới được coi là được coi là một biến phụ thuộc trong mô hình và được giải thích bởi một bộ các yếu tố được coi là có ảnh hưởng đến sự thay đổi của nó.

Nghiên cứu của Bhattacharya và Bloch (2004) xem xét các biến quy mô doanh nghiệp, cơ cấu thị trường, khả năng sinh lời và tăng trưởng của doanh nghiệp ảnh hưởng đến các hoạt động sáng tạo trong các doanh nghiệp sản xuất nhỏ và vừa của Úc bằng cách sử dụng tài liệu được phát hành của Cục Thống kê Australia, sử dụng phân tích hồi quy để xác định các yếu tố có ảnh hưởng đến hoạt động đổi mới của các doanh nghiệp.

Nghiên cứu của Laursen and Salter (2006) dựa trên một thống kê về sự đổi mới của U.K. Cuộc điều tra khảo sát quá trình đổi mới bên trong các tập đoàn và nó có chứa bộ mẫu gồm 2702 cơ sở sản xuất. Phương pháp phân tích ở đây được sử dụng là mô hình Tobit double-truncated, trong đó biến phụ thuộc là thành quả sáng tạo, được giải thích bằng các biến như là chiến lược nghiên cứu bên ngoài của công ty, cường độ R&D và một số biến kiểm soát khác như định hướng thị trường và quy mô công ty. Kết quả của bài nghiên cứu cho thấy các công ty đang ngày càng rút ra những kiến thức ở bên ngoài cho các hoạt động đổi mới của họ.

Ngoài ra còn có những nghiên cứu khác cũng có cùng hướng tiếp cận thứ nhất này như là của Fabrizio and Thomas (2012); Klingebiel and Rammer (2014).

Thứ hai, đổi mới được xem như là một yếu tố quyết định về chất lượng, chẳng hạn như hiệu suất hoặc năng suất của công ty (Terziovski, 2010). Nghiên cứu này thu thập dữ liệu mẫu của 600 doanh nghiệp vừa và nhỏ của Úc, các doanh nghiệp vừa và nhỏ trong ngành chế tạo đóng góp đáng kể vào tăng trưởng kinh tế, tuy nhiên hầu hết các nghiên cứu về sự đổi mới trong lĩnh vực sản xuất lại tập trung vào các doanh nghiệp lớn. Tuy nhiên, nghiên cứu này khám phá ra những “innovation drivers” và những thành quả trong các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Nghiên cứu đã cho thấy rằng các động lực chính cho sự đổi mới trong sản xuất của các doanh nghiệp nhỏ và vừa là chiến lược đổi mới và cấu trúc chính thức.

Nghiên cứu của chúng tôi là sự kết hợp của 2 cách tiếp cận trên vì chúng tôi tìm hiểu sự tác động của việc đầu tư vào hoạt động sáng tạo sẽ ảnh hưởng như thế nào đến đổi mới của công ty và sự đổi mới của công ty đóng góp đến thành quả của công ty như thế nào? Phân tích sử dụng dữ liệu chính từ cuộc khảo sát điều tra của 996 doanh nghiệp tại Việt Nam của Worldbank.

## **3. DỮ LIỆU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU**

### **3.1. Dữ liệu**

Để kiểm tra sự sáng tạo của các công ty ở Việt Nam tôi sử dụng số liệu từ các cuộc điều tra doanh nghiệp 2015 của Ngân hàng Thế giới (WB), bao gồm hoạt động đổi mới và kết quả của 996 công ty, bảng 2 cho thấy sự phân bố của các doanh nghiệp theo ngành và quy mô.



**Bảng 3: Bảng thống kê số lượng doanh nghiệp khảo sát ở các ngành nghề khác nhau (Nguồn: tác giả vẽ từ dữ liệu Worldbank).**

Ngành	Quy mô doanh nghiệp			
	Lớn	Trung bình	Nhỏ	Tổng
Sản xuất	248	275	161	684
Dịch vụ	43	111	96	251
Dịch vụ bán lẻ	8	17	35	60

Không ai có thể phủ nhận được tầm quan trọng của việc phát triển sản phẩm mới. Nhịp độ thay đổi và tiến bộ công nghệ buộc các doanh nghiệp Việt Nam phải phát triển và đưa ra các giải pháp mới và hiệu quả hơn để đáp ứng nhu cầu của khách hàng. Nếu không, doanh nghiệp sẽ dễ dàng bị nuốt chửng bởi các đối thủ cạnh tranh và đánh mất thị trường.

Bảng 3 chứa định nghĩa các biến được sử dụng trong bài nghiên cứu. Để hiểu được các yếu tố quyết định của cường độ đầu vào kiến thức, chúng tôi tập trung vào ba bộ các biến. Thứ nhất, chúng tôi xem xét các đặc điểm của các doanh nghiệp, ví dụ như quy mô (screener size), tuổi tác (age), lực lượng lao động (worker) và các công ty có sở hữu vốn nước ngoài (foreign). Thứ hai, như Crepon và cộng sự (1998), sử dụng tầm quan trọng của các yếu tố nhu cầu trong việc khuyến khích các khoản đầu tư vào đầu vào đổi mới. Điều này được đo bằng ba chiều: (i) doanh số của công ty vào đầu kỳ (sale); (ii) liệu các doanh nghiệp có đang phải đối mặt với nhu cầu (demand) của khách hàng đang giảm; (iii) mức độ hội nhập trong thị trường quốc tế, được xác định bởi một biến giả, nó mang giá trị bằng 1 nếu công ty xuất khẩu và nhập khẩu (thương lái hai chiều – two way trader). Thứ ba, chúng tôi giới thiệu về tác động của các thuận lợi trong môi trường đầu tư khác nhau để hiểu những ảnh hưởng này ảnh hưởng đến đầu tư kiến thức như thế nào. Cụ thể, chúng ta quan tâm đến những vấn đề như: thiếu hụt tài chính (Lack of finance); trở ngại trong chi phí thương mại (Trade costs obstacles); các trở ngại về viễn thông (Telecommunications obstacles); các trở ngại khác nhau của chính phủ (Government obstacles) và các trở ngại về giáo dục (Education obstacles).

Đổi mới tiếp thị được đưa vào mô hình như là một yếu tố thể hiện đặc điểm của doanh nghiệp, việc thực hiện một phương pháp tiếp thị mới liên quan đến những thay đổi đáng kể trong thiết kế sản phẩm hoặc đóng gói, quảng bá sản phẩm hoặc giá cả. Như đã nêu trong Oslo Manual, các định nghĩa này có thể gây tranh cãi. Bởi vì các sản phẩm được hiểu là hàng hoá hoặc dịch vụ và nếu như chúng ta thay đổi thiết kế sẽ không làm ảnh hưởng đến chức năng hoặc mục đích sử dụng của sản phẩm.

Cường độ kiến thức đầu vào sẽ tác động đến các kết quả đổi mới đầu ra: chúng tôi tiếp cận đến 3 đổi mới chính đó là: Đổi mới về sản phẩm, đổi mới về quy trình và đổi mới về tổ chức.

Sự đổi mới về sản phẩm chủ yếu là doanh nghiệp:

Có những sản phẩm, dịch vụ mới, được thiết kế lại

Hoặc là những cải tiến đáng kể.

Sự đổi mới quy trình là việc thực hiện các phương pháp phân phối mới, các quy trình sản xuất mới hoặc được cải tiến một cách đáng kể, đặc biệt là:

Các phương pháp đổi mới để sản xuất sản phẩm hoặc cung cấp các dịch vụ.

Đổi mới về công nghệ, logistics, giao hàng, hay những cách thức phân phối cho đầu vào, sản phẩm hoặc dịch vụ.

Những hoạt động hỗ trợ cho việc đổi mới trong các quy trình như các hệ thống bảo trì, mua các phần mềm hỗ trợ về kế toán, tính toán.

Sự đổi mới tổ chức là khi các công ty có những đổi mới cải tiến trong những vấn đề sau (OECD – 2005):

Đổi mới trong thực tiễn kinh doanh như thay đổi việc quản lý các chuỗi cung ứng, tái cấu trúc kinh doanh, quản lý chất lượng,... được đánh giá bởi có hoặc không.

Các phương pháp mới về việc tổ chức công việc và ra quyết định (phân cấp, lồng ghép hoặc tách các phòng ban hệ thống giáo dục, đào tạo) được đánh giá bởi có hoặc không.

Các phương pháp mới để tổ chức quan hệ đối ngoại với các công ty khác hoặc với các tổ chức công (liên minh, hợp tác,...) được đánh giá bởi có hoặc không.

Những điều sau đây không được coi là quá trình đổi mới: có những thay đổi hoặc cải tiến nhỏ, tăng khả năng sản xuất hoặc dịch vụ thông qua việc bổ sung các hệ thống sản xuất đã được sử dụng, ngừng sử dụng một quy trình sản xuất, thay đổi theo chu kỳ theo mùa hoặc theo các chu kỳ khác,...

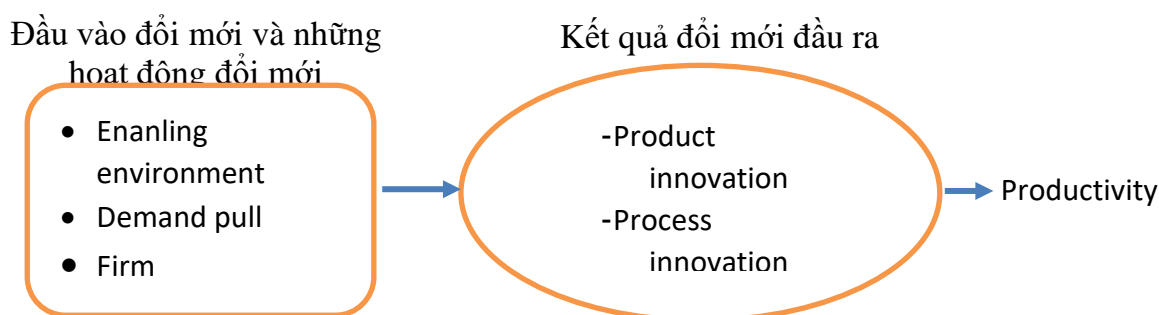
**Bảng 4: Bảng mô tả biến**

Biến	Mô tả	
<b>Knowledge intensity</b>		
R&D	Biến giả mang giá trị bằng 1 nếu công ty có chi phí cho R&D	
<b>Innovation outcomes</b>		
Product innovation	Biến giả mang giá trị là 1 nếu công ty đưa ra một sản phẩm, dịch vụ mới hoặc có cải thiện đáng kể trong sản phẩm, dịch vụ của mình	
Process innovation	Biến giả mang giá trị là 1 nếu công ty thay đổi một quy trình mới hoặc có cải thiện đáng kể trong quy trình của mình	
Organization innovation	Biến giả mang giá trị là 1 nếu công ty đưa ra bất kỳ một thay đổi nào trong cơ cấu tổ chức bằng cách tạo ra, giải thể hoặc sáp nhập với bất kỳ đơn vị nào hay phòng ban nào	
<b>Productivity</b>		
Sales per worker	Logarit doanh số cho mỗi công nhân- $\text{Log}(Y/L)$	
<b>Enabling environment</b>		
Lack of finance	Trở ngại của công ty trong việc tiếp cận tài chính. Chỉ số mang giá trị từ 0 : không có trở ngại đến 4 : Trở ngại lớn	
Trade costs obstacles	Đây là biến thể hiện trở ngại về vận tải, hải quan và chế độ thương mại. Chỉ số mang giá trị từ 0 : không có trở ngại đến 4 : Trở ngại lớn	
Telecommunications obstacles	Trở ngại của công ty về viễn thông. Chỉ số mang giá trị từ 0 : không có trở ngại đến 4 : Trở ngại lớn	
Government obstacles	tax rates tax administration business licensing and permits political instability corruption	Các trở ngại của chính phủ sẽ được thể hiện qua 5 biến: thuế suất, quản lý thuế, giấy phép kinh doanh, sự bất ổn về chính trị và tham nhũng. Các chỉ số mang giá trị từ 0 : không có trở ngại đến 4 : Trở ngại lớn
Skill worker	Số lượng lao động có kỹ năng để áp dụng vốn kiến thức mang đến đổi mới	
<b>Demand pull</b>		
Two-way traders	Biến giả mang giá trị 1 khi doanh nghiệp vừa có xuất khẩu vừa có nhập khẩu (thương nhân hai chiều)	
Demand	Biến giả mang giá trị 1 khi doanh nghiệp có doanh số hiện tại giảm so với 3 năm trước.	
Competition	Biến số lượng thể hiện số đối thủ cạnh tranh trung	

	bình của ngành hoạt động chính của doanh nghiệp
<b>Firm characteristics</b>	
Log (K/L)	Cường độ vốn được tính bằng cách lấy logarit của tỷ số chi phí trang thiết bị trên mỗi lao động
Log (worker)	Logarit của lực lượng lao động
Foreign	Biến giả nếu công ty có ít nhất 25% vốn nước ngoài thì là 1
Age	Số năm hoạt động của công ty
Screeener size	Biến giả nếu công ty có quy mô lớn mang giá trị là 1, quy mô vừa và nhỏ mang giá trị 0
Patent	Biến giả nếu công ty có mua hoặc xin cấp bằng sáng chế mang giá trị là 1
Marketing innovation	Biến giả mang giá trị là 1 nếu công ty có những thay đổi đáng kể trong thiết kế sản phẩm hoặc đóng gói, quảng bá sản phẩm hoặc giá cả

### 3.2. Cách thức đo lường sự đổi mới

Như được minh họa trong hình 5, sự kết hợp của các đầu vào mang lại kết quả đổi mới Dưới



**Hình 1: Biểu đồ thể hiện kênh tác động của vốn kiến thức, sự đổi mới và thành quả.**

đạng các sản phẩm và dịch vụ mới, cải tiến, quá trình sản xuất và phân phối, tổ chức kinh doanh. Tuy nhiên, việc đạt được các kết quả từ sự đổi mới phụ thuộc rất nhiều vào khả năng của công ty đang được bàn đến, về lĩnh vực cụ thể và bối cảnh của quốc gia và về môi trường và khung chính sách cho phép. Những kết quả đổi mới này có thể ảnh hưởng đến hiệu suất của công ty theo những cách khác nhau. Những đổi mới thành công đầu tiên có thể làm tăng năng suất ở cấp độ công ty bằng cách nâng cao năng lực biến đổi các yếu tố sản xuất thành các sản phẩm ngày càng tốt hơn và bằng cách tạo ra các sản phẩm có giá trị cao hơn. Thứ hai, các công ty có năng suất cao hơn dự kiến sẽ đẩy các công ty kém hiệu quả ra khỏi thị trường, qua đó tăng hiệu quả tổng thể của nền kinh tế. Tuy nhiên để đạt được những kết quả này chúng ta phải phụ thuộc vào chất lượng của sự đổi mới và khả năng của các công ty để dịch chuyển các kết quả đổi mới vào hiệu suất được cải thiện.

### 3.3. Phương pháp nghiên cứu

Bài nghiên cứu tìm hiểu vai trò của nguồn vốn kiến thức tới sự đổi mới và tác động của sự đổi mới đến năng suất của các doanh nghiệp Việt Nam. Tuy nhiên nguồn vốn kiến thức có thể tác động đến đổi mới nhưng cũng có thể ngược lại là các công ty có sự đổi mới thì lại càng đầu tư vào nguồn vốn kiến thức. Tương tự thì sự đổi mới có thể mang đến sự gia tăng năng suất cho các công ty và ngược lại các công ty có năng suất gia tăng thì lại có thể đầu tư tạo ra sự đổi mới nhiều hơn.

Các tác động qua lại đó được giải quyết theo các cách tiếp cận sau: Thứ nhất theo Crepon và cộng sự (1998), ông đã đề nghị giải quyết mô hình đồng thời bằng cách sử dụng Asymptotic

Least Squares. Còn đối với Griffith và cộng sự (2006), ông lại cho rằng không có kết quả tác động qua lại giữa các yếu tố và đưa ra biện pháp giải quyết mô hình theo một cách tuần tự, hỗ trợ hoạt động kiến thức trong phương trình đổi mới, kế tiếp là kết quả đổi mới trong phương trình năng suất. Để tránh hiện tượng nội sinh, chúng tôi sử dụng cách tiếp cận của Griffith và cộng sự (2006) tiến hành giải quyết các mô hình theo một cách tuần tự như dưới đây.

### **3.3.1. Các nhân tố quyết định trong việc đầu tư vào kiến thức**

Bước đầu tiên chúng ta sẽ tìm hiểu về các yếu tố tác động đến hoạt động đầu tư vào vốn kiến thức. Trong bài nghiên cứu của Xavier Cirera (2015), tác giả đã nghiên cứu hoạt động nghiên cứu và phát triển bằng các biến R&D intensity và Research intensity để làm biến phụ thuộc. Tuy nhiên do hạn chế về nguồn dữ liệu ở Việt Nam, chúng tôi chỉ sử dụng biến giả có hay không thực hiện các hoạt động R&D để làm biến phụ thuộc đại diện cho hoạt động đầu tư vào kiến thức. Mô hình được chạy dưới dạng logistic (Bảng 4)

$$\text{Logit}(Q) = \beta_0 + \beta_i x_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

Trong đó:

Q: đại diện cho đầu tư vào kiến thức của công ty (trong ba năm gần nhất công ty có đầu tư cho hoạt động R&D).

$x_i$ : là một vector của các yếu tố quyết định đầu tư vào kiến thức và là vector của các hệ số ước tính. Chúng tôi dựa theo các yếu tố quyết định của các hoạt động kiến thức truyền thống của Schumpeterian và sử dụng các yếu tố quyết định để đại diện cho điều kiện thị trường, các nhân tố kích cầu và đặc điểm doanh nghiệp.

Điều kiện thị trường gồm những nhân tố: sự thiếu hụt về tài chính, chi phí thương mại, hạn chế về truyền thông, các chính sách cũng như các quy định của Chính phủ và trở ngại về thuế suất. Các yếu tố trên được đề cập trong bài nghiên cứu của Xavier Cirera (2015).

Các nhân tố kích cầu: Đối với sự cạnh tranh, chúng tôi đã sử dụng yếu tố “số đối thủ cạnh tranh trong cùng thị trường chính của doanh nghiệp” (P Aghion, N Bloom, R Blundell (2005)); đối với nhu cầu của thị trường (Xavier Ciera (2015), Adam B. Jaffe (1988)), chúng tôi xem xét liệu doanh số của công ty có giảm so với ba năm trước hay không và công ty có là công ty kinh doanh cả hoạt động xuất khẩu và nhập khẩu hay không (Xavier Ciera (2015)).

- Bên cạnh đó chúng tôi thêm các biến kiểm soát về đặc điểm doanh nghiệp như: kích thước (WM Cohen, RC Levin, DC Mowery (1987)); độ tuổi công ty - Xavier Cirera (2015) và tính sở hữu nước ngoài (Xavier Cirera (2015), Anet Weterings, Otto Raspe, Martijn van den Berge (2011)).

### **3.3.2. Các yếu tố hình thành sự đổi mới**

Sau khi thực hiện xong bước đầu tiên, chúng ta tiếp tục bước thứ hai với việc xác định phương trình đổi mới. Quá trình đổi mới của một công ty là sự phát triển các sản phẩm, dịch vụ, quy trình và cả hệ thống tổ chức để thích nghi với sự thay đổi của môi trường kinh doanh hay sự tiến bộ của công nghệ lẫn yếu tố cạnh tranh. Các quyết định đổi mới không thực hiện riêng lẻ mà thường được thực hiện song song. Do đó, ta kỳ vọng về sự tương quan giữa các quyết định đổi mới sản phẩm (Product innovation), đổi mới quy trình (Process innovation) và đổi mới tổ chức (Organization innovation). Chúng tôi chạy gộp cả ba sự đổi mới vào cùng một bảng để dễ so sánh sự tương quan của chúng (Bảng 6).

Chúng tôi sử dụng kết quả chạy được của phương trình (1) kết hợp cùng các yếu tố có tác động đến sự đổi mới khác để làm biến độc lập cho các phương trình đổi mới này. Do sự đổi mới được đại diện bởi biến giả nên chúng tôi tiến hành ước lượng bằng phương trình logistic:

$$\text{Logit}(I_m) = \beta'_m X_i + \varepsilon_m \quad (2)$$

Trong đó:

$I_m$ : đại diện cho sự đổi mới gồm có đổi mới sản phẩm, quy trình và tổ chức

$X_i$ : đại diện cho các yếu tố quyết định đến sự đổi mới. Trong đó chủ yếu là tác động từ hoạt động R&D (BH Hall, J Lerner (2010)); chi phí đầu tư trang thiết bị PM Romer (1990); quy mô công ty ([F Damanpour \(1992\)](#)) và một yếu tố quan trọng khác là lực lượng lao động có kỹ năng (K Carr (2009)). Chúng tôi thêm các biến kiểm soát như: các trở ngại tài chính (Athanasios



Hadjimanolis (1999)); các trở ngại của chính phủ; các yếu tố về quản lý thuế, bất ổn chính trị và tham nhũng (Xavier Cirera (2015)) và xét xem rằng liệu sự đổi mới có bị ảnh hưởng bởi các công ty vừa là nhập khẩu vừa là xuất khẩu ([D Aristei](#), [D Castellani](#), [C Franco](#) (2013)).

### **3.3.3. Sự đổi mới tác động đến năng suất**

Bước cuối cùng là ước tính tác động của đổi mới đến hoạt động của công ty. Chúng ta sẽ xem xét sự tác động của các yếu tố đổi mới đã chạy ở phương trình (2) cùng với các biến kiểm soát lên thành quả các doanh nghiệp Việt Nam. Bằng cách sử dụng hàm năng suất liên quan đến đổi mới của Cobb-Douglas, trong đó Y là doanh số, K đại diện cho vốn đầu tư trang thiết bị trong năm, L đại diện cho số lao động và H là kết quả của sự đổi mới.

$$Y = f(H, K, L)$$

$$Y_i = H_i K_i^\alpha L_i^\beta$$

$$\frac{Y_i}{L_i} = \frac{H_i K_i^\alpha L_i^\beta}{L_i K_i^\alpha}$$

Biến đổi phương trình trên và thêm các biến điều khiển ( $V_i$ ) ta có được:

$$\text{Log}(Y_i/L_i) = \delta_0 + \delta_1 \text{log}(H_i) + \alpha \text{log}(K/L_i) + (\beta + \alpha - 1) \text{log}(L_i) + \delta_2 V_i + \varepsilon_i$$

Để làm rõ ý nghĩa của phương trình năng suất này, chúng tôi sẽ chạy phương trình (3) này theo 2 phương trình năng suất bằng các cách tiếp cận khác nhau (Bảng 8):

Phương trình thứ nhất chúng tôi chạy biến phụ thuộc  $\text{Log}(Y/L)$  theo các biến độc lập là kết quả của các yếu tố đổi mới đã chạy ở phương trình (2): đổi mới sáng tạo về sản phẩm dịch vụ (Product innovation), đổi mới sáng tạo quy trình (Process innovation) và đổi mới sáng tạo tổ chức (Organization innovation).

Phương trình thứ hai chúng tôi chạy biến phụ thuộc  $\text{Log}(Y/L)$  theo các biến độc lập là kết quả của các yếu tố đổi mới đã chạy ở phương trình (2) kết hợp với các biến kiểm soát như: kích thước doanh nghiệp (Xavier Cirera (2015)); trở ngại tài chính (M Heli (2017)); sở hữu nước ngoài (Benfratello, A Sembenelli (2006)); Thời gian hoạt động của doanh nghiệp (Larry D. Singell Jr. (1993)); kích thước doanh nghiệp (Xavier Cirera (2015)); đổi mới phương pháp marketing (P Mohnen, BH Hall (2013)); bằng sáng chế (W Park (1999)); việc doanh nghiệp hoạt động xuất nhập khẩu ([D Aristei](#), [D Castellani](#), [C Franco](#) (2013)).

## **4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU**

Phần cuối cùng của bài nghiên cứu sẽ đưa ra các kết quả thu được từ việc phân tích các yếu tố mang tính quyết định khi đầu tư vào kiến thức, các kết quả của sự đổi mới từ việc đầu tư vào kiến thức và các yếu tố khác, cuối cùng là thành quả của công ty khi đầu tư vào sự đổi mới.

### **4.1. Các nhân tố quyết định trong việc đầu tư vào kiến thức**

#### **4.1.1. Trở ngại truyền thông ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư vào kiến thức**

Chính vì tầm quan trọng của truyền thông nên khi một doanh nghiệp gặp trở ngại về vấn đề truyền thông, công ty sẽ có xu hướng bù đắp cho sự yếu kém này của mình bằng việc đầu tư nhiều vào các hoạt động nghiên cứu và phát triển (R&D). Kết quả ước lượng một lần nữa khẳng định vấn đề trên, mối tương quan cùng chiều giữa việc trở ngại về truyền thông và việc có thực hiện hoạt động R&D hay không đã cho thấy một doanh nghiệp có xu hướng đầu tư R&D khi họ gặp nhiều trở ngại về truyền thông. Mối tương quan trên đúng theo kết quả nghiên cứu của Tidd và cộng sự (1997), ông đã chỉ ra rằng các trở ngại thậm chí có thể hoạt động như động lực để đổi mới chứ không phải là sự kiềm hãm đổi mới trong một số trường hợp.

#### **4.1.2. Trở ngại trở ngại từ chính phủ tác động đến việc đầu tư vào kiến thức**

Nhận thức được vai trò của hoạt động nghiên cứu và phát triển, chính phủ Việt Nam đã đưa ra các sự hỗ trợ cần thiết cho các doanh nghiệp để thực hiện hoạt động trên. Nhiều chính sách được đưa ra hỗ trợ cho doanh nghiệp như các khoản trợ cấp, các khoản cho vay và tài trợ, bên cạnh đó còn có nhiều chính sách về khuyến khích thuế. Chính vì những ưu đãi thuế như thế nên các doanh nghiệp sẽ có xu hướng đầu tư nhiều vào vốn kiến thức. Tuy nhiên ngược lại nếu các doanh nghiệp gặp trở ngại về thuế sẽ làm cho các doanh nghiệp không còn nhiệt huyết trong việc đầu tư vào vốn kiến thức.

#### **4.1.3. Sự sở hữu nước ngoài tác động đến đầu tư vào vốn kiến thức**

Kết quả ước lượng cho thấy nhân tố sở hữu nước ngoài có ý nghĩa thống kê tác động cùng dấu đến việc thực hiện R&D. Kết quả này cũng xác nhận tầm quan trọng của các doanh nghiệp có sở hữu nước ngoài từ 25% trở lên có tác động đến việc đầu tư vào hoạt động kiến thức. Đây có thể là kết quả thực tế của việc họ thực hiện R&D ở nước ngoài hoặc các doanh nghiệp liên quan rồi mang vào các nước mục tiêu.

#### **4.2. Các yếu tố hình thành sự đổi mới**

##### **4.2.1. Lao động có kỹ năng ảnh hưởng đến sự đổi mới**

Kết quả ước lượng cho thấy có mối tương quan cùng dấu giữa hàm số log của số lao động có kỹ năng với sự đổi mới sản phẩm của doanh nghiệp. Việc này hàm ý rằng số lao động kỹ năng tăng lên càng dẫn đến xác suất đổi mới cao hơn cho các doanh nghiệp Việt Nam. Điều này dường như khẳng định vai trò của lực lượng lao động có kỹ năng đối với đổi mới sáng tạo. Khi một doanh nghiệp có nhiều lao động có kỹ năng, họ có thể áp dụng những vốn kiến thức vào trong hoạt động sản xuất của doanh nghiệp tạo ra những sự đổi mới.

##### **4.2.1. Nguồn vốn kiến thức tác động đến sự đổi mới**

Kết quả ước lượng cho thấy rằng đầu tư vốn kiến thức thúc đẩy sự đổi mới ở các doanh nghiệp Việt Nam. Mối tương quan cùng dấu giữa đầu tư vốn kiến thức với sự đổi mới về sản phẩm và đổi mới tổ chức hàm ý rằng khi doanh nghiệp đầu tư vào vốn kiến thức sẽ có xác suất cao mang lại sự đổi mới về sản phẩm và tổ chức.

##### **4.2.3. Tiếp cận tài chính**

Nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng trở ngại tiếp cận tài chính là một trong những vấn đề gây ra trở ngại đến xác suất thực hiện đổi mới ở các công ty. Theo nghiên cứu của Agustí Segarra, José García-Quevedo, Mercedes Teruel (2013), kết quả cho thấy các ràng buộc về tài chính có ảnh hưởng nhiều hơn đến khả năng từ bỏ một dự án đổi mới trong giai đoạn nghiên cứu.

Tuy nhiên kết quả ước lượng lại cho thấy nghịch lý về mối tương quan dương giữa trở ngại tiếp cận tài chính và xác suất đổi mới của doanh nghiệp. Bên cạnh những nghiên cứu ủng hộ mối tương quan âm giữa hai nhân tố này thì cũng có nhiều bài viết ủng hộ kết quả của chúng tôi. Theo nghiên cứu của Frédérique Savignac (2008) đã chỉ ra rằng có mối tương quan dương giữa trở ngại tài chính và hoạt động đổi mới của doanh nghiệp. Giải thích cho mối tương quan trên, tác giả giải thích rằng có sự tồn tại của xu hướng lựa chọn: có thể tồn tại khả năng các công ty không có ý định muốn đổi mới và không gặp trở ngại tài chính nên dẫn đến mối tương quan dương. Qua đó tác giả cũng đề xuất giải quyết vấn đề trên bằng cách tìm mẫu doanh nghiệp muốn đổi mới sáng tạo để có thể kiểm tra được trở ngại tiếp cận tài chính tác động như thế nào đến sự đổi mới ở cấp độ doanh nghiệp. Bên cạnh nghiên cứu trên, để giải thích mối tương quan dương trên thì theo nghiên cứu của Tidd và cộng sự, (1997) đã chỉ ra rằng các trở ngại thậm chí có thể hoạt động như động lực để đổi mới chứ không phải là sự kiềm hãm đổi mới trong một số trường hợp.

Tương tự trường hợp về mối tương quan dương giữa trở ngại tiếp cận tài chính và sự đổi mới ở các doanh nghiệp Việt Nam. Chúng ta cần mẫu thích hợp về các doanh nghiệp đổi mới để xem xét tác động của trở ngại tài chính đến sự đổi mới của các doanh nghiệp Việt Nam.

#### **4.3. Sự đổi mới tác động đến năng suất**

##### **4.3.1. Chi phí đầu tư trang thiết bị ảnh hưởng đến năng suất**

Kết quả ước lượng cho thấy vốn đầu tư mua sắm trang thiết bị ảnh hưởng đến năng suất lao động. Khi phần trăm vốn đầu tư trang thiết bị trên mỗi lao động tăng thêm thì phần trăm năng suất của doanh nghiệp cũng tăng thêm. Điều này chứng tỏ việc đầu tư vốn vào trang thiết bị càng nhiều sẽ mang đến thành quả càng cao cho các doanh nghiệp Việt Nam.

##### **4.3.2. Lực lượng lao động**

Kết quả ước lượng cho thấy các doanh nghiệp lớn với nhiều lực lượng lao động sẽ tạo ra nhiều năng suất hơn các doanh nghiệp vừa và nhỏ với lực lượng lao động hạn hẹp. Số lượng lao động là nhân tố quan trọng trong việc quyết định đến năng suất của doanh nghiệp, số lao động càng nhiều sẽ dẫn đến năng suất càng cao. Nghiên cứu của PM Romer (1990) đã nhận định rằng

sự gia tăng vốn tích lũy và sự gia tăng lực lượng lao động cho phép tăng trưởng năng suất và tăng trưởng sản lượng.

#### **4.3.3. Tác động của sự đổi mới quy trình**

Kết quả ước lượng cho thấy đổi mới quy trình ảnh hưởng đến năng suất của doanh nghiệp khi mô hình có các biến kiểm soát. Mỗi tương quan dương này mang hàm ý sự đổi mới đã tác động tích cực đến năng suất lao động, các doanh nghiệp có đổi mới quy trình sẽ mang đến năng suất cao hơn những doanh nghiệp không đổi mới. Nghiên cứu của P Mohnen, BH Hall (2013) cũng đã chứng minh cho vấn đề trên.

Sự đổi mới sản phẩm và đổi mới tổ chức chưa thấy dấu hiệu tác động có ý nghĩa thống kê đến thành quả doanh nghiệp Việt Nam trong năm 2015. Điều này có thể do hạn chế của bài nghiên cứu chỉ xét trong một năm 2015 bởi 996 công ty, bên cạnh đó nhiều công ty không cung cấp đầy đủ thông tin cho cuộc khảo sát của Worldbank ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu.

#### **4.3.4. Tiếp cận tài chính ảnh hưởng đến thành quả doanh nghiệp**

Kết quả ước lượng một lần nữa cho thấy đổi mới phương pháp marketing sẽ mang đến thành quả cao hơn cho các doanh nghiệp. Trong môi trường kinh doanh cạnh tranh, nhu cầu khách hàng ngày càng nâng cao, họ luôn đòi hỏi sự phục vụ tốt hơn từ các cửa hàng. Điều này đòi hỏi các doanh nghiệp phải có những đổi mới trong phương pháp marketing để phục vụ tốt hơn cho khách hàng của họ, đó chính là những người tiêu dùng. Đổi mới marketing được xem là một cách đổi mới có thể mang thành quả cao đến cho các doanh nghiệp Việt Nam.

#### **4.3.5. Sở hữu nước ngoài**

Kết quả ước lượng của sự sở hữu nước ngoài cho thấy một doanh nghiệp có sở hữu nước ngoài mang đến thành quả thấp hơn so với các công ty khác. Theo thống kê về tỷ lệ sở hữu nước ngoài của 996 công ty theo nguồn dữ liệu của Worldbank, tỷ lệ sở hữu trung bình của một công ty có sở hữu nước ngoài là 79.37%. Con số này thể hiện quyền quyết định hoạt động kinh doanh thuộc về nước ngoài đối với các công ty sở hữu nước ngoài. Mỗi tương quan ngược chiều giữa việc công ty có sở hữu nước ngoài và năng suất của nghiệp có thể lý giải rằng do các quyết định của công ty trên thuộc về nước ngoài, sự đầu tư của họ không đạt hiệu quả cao có thể do sự khác biệt văn hóa cũng như sự thiếu hiểu biết rõ về những bất thường của nền kinh tế ở Việt Nam.

### **5. KẾT LUẬN**

Trong kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội 5 năm 2016-2020, quốc hội đã đề ra mục tiêu đẩy mạnh thực hiện các đột phá chiến lược, cơ cấu lại nền kinh tế gắn với đổi mới mô hình tăng trưởng, nâng cao năng suất, hiệu quả và sức cạnh tranh, nâng cao vị thế của nước ta trên trường quốc tế, phấn đấu sớm đưa nước ta cơ bản trở thành nước công nghiệp theo hướng hiện đại. Để thực hiện được mục tiêu này thì cần phải đầu tư vào vốn kiến thức để mang đến sự đổi mới tạo ra năng suất ở các doanh nghiệp Việt Nam, từ đó giúp phát triển nền kinh tế.

Bài viết trả lời cho các câu hỏi xem liệu việc đầu tư vào vốn kiến thức có dẫn đến sự đổi mới hay không? Và sự đổi mới có làm gia tăng năng suất của các doanh nghiệp Việt Nam hay không?

Mặc dù dữ liệu nghiên cứu có không hoàn chỉnh dẫn đến số quan sát thấp không tạo điều kiện thuận lợi cho việc ước tính số liệu thống kê mang tính chính xác cao. Tuy nhiên bài nghiên cứu cũng đã cung cấp một số kết luận quan trọng.

Thứ nhất là việc có hay không thực hiện đầu tư vào vốn kiến thức bị tác động bởi các yếu tố như: sự trở ngại từ phía chính phủ, sự trở ngại về truyền thông và vấn đề sở hữu nước ngoài.

Thứ hai, việc đầu tư vào vốn kiến thức ở các doanh nghiệp Việt Nam mang đến một xác suất cao hơn để doanh nghiệp có sự đổi mới, nhất là trong việc đổi mới sản phẩm và đổi mới tổ chức. Bên cạnh đó lực lượng lao động có kỹ năng cũng đóng góp một phần quan trọng trong việc áp dụng nguồn vốn kiến thức để dẫn đến sự đổi mới cho doanh nghiệp. Tuy nhiên phương trình đổi mới có sự tương quan có ý nghĩa thống kê không như kỳ vọng giữa trở ngại tiếp cận tài chính với sự đổi mới và điều này được giải thích là trở ngại tài chính là động lực để thúc đẩy sự đổi mới ở các doanh nghiệp Việt Nam.

Thứ ba, kết quả ước lượng về sự đổi mới đúng như kỳ vọng mong đợi của chúng tôi, kết quả cho thấy năng suất cao hơn cho các doanh nghiệp có thực hiện đổi mới sáng tạo. Ngoài ra chi phí

đầu tư trang thiết bị, lực lượng lao động và sự đổi mới phương pháp tiếp thị cũng ảnh hưởng tích cực đến năng suất lao động. Tuy nhiên yếu tố trở ngại tài chính và sự sở hữu nước ngoài lại có tác động tiêu cực đến năng suất của các doanh nghiệp Việt Nam.

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] “*Determinants of innovation*”, Bhattacharya and Bloch, Small business economics
- [2] “*Capital, labor, and productivity*”, PM Romer -University of Chicago and Center for Advanced Study in the Behavioral Sciences, 1990 – JSTOR.

## TOÀN CẦU HÓA TÀI CHÍNH, HỘI NHẬP TÀI CHÍNH VÀ VAI TRÒ QUẢN LÝ CỦA CHÍNH PHỦ ĐỐI VỚI CÁC NỀN KINH TẾ MỚI NỔI

SV: Đoàn Nguyễn Anh Trung , Bùi Duy Khoa

Nguyễn Đình Đô, Nguyễn Nhật Minh,

Trường ĐH Kinh tế TP HCM

GVHD: Th.S. TRƯƠNG TRUNG TÀI

TS. TRẦN THỊ TUẤN ANH

### 1. Giới thiệu

Quá trình toàn cầu hóa tài chính và mở cửa hội nhập đã xuất hiện từ lâu và trở thành xu hướng đầu tư giữa các nước công nghiệp, giữa các nước phát triển và đang phát triển, và cũng như giữa các nước đang phát triển với nhau từ giữa những thập niên 1980. Mặc dù, dòng vốn đầu tư này kích thích tăng trưởng với tốc độ cao ở các nước đang phát triển nhưng ở một số nước phải đối mặt với vấn đề sụt giảm trong tăng trưởng và chịu ảnh hưởng từ các cuộc khủng hoảng trong thời kỳ đó. Hơn nữa, đây cũng là vấn đề được giới học thuật kinh tế tranh luận trong suốt nhiều năm qua về lợi ích và chi phí của quá trình toàn cầu hóa tài chính cũng như hội nhập tài chính ở các nước trên thế giới nói chung và các nước mới nổi nói riêng. Bên cạnh đó, Việt Nam đang trong giai đoạn từng bước hội nhập vào sân chơi chung thế giới, tiếp thu những sự văn minh, tiến bộ của nhân loại và công nghệ kỹ thuật tiên tiến nhằm thúc đẩy phát triển nền kinh tế. Điển hình như kể từ năm 1986, Việt Nam bắt đầu mở cửa hội nhập với thế giới, tham gia các cộng đồng kinh tế như Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á – ASEAN (1995), Diễn đàn hợp tác kinh tế Châu Á - Thái Bình Dương – APEC (1998), Tổ chức thương mại thế giới – WTO (2007)... và trong những năm gần đây, Việt Nam đang tích cực tham gia và kí các Hiệp định thương mại tự do (FTA), được nhắc tới gần đây là Hiệp định Đối tác Xuyên Thái Bình Dương (TPP) mặc dù việc ký kết không thành. Chính vì vậy, tác giả muốn nghiên cứu mối quan hệ giữa toàn cầu hóa tài chính, hội nhập tài chính và tăng trưởng ở các nền kinh tế mới nổi, Việt Nam là ví dụ điển hình.

Mục tiêu của bài nghiên cứu nhằm xem xét tác động của quá trình toàn cầu hóa tài chính và hội nhập tài chính tới nền kinh tế của các quốc gia mới nổi trên thế giới như thế nào? Đồng thời, tác giả kiểm định quá trình toàn cầu hóa tài chính và hội nhập tài chính có tác động tới nguy cơ xảy ra khủng hoảng ở các thị trường mới nổi hay không? Điều này sẽ được phân tích thông qua chỉ số rủi ro hệ thống, được đo lường dựa theo phương pháp nghiên cứu của (*De Nicolò, 2012*)? Ngoài ra, tác giả sẽ xem xét chất lượng quản lý của các tổ chức chính phủ ở các nước có tác động như thế nào tới quá trình toàn cầu hóa tài chính và hội nhập tài chính, từ đó cải thiện các tác động của chúng tới nền kinh tế? Cuối cùng, tác giả muốn đóng góp thêm kết quả nghiên cứu thực nghiệm của mình cho cuộc tranh luận giữa lợi ích và chi phí từ tiến trình toàn cầu hóa tài chính và hội nhập tài chính.

### 2. Cơ sở lý luận khoa học và các bằng chứng thực nghiệm

#### 2.1. Các bằng chứng thực nghiệm

Ngày nay, các bài nghiên cứu thực nghiệm về vấn đề hội nhập tài chính tác động tới tốc độ tăng trưởng kinh tế và dần dần hình thành hai quan điểm trái chiều nhau: (1) Hội nhập tài chính có lợi đối với nền kinh tế và (2) bất lợi đến từ hội nhập tài chính lớn hơn nhiều so với lợi ích mà nó đem lại. Theo (*Bakaert, Harvey, & Lundblad, 2009*), tiếp cận thông qua phương pháp chạy mô hình OLS cùng với dữ liệu của 96 nước trong giai đoạn 1980 – 2006 và tìm ra kết quả cho thấy rằng mở cửa tài chính tác động dương tới tăng trưởng đầu tư nguồn vốn và năng suất lao



động, tuy nhiên tác động tới năng suất lao động lớn hơn nhiều so với đầu tư. Vì vậy, nhóm tác giả kết luận rằng tốc độ tăng trưởng GDP phản ứng tương đối mạnh đối với mở cửa tài chính và phản ứng của sự gia tăng đầu tư tương đối thấp hơn. Tương tự với kết quả nghiên cứu trên của (Bakaert, Harvey, & Lundblad, 2009) nhưng (Bonfiglioli, 2008) lại tiếp cận bằng phương pháp ước lượng GMM và sử dụng bộ dữ liệu của 70 quốc gia trong thời kỳ 1975 – 1999, đồng thời tìm thấy sự tác động gián tiếp của toàn cầu hóa tài chính tới phát triển tài chính và khủng hoảng ngân hàng cùng khủng hoảng tiền tệ.

Theo (Mody & Murshid, 2005), tiếp cận bằng phương pháp ước lượng GMM và bộ dữ liệu của 60 quốc gia đang phát triển trong giai đoạn 1979 – 1999, tìm thấy các bằng chứng cho rằng dòng vốn FDI chảy vào các quốc gia có nền kinh tế đang phát triển có tác động dương tới các khoản đầu tư nội địa. Hơn nữa, việc cải thiện chất lượng chính sách giúp các nước hấp thụ tốt hơn các dòng vốn chảy vào.

Theo (Boyd, De Nicolò, & Loukoianova, 2010), sử dụng bộ dữ liệu mẫu vi mô và vĩ mô xem xét mối quan hệ giữa mở cửa tài chính và xác suất khủng hoảng hệ thống ngân hàng. Từ các bằng chứng thực nghiệm, nhóm tác giả đưa ra kết luận rằng với bộ dữ liệu vĩ mô, tồn tại mối tương quan dương giữa mở cửa tài chính và chỉ báo về các cú sốc của hệ thống ngân hàng. Trong khi đó, không có mối quan hệ giữa mở cửa tài chính và xác suất đổ vỡ của hệ thống ngân hàng đối với bộ dữ liệu vi mô.

Với cách tiếp cận thông qua phương pháp ước lượng OLS của (Levchenko, Rancière, & Thoenig, 2009), và sử dụng dữ liệu bảng của 28 ngành sản xuất và thông tin của toàn bộ ngành sản xuất ở 52 quốc gia, đưa ra kết luận rằng toàn cầu hóa tài chính thúc đẩy tăng trưởng và tăng tính biến động của sản lượng quốc gia, tuy nhiên tác động này xuất hiện chủ yếu trong ngắn hạn, không duy trì lâu dài. Bên cạnh đó, các bằng chứng thực nghiệm trong bài nghiên cứu còn cho thấy toàn cầu hóa tài chính đem lại lợi ích cho nền kinh tế. Cùng sử dụng phương pháp tiếp cận ước lượng OLS và bộ dữ liệu vi mô nhưng ở mức độ doanh nghiệp của các nước EU, (Kalemli-Ozcan S., 2010) và các đồng nghiệp tìm thấy quyền sở hữu cổ phần của nước ngoài tác động dương tới độ biến động về kết quả hoạt động của các doanh nghiệp nội địa và những khu vực ở mỗi quốc gia được tin tưởng cao thì dễ dàng điều tiết, kiểm soát các thị trường vốn khi hội nhập tài chính và độ biến động cao. Bằng chứng thực nghiệm của (Abiad, Oomes, & Ueda, 2008) từ bộ dữ liệu vi mô ở mức độ doanh nghiệp của các thị trường mới nổi (Ấn Độ, Jordan, Hàn Quốc, Malaysia và Thái Lan) và kết hợp phương pháp đo lường phân phối Tobin's Q cùng với ước lượng GMM, đã tìm thấy kết quả có tính vững về ảnh hưởng của toàn cầu hóa tài chính tới sự cải thiện hiệu quả trong việc phân bổ nguồn vốn.

Gần đây, với cách tiếp cận mới về mối tương quan giữa hội nhập tài chính và tăng trưởng của (De Nicolò & Juvenal, 2013), nhóm tác giả xem xét sự kết hợp giữa hội nhập tài chính và toàn cầu hóa tài chính tác động tới các hoạt động trong nền kinh tế thông qua phương pháp ước lượng GMM với dữ liệu của 48 quốc gia (gồm các nước có nền kinh tế phát triển và mới nổi) trong giai đoạn 1985 – 2008. Kết quả từ công trình nghiên cứu cho thấy những tiến bộ trong hội nhập tài chính và toàn cầu hóa tài chính dẫn tới tăng trưởng cao hơn, biến động tăng trưởng ở mức thấp và xác suất thấp của sự sụt giảm trong hoạt động thực, tác động dương của hội nhập tài chính tới ổn định nền kinh tế được gia tăng từ việc cải thiện chất lượng quản trị doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, một số công trình nghiên cứu khác không tìm thấy mối tương quan giữa hội nhập tài chính tới tăng trưởng của nền kinh tế. Theo kết quả điều tra và tổng hợp của (Obstfeld M., 2009), tìm thấy rằng các bằng chứng về lợi ích của mở cửa tài chính giúp cải thiện kết quả hoạt động trong nền kinh tế của các nước mới nổi. Một kết quả khác tương tự được rút ra từ mô hình của (Broner & Ventura, 2010), nhóm tác giả xây dựng mô hình đơn giản nhằm mục đích quan sát, theo dõi các tác động của toàn cầu hóa tài chính. Mô hình cho thấy toàn cầu hóa tài chính dẫn tới các kết quả sau: (i) sự dịch chuyển dòng vốn nội địa tác động không rõ ràng tới dòng vốn thuần, đầu tư và tăng trưởng; (ii) Dòng vốn chảy vào lớn và đầu tư cao và tăng trưởng; hoặc (iii) biến động dòng vốn và thị trường tài chính trong nước bất ổn. Các kết quả từ mô hình trên phụ thuộc vào mức độ phát triển của thị trường tài chính nội địa và chất lượng của các tổ

chức. Tuy nhiên, theo kết quả từ công trình nghiên cứu của (Quinn & Toyoda, 2008), họ cho rằng sự tranh luận giữa các kết quả nghiên cứu xuất phát từ vấn đề đo lường của độ mở tài chính và toàn cầu hóa tài chính, nhóm tác giả sử dụng bộ dữ liệu mới gồm phương pháp đo lường de jure về quy định tài khoản vốn và mẫu 94 quốc gia trong thời kỳ 1950 – 1999. Kết quả cho thấy các xác suất đổi dấu trong toàn cầu hóa tài chính và sự khác biệt lớn trong việc thay đổi phương pháp ước lượng. Điều đó giúp họ tìm thấy bằng chứng đồng tình với các lý thuyết kinh tế về tác động của độ mở tài khoản vốn tới tăng trưởng.

Tuy nhiên, song song đó, có nhiều bằng chứng nghiên cứu cho thấy hội nhập tài chính tác động âm tới tăng trưởng kinh tế và gây ra các cuộc khủng hoảng hệ thống. Theo (Boyd, De Nicolò, & Loukoianova, 2010), đã xây dựng chỉ số SBS (những cú sốc hệ thống ngân hàng) dựa vào thông tin về các hành động của chính phủ phản ứng với áp lực ngân hàng. Với dữ liệu cấp độ quốc gia của mình, nhóm tác giả đã tìm thấy mối tương quan dương giữa mở cửa tài chính và chỉ số SBS.

Một công trình nghiên cứu khác của (Stiglitz, 2010) sử dụng mô hình Canonical tập trung vào vấn đề rủi ro của việc hội nhập tài chính, tìm thấy mức độ hội nhập tài chính càng lớn làm gia tăng sự lan truyền tệ hại khi xuất hiện cú sốc âm lớn.

Trong bài nghiên cứu của mình, tác giả quan tâm tới mối liên hệ giữa quá trình toàn cầu hóa tài chính, hội nhập tài chính và các hoạt động thực trong nền kinh tế ở các quốc gia mới nổi nói chung và ở Việt Nam nói riêng trong thời kỳ từ năm 2000 – 2016. Do đặc điểm chung của các nước mới nổi có tốc độ tăng trưởng cao trong giai đoạn hội nhập hiện nay. Trường hợp ở Việt Nam, do năm 2000, Việt Nam mới chính thức phát triển thị trường tài chính trong nước với sự kiện thành lập sàn giao dịch chứng khoán HOSE. Chính vì vậy, tác giả muốn xem xét các tác động của quá trình toàn cầu hóa tài chính và tiến trình hội nhập tài chính ở các nước mới nổi tới các hoạt động thực của nền kinh tế, đồng thời kiểm định vai trò quản lý của các tổ chức chính phủ trong giai đoạn toàn cầu hóa tài chính và hội nhập tài chính hiện nay. Hơn nữa, tác giả cũng nghiên cứu tác động của các nhân tố trên tác động tới nguy cơ xảy ra khủng hoảng trong nền kinh tế, đặt trong tổng thể giữa Việt Nam và các quốc gia mới nổi khác.

### 3. Mô tả dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Phương pháp nghiên cứu

Để kiểm định, tác giả sử dụng mẫu gồm 25 quốc gia mới nổi trên thế giới (theo tiêu chí của IMF) trong thời gian 17 năm, từ năm 2000 - 2016. Bên cạnh đó, sử dụng phương pháp ước lượng GMM nhằm hồi quy phương trình với biến phụ thuộc lần lượt là tăng trưởng GDP – GDPG, biến động tăng trưởng GDP – GDPGV.

$$GDPG_{jt} = \alpha_{1j} + \beta ISPEED_{jt} + \gamma FGLOB_{jt-1} + \delta CFV_{jt-1} + \rho GDPG_{jt-1} + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

$$GDPGV_{jt} = \alpha_{1j} + \beta ISPEED_{jt} + \gamma FGLOB_{jt-1} + \delta CFV_{jt-1} + \rho GDPG_{jt-1} + \varepsilon_{jt} \quad (2)$$

Trong đó: GDPG là tốc độ tăng trưởng GDP, GDPGV là biến động tăng trưởng GDP, ISPEED đo lường hội nhập tài chính, FGLOB đo lường toàn cầu hóa tài chính, và CFV đại diện cho biến động của dòng vốn ra (COFV) và dòng vốn vào (CIFV),  $\alpha_{1j}$  hiệu ứng cố định quốc gia.

Do trong phương trình trên, tác giả có sử dụng độ trễ của các biến độc lập ở một thời kỳ nên có thể dẫn tới nguy cơ xảy ra hiện tượng nội sinh trong mô hình. Vì thế, biến phụ thuộc có thể có sự tương quan với biến độc lập (sticky exogenous) nên tác giả áp dụng phương pháp ước lượng GMM 2 bước (two step Generalized method of moments estimation) chạy hồi quy cho phương trình trên.

Đối với biến ISPEED, tác giả dựa theo phương pháp nghiên cứu của (Bekaert & Harvey, 1995) dùng để định lượng và phân tích mức độ hội nhập tài chính của một quốc gia. Xem xét N quốc gia, kí hiệu  $E_t R_{t+1}^i$  tỷ suất sinh lợi thặng dư kỳ vọng có điều kiện của quốc gia  $i \in N$ . Giả định rằng mô hình CAPM không đổi và không có rủi ro tỷ giá hối đoái. Trong môi trường hội nhập hoàn toàn, với mỗi quốc gia  $i \in N$ ,  $E_t R_{t+1}^i$  thỏa mãn:

$$E_t R_{t+1}^i = \lambda_t cov(R_{t+1}^i, R_{t+1}^N) \quad (3)$$

Trong đó:  $R_{t+1}^N$  là tỷ suất sinh lợi dựa trên tỷ trọng giá trị danh mục đầu tư thế giới,  $cov_t$  là hiệp phương sai có điều kiện và  $\lambda_t$  là kỳ vọng giá thế giới có điều kiện của hiệp phương sai hàm số có rủi ro trong thời kỳ  $t+1$ . Lãi suất phi rủi ro có phương sai bằng 0 vì tỷ suất sinh lợi được xác định trong thời kỳ  $t$ . Ngược lại, trong môi trường riêng lẻ với các giả định tương tự phương trình (3), ta có:

$$E_t R_{t+1}^i = \lambda_t^i var(R_{t+1}^i) \quad (4)$$

Trong đó:  $\lambda_t^i$  là kỳ vọng giá rủi ro địa phương. Theo (Merton, 1980),  $\lambda_t^i$  là phương pháp đo lường đại diện cho sự e ngại rủi ro của các nhà đầu tư. Mô hình cho thấy tỷ suất sinh lợi kỳ vọng trong thị trường riêng lẻ được xác định bằng phương sai của tỷ suất sinh lợi trên thị trường đó ( $var(R_{t+1}^i)$ ) nhân với giá của phương sai ( $\lambda_t^i$ ). Giá của phương sai sẽ phụ thuộc vào mức độ e ngại rủi ro của các nhà đầu tư trong mỗi quốc gia  $i$ .

Phương trình (3) – (4) tập trung vào điều kiện thị trường hội nhập hoàn toàn và riêng lẻ hoàn toàn. Khi đó, có sự thay đổi từ thị trường riêng lẻ hoàn toàn sang thị trường hội nhập hoàn toàn (hoặc ngược lại) thì giá trị của các khoản thanh toán và quá trình ngẫu nhiên quản lý sự thay đổi của tỷ suất sinh lợi. Sự chuyển đổi này có thể là hoàn toàn bất ngờ hoặc có thể như một phần kỳ vọng. Khi những người tham gia thị trường kỳ vọng trong tương lai có một sự chuyển đổi từ thị trường riêng lẻ sang thị trường hội nhập hoặc ngược lại, tỷ suất sinh lợi kỳ vọng tương đương có thể phản ánh nhu cầu phòng ngừa rủi ro đối với sự chuyển đổi này. Hơn nữa, nó có thể không đúng đối với sự kết hợp giữa sự chuyển đổi này với thay đổi trong những hạn chế đầu tư, vì những hạn chế có thể không bị bắt buộc.

Ở quốc gia hội nhập một phần, tỷ suất sinh lợi thặng dư kỳ vọng có thể được đại diện bởi:

$$E_t R_{t+1}^i = \alpha_t^i \lambda_t cov(R_{t+1}^i, R_{t+1}^N) + (1 - \alpha_t^i) \lambda_t^i var(R_{t+1}^i) \quad (5)$$

Trong đó:  $\alpha_t^i \in [0,1]$  ước lượng khả năng thị trường hội nhập. Phương trình (5) không thể được xem xét vì có sự hạn chế về tỷ suất sinh lợi kỳ vọng giả định trong mô hình định giá (CAPM). Tuy nhiên, theo (Bekaert & Harvey, 1995) cho thấy rằng nó có thể hữu ích khi sử dụng như phương pháp đại diện đo lường hội nhập tài chính. Nếu  $\alpha_t^i$  tập trung về một phía, sau đó sự hội tụ của tỷ suất sinh lợi thặng dư kỳ vọng có thể được hiểu như kết quả của sự gia tăng hội nhập. Ở đây, có thể hiểu đơn giản rằng tỷ suất sinh lợi ban đầu ở một quốc gia lớn hơn (nhỏ hơn) tỷ suất sinh lợi của thị trường chung, sau đó sự chênh lệch giữa tỷ suất sinh lợi ở quốc gia và thị trường chung thế giới càng ngày càng nhỏ cho thấy kết quả của quá trình hội nhập tài chính.

Do đó, tác giả đo lường những tiên bộ trong hội nhập tài chính bằng chênh lệch giữa tỷ suất sinh lợi thặng dư thị trường của từng quốc gia với tỷ suất sinh lợi thặng dư trung bình của các quốc gia. Cụ thể, với quốc gia  $j$  trong năm  $t$  và mẫu của  $N$  quốc gia, đo lường biến ISPEED như sau:

$$ISPEED_{jt} = (R_t^j - \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N R_t^i)^2 \quad (6)$$

Về bản chất, ISPEED thể hiện giá trị tỷ suất sinh lợi thặng dư thị trường của một quốc gia đối với tỷ suất sinh lợi thặng dư thị trường bình quân. Mức độ hội nhập tài chính càng cao, chênh lệch giữa tỷ suất sinh lợi thặng dư của từng nước so với tỷ suất sinh lợi thặng dư bình quân càng thấp. Phương pháp đo lường ISPEED dựa theo số liệu từng tháng và lấy trung bình cho một năm (Xem thêm ở Phần 1 Giới thiệu và Phụ lục 1).

Phương pháp đo lường hội nhập tài chính đơn giản này được tin tưởng dùng để đo lường sự kết hợp giữa hội nhập và phần chênh lệch cao hơn của phương sai tỷ suất sinh lợi thặng dư được giải thích bởi các yếu tố toàn cầu. Lợi ích của việc sử dụng phương pháp này là đo lường dựa vào sự ước lượng các yếu tố toàn cầu và phương sai của tỷ suất sinh lợi không cần ước lượng. Tuy nhiên, có một số hạn chế trong phương pháp này là việc gia tăng sự không chắc chắn trong ước lượng các yếu tố toàn cầu và phương sai của tỷ suất sinh lợi thặng dư nhưng dù sao phương pháp này cũng hữu ích trong việc cung cấp mức độ hội nhập tài chính.

Hơn nữa, tác giả sẽ xem xét sự tác động giữa toàn cầu hóa tài chính và hội nhập tài chính tới xác suất xảy ra rủi ro hệ thống. Để đo lường rủi ro hệ thống ở quốc gia, tác giả sử dụng phương pháp đo lường chỉ báo hệ thống rủi ro. Chỉ báo này được xây dựng trong bài nghiên cứu của (De



Nicolò, 2010), nó dùng để đo lường khả năng dẫn tới khủng hoảng nền kinh tế vĩ mô. Phương pháp đo lường ở đây là GDP-at-Risk (GDPaR), dùng để dự báo xác suất xấu nhất về tăng trưởng GDP với xác suất 5%. Tác giả kết hợp với phương trình hồi quy Logit nhằm xem xét tác động của FGLOB và ISPEED tới xác suất xảy ra rủi ro thực hệ thống SR. Lợi ích của việc sử dụng chỉ số này là nhằm tránh né các thách thức khi xác định các sự cố và thời gian của các khủng hoảng tài chính nói chung, sự đổ vỡ và phá sản của ngân hàng nói riêng. Bất kỳ sự bất ổn tài chính nào tác động xấu đều sẽ phản ánh rõ ràng tới sự giảm sút trong các hoạt động thực và sẽ được thể hiện trong chỉ số này.

Cuối cùng của nghiên cứu là tác giả quan tâm tới chất lượng quản lý của tổ chức chính phủ tác động tới toàn cầu hóa tài chính, hội nhập tài chính có hỗ trợ cho sự tăng trưởng của nền kinh tế ở các nước mới nổi. Tác giả sẽ sử dụng sáu bộ dữ liệu đo lường cho biến Vai trò của tổ chức chính phủ trong quá trình toàn cầu hóa tài chính và hội nhập hiện nay và cách đo lường sẽ được trình bày trong phần sau (*phần 3.2 Thống kê mô tả*).

### 3.2. Thống kê mô tả

Phương pháp đo lường toàn cầu hóa tài chính de-facto mà tác giả sử dụng trong bài nghiên cứu dựa theo số liệu tài sản và nghĩa vụ bên ngoài một quốc gia. Hai bộ dữ liệu này được (R.Lane & Milesi-Ferretti, 2007) xây dựng trong bài nghiên cứu của mình nhưng chỉ mới cập nhật trong giai đoạn 1970 - 2011, vì vậy tác giả tổng hợp và cập nhật thêm số liệu mới nhất năm 2016. Độ mở tài chính được đại diện bởi biến FOPEN và đo lường bằng tỷ số giữa tổng tài sản và nghĩa vụ bên ngoài của quốc gia với GDP. Toàn cầu hóa tài chính được định lượng thông qua biến FGLOB là tỷ lệ tăng trưởng của biến FOPEN hay nói cách khác là tỷ lệ tăng trưởng của tỷ số giữa tổng tài sản và nghĩa vụ nợ bên ngoài quốc gia với GDP. Và biến GDPV đại diện cho độ biến động của tốc độ tăng trưởng GDP hằng năm của mỗi quốc gia, được đo lường tương tự như cách đo lường của (Moradbeigi & Law, 2016), bằng độ lệch chuẩn trung bình di động 5 năm của giá trị tuyệt đối sự thay đổi tốc độ tăng trưởng GDP đầu người hằng năm.

Bên cạnh đó, tác giả cũng xem xét tác động của biến động dòng vốn tới hoạt động thực trong nền kinh tế. Tác giả sử dụng hai biến đo lường cho biến động nguồn vốn là: CIFV đại diện cho biến động dòng vốn vào và được tính bằng giá trị tuyệt đối của chênh lệch giữa tỷ lệ tăng trưởng của tỷ số tài sản bên ngoài với GDP và giá trị trung bình, còn COFV đại diện cho biến động dòng vốn ra của quốc gia và được tính tương tự với giá trị tuyệt đối của chênh lệch giữa tỷ lệ tăng trưởng của tỷ số nghĩa vụ nợ bên ngoài với GDP và giá trị trung bình.

Dựa vào phương pháp đo lường được trình bày ở phần trên, tác giả đo lường biến ISPEED theo phương trình (6)

$$ISPEED_{jt} = (R_t^i - \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N R_t^i)^2 \quad (6)$$

Trong đó:  $R_t^i$  là tỷ suất sinh lợi thặng dư của quốc gia  $i$  trong thời gian  $t$ , tỷ suất sinh lợi thặng dư được tính bằng sự chênh lệch giữa tỷ suất sinh lợi thị trường với lãi suất tín phiếu kho bạc kỳ hạn 3 tháng;  $N$  là số quốc gia trong mẫu quan sát. Ở đây, tác giả sẽ sử dụng mẫu dữ liệu của 75 quốc gia trên thế giới trong khoảng thời gian từ năm 2000 - 2016, bao gồm các nước phát triển và các nước đang phát triển để tính tỷ suất sinh lợi thặng dư bình quân ( $\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N R_t^i$ ) và sẽ đại diện cho tỷ suất sinh lợi thặng dư của thị trường chung trên thế giới. Điều này có nghĩa là khi một quốc gia có mức độ hội nhập tài chính càng sâu thì tỷ suất sinh lợi thặng dư ở thị trường nội địa tiến gần về gần bằng tỷ suất sinh lợi thặng dư trung bình, tác giả trình bày mức độ hội nhập tài chính của 25 quốc gia có nền kinh tế mới nổi trong bài nghiên cứu này qua *Hình 4.2*

Như đã trình bày trước đó, tác giả sẽ sử dụng chỉ báo rủi ro hệ thống, được xây dựng bài nghiên cứu của (De Nicolò, 2010) nhằm đo lường xác suất xảy ra rủi ro thực hệ thống và được đo lường thông qua hai phương pháp. Phương pháp thứ nhất là đo lường biến nhị phân SR5 dùng xem xét rủi ro, biến này sẽ lấy giá trị là 1 nếu tỷ số giữa tăng trưởng GDP và độ lệch chuẩn của toàn mẫu nhỏ hơn hoặc bằng phân vị thứ 5% của phân phối đó, ngược lại sẽ nhận giá trị 0. Tương tự phương pháp đo lường thứ hai là SR0, nó được xem như là đường biên thấp nhằm nhận biết rủi ro hệ thống thực, cũng như nhận biết nguy cơ khủng hoảng. SR0 cũng là một biến



nhị phân, nó nhận giá trị bằng 1 khi tăng trưởng GDP âm và ngược lại sẽ nhận giá trị bằng 0. Để tối đa hóa quy mô của bằng chứng phân phối tăng trưởng GDP, SR5 và SR0 sẽ tính dựa trên số liệu tăng trưởng GDP của các quốc gia mới nổi từ năm 1960.

#### 4. Kết quả nghiên cứu

##### 4.1. Kết quả ước lượng mô hình

###### 4.1.1. Tăng trưởng

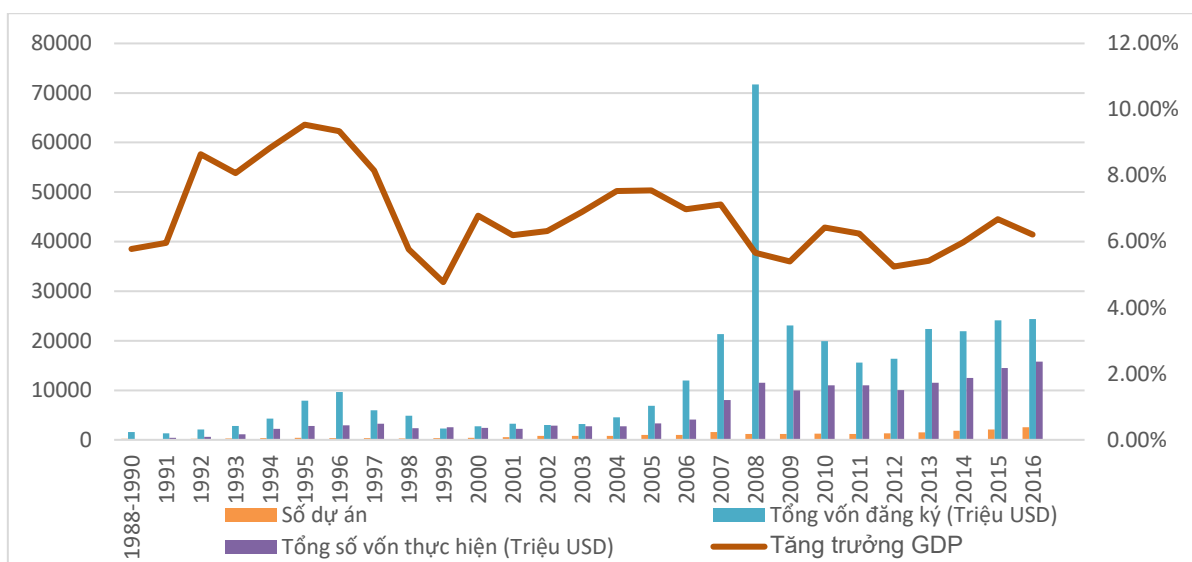
Tác giả ước lượng phương trình dữ liệu bảng động bên dưới bằng phương pháp ước lượng GMM:

$$GDPG_{jt} = \alpha_j + \beta ISPEED_{jt} + \gamma FGLOB_{jt-1} + \delta CFV_{jt-1} + \rho GDPG_{jt-1} + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

Trong đó: GDP growth của quốc gia  $j$  tại thời điểm  $t$ , kí hiệu  $GDPG_{jt}$ , được thiết lập phụ thuộc vào: các hiệu ứng cố định quốc gia ( $\alpha_j$ ); mức độ hiện tại của biến hội nhập tài chính ở quốc gia  $j$   $ISPEED_{jt}$ , biến toàn cầu hóa tài chính  $FGLOB_{jt-1}$ , tác giả giả định rằng tác động thực của sự thay đổi mở của tài chính làm biến mất các ảnh hưởng thực với một độ trễ, việc lấy độ trễ một thời kỳ nhằm đảm bảo số bậc tự do trong mô hình. Và một trong hai biến trễ đo lường biến động của dòng vốn được định nghĩa trước đó, kí hiệu  $CFV_{jt-1}$ .

Dựa vào kết quả hồi quy trong *Bảng 4.1*, có thể thấy mối tương quan dương giữa FGLOB và tăng trưởng GDP, với mức ý nghĩa đáng kể ở mô hình (2)-(3) (p-values <1%). Điều đó có nghĩa khi độ lệch chuẩn của FGLOB tăng lên 1 đơn vị thì tốc độ tăng trưởng GDP tăng trung bình khoảng 0,479% (hệ số hồi quy 0,0145119 nhân với độ lệch chuẩn của FGLOB 0,3299929). Trong khi, ISPEED tương quan dương với tăng trưởng GDP và có mức ý nghĩa thống kê cao, nghĩa là khi độ lệch chuẩn của ISPEED tăng lên 1 đơn vị thì tốc độ tăng trưởng GDP của quốc gia trung bình tăng 0,329% (hệ số hồi quy 0,278924 nhân với độ lệch chuẩn của ISPEED 0,0117811). Bên cạnh đó, biến động của các dòng vốn ra và vào đều tác động âm tới sự tăng trưởng của nền kinh tế với mức ý nghĩa thống kê cao. Khi độ lệch chuẩn của dòng vốn chảy ra – COFV tăng 1 đơn vị thì tốc độ tăng trưởng GDP trung bình giảm 0,356% (với hệ số hồi quy -0,0076831 nhân độ lệch chuẩn của COFV 0,4629345), tương tự với sự gia tăng thêm 1 đơn vị của dòng vốn chảy vào - CIFV cũng làm tốc độ tăng trưởng GDP trung bình giảm 4,29% (hệ số hồi quy là -0,0003174 nhân với độ lệch chuẩn của CIFV 135,314). Điều này được giải thích là mức độ của toàn cầu hóa tài chính và biến động dòng vốn ra (CIFV) và dòng vốn vào (COFV) ở kỳ hiện tại sẽ tác động tới tăng trưởng GDP cho kỳ tới, trong khi sự hội nhập tài chính sẽ tác động tới tăng trưởng GDP cùng thời kỳ.

Thực trạng quá trình toàn cầu hóa tài chính ở Việt Nam là một ví dụ điển hình, Hình Hình 4.1 thể hiện tốc độ tăng trưởng GDP và dòng vốn FDI chảy vào ở Việt Nam trong giai đoạn 1988 – 2016. Nhờ các đợt sóng toàn cầu hóa tài chính trên thế giới và sự mở cửa tiếp nhận dòng vốn đầu tư nước ngoài, cũng như công nghệ tiên tiến ở các nước phát triển thúc đẩy tăng trưởng kinh tế Việt Nam với tốc độ cao. Bên cạnh đó, sau khủng hoảng tài chính 2008, nhờ vào lợi ích của quá trình toàn cầu hóa tài chính cũng như có sự hoàn thiện hơn trong các hạn chế về mặt luật pháp, thể chế như Luật đầu tư 2014,... đã kích thích nền kinh tế Việt Nam dần dần hồi phục và lấy lại đà tăng trưởng.



Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam và World Bank

**Hình Error! No text of specified style in document..1: Đồ thị thể hiện dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam và tăng trưởng GDP trong giai đoạn 1988 – 2016**

Tóm lại, kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là tốc độ tăng trưởng GDP phù hợp với lý thuyết được trình bày ở trên, mức độ toàn cầu hóa tài chính càng lớn thì tốc độ tăng trưởng GDP càng cao nhưng việc tiếp thu những tiến bộ tài chính từ các nước phát triển hay các nước đang phát triển khác lại ảnh hưởng xấu tới tăng trưởng kinh tế của các nước đang phát triển. Hơn nữa, dòng vốn đầu tư càng ít bất ổn thì tốc độ tăng trưởng càng cao.

**Bảng Error! No text of specified style in document..5 Kết quả hồi quy phương trình (1)<sup>6</sup>**

	GDPG(t) (1)	GDPG(t) (2)	GDPG(t) (3)
GDPG(t-1)	0,1434938*** [0,000]	0,1431537*** [0,000]	0,1793592*** [0,000]
ISPEED(t)	0,278924*** [0,000]	0,3082999*** [0,000]	0,3942944*** [0,000]
FGLOB(t-1)	0,0019943 [0,798]	0,0145119*** [0,000]	0,0289365*** [0,000]
COFV(t-1)		-0,0076831*** [0,000]	
CIFV(t-1)			-0,0003174*** [0,000]

#### 4.1.2. Biến động tăng trưởng

Kết quả hồi quy *Bảng 4.2* được thực hiện tương tự như đã trình bày trong *Bảng 4.1* nhưng với phương trình hồi quy có biến phụ thuộc là biến động tăng trưởng GDP (GDPGV)

<sup>6</sup> Mô hình ước lượng là  $GDPG_{jt} = \alpha_j + \beta ISPEED_{jt} + \gamma FGLOB_{jt-1} + \delta CFV_{jt-1} + \rho GDPG_{jt-1} + \varepsilon_{jt}$ .

GDPG là tăng trưởng GDP, ISPEED đo lường hội nhập tài chính, FGLOB đo lường toàn cầu hóa tài chính tài chính, và CFV đại diện cho biến động dòng vốn ra (COFV) và dòng vốn vào (CIFV) như định nghĩa trên,  $\alpha_j$  là hiệu ứng cố định quốc gia. Sử dụng phương pháp ước lượng GMM của (*Blundella & Bond, 1998*). Khoảng thời gian từ 2000 – 2016

\*p < 0,1

\*\*p < 0,05

\*\*\*p < 0,01

$$GDPGV_{jt} = \alpha_{1j} + \beta ISPEED_{jt} + \gamma FGLOB_{jt-1} + \delta CFV_{jt-1} + \rho GDPGV_{jt-1} + \varepsilon_{jt} \quad (2)$$

Theo kết quả hồi quy của *Bảng 4.2*, thấy được cả hai đại lượng toàn cầu hóa tài chính (FGLOB) và hội nhập tài chính (ISPEED) đều tác động xấu tới biến động của tăng trưởng GDP ở các quốc gia mới nổi và có mức ý nghĩa thống kê, cụ thể: khi tăng thêm một đơn vị độ lệch chuẩn của FGLOB thì độ biến động của tăng trưởng GDP trung bình tăng 7,547% (hệ số hồi quy là 0,2287138 nhân với độ lệch chuẩn của FGLOB là 0,3299929) và khi tăng 1 đơn vị độ lệch chuẩn của ISPEED thì biến động tăng trưởng GDP trung bình giảm 3,08% (hệ số hồi quy - 10,16211 nhân với độ lệch chuẩn của ISPEED 0,0117811). Hơn thế nữa, biến động của dòng vốn chảy ra (COFV) và chảy vào (CIFV) cũng tác động tới biến động của tăng trưởng GDP với mức ý nghĩa thống kê cao. Khi tăng 1 đơn vị độ lệch chuẩn của dòng vốn chảy ra (COFV) thì biến động tăng trưởng GDP trung bình giảm 14,032% (nhân hệ số hồi quy -0,303115 với độ lệch chuẩn của COFV 0,4629345). Tương tự, khi tăng 1 đơn vị độ lệch chuẩn của dòng chảy vào (CIFV) thì biến động tăng trưởng GDP trung bình giảm 24,195% (nhân hệ số hồi quy - 0,0017881 với độ lệch chuẩn của CIFV 135,314). Điều này có thể giải thích cho tác động của toàn cầu hóa tài chính và biến động dòng vốn ra (CIFV) và dòng vốn vào (COFV) ở kỳ hiện tại tới biến động tăng trưởng GDP cho nhiều thời kỳ trong tương lai, và ảnh hưởng của hội nhập tài chính tới biến động tăng trưởng GDP cùng thời kỳ.

Nhìn vào *Hình 4.1*, có thể thấy rằng biến động tăng trưởng ở Việt Nam trong giai đoạn 1988 – 2016. Giai đoạn đầu 1988 – 1996, Việt Nam mở cửa và đón nhận các luồng vốn đầu tư FDI nước ngoài, cũng như tiếp nhận sự tiến bộ của công nghệ, khoa học - kỹ thuật các nước phát triển. Xu hướng toàn cầu hóa tài chính đã thúc đẩy sự tăng trưởng kinh tế với tốc độ cao (khoảng 9,54% năm 1995) nhưng sau đó do bị ảnh hưởng từ bất lợi của quá trình toàn cầu hóa tài chính, điển hình là sự lan truyền của cuộc khủng hoảng Thái Lan năm 1997, làm nền kinh tế Việt Nam suy thoái trong giai đoạn 1997 – 1999. Giai đoạn 2000 – 2007, nền kinh tế Việt Nam dần hồi phục với tốc độ tăng trưởng trung bình khoảng 6,92%/ năm. Tuy nhiên, do ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng tài chính 2007 – 2008, tình hình nền kinh tế Việt Nam trở nên bất ổn và lâm vào khủng hoảng, tốc độ tăng trưởng GDP ở Việt Nam giảm còn 5,9% trong năm 2009. Những năm gần đây, Việt Nam đã gia nhập WTO, ký kết hiệp định FTA,... phần nào giúp khôi phục được tăng trưởng kinh tế. Tốc độ tăng trưởng GDP trong giai đoạn 1988 – 2016 cho thấy sự bất ổn về tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam, điều này có thể do hệ thống tài chính chưa phát triển, cũng như hệ thống pháp luật chưa hoàn thiện dẫn tới hiện tượng lượng lớn dòng vốn đổ vào và nhanh chóng thoát chạy khi có sự biến động của biến số vĩ mô (như biến động tỷ giá, lạm phát,...). Điều đó cho thấy hội nhập tài chính ở Việt Nam thị trường chung thế giới với hệ thống tài chính còn non yếu, dễ chịu ảnh hưởng nặng nề từ sự lan truyền của hai cuộc khủng hoảng 1997 và 2008.

**Bảng Error! No text of specified style in document.6** Kết quả hồi quy phương trình (2)<sup>7</sup>

	GDPGV(t) (1)	GDPGV(t) (2)	GDPGV(t) (3)
GDPGV(t-1)	1,003154*** [0,000]	0,9194594*** [0,000]	0,9245231*** [0,000]
ISPEED(t)	-10,16211*** [0,000]	-6,858045*** [0,000]	-2,554181 [0,642]

<sup>7</sup> Mô hình ước lượng là  $GDPGV_{jt} = \alpha_j + \beta ISPEED_{jt} + \gamma FGLOB_{jt-1} + \delta CFV_{jt-1} + \rho GDPGV_{jt-1} + \varepsilon_{jt}$ .

GDPGV là biến động tăng trưởng GDP, ISPEED đo lường hội nhập tài chính, FGLOB đo lường toàn cầu hóa tài chính tài chính, và CFV đại diện cho biến động dòng vốn ra (COFV) và dòng vốn vào (CIFV) như định nghĩa trên,  $\alpha_j$  là hiệu ứng cố định quốc gia. Sử dụng phương pháp ước lượng GMM của (*Blundella & Bond, 1998*). Khoảng thời gian từ 2000 – 2016

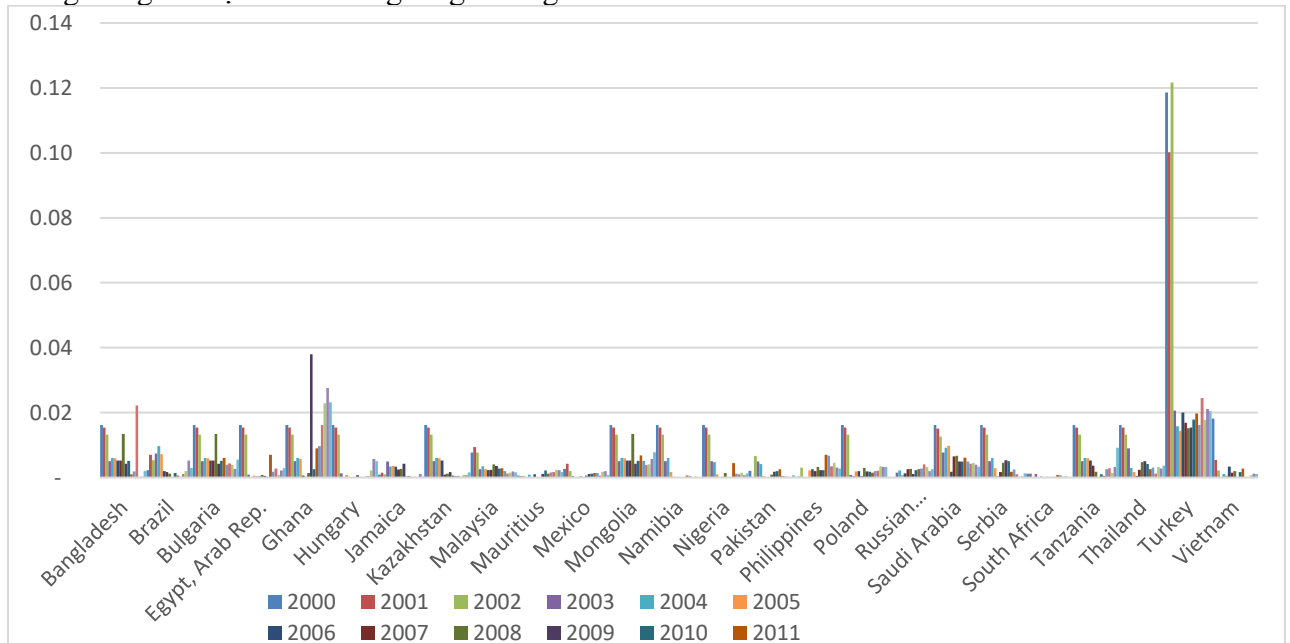
\*p < 0,1

\*\*p < 0,05

\*\*\*p < 0,01

FGLOB(t-)	0,2287138* [0,065]	0,0521182 [0,256]	0,1875505*** [0,000]
COFV(t-)		-0,303115*** [0,000]	
CIFV(t-)			-0,0017881*** [0,000]

Tóm lại từ kết quả hồi quy trên, tác giả tìm thấy rằng những tiến bộ trong hội nhập tài chính và mức độ toàn cầu hóa tài chính càng cao dẫn tới sự biến động tăng trưởng càng lớn ở các nước mới nổi. Song song đó, sự biến động trong dòng vốn ra và vào ở các quốc gia có nền kinh tế mới nổi càng lớn giảm sự bất ổn trong tăng trưởng kinh tế.



Nguồn: DataStream và tác giả tự tổng hợp

## Hình Error! No text of specified style in document..2: Đồ thị thể hiện mức độ hội nhập tài chính của 25 quốc gia mới nổi trong giai đoạn 2000 – 2016

### 4.1.3. Tính vững của mô hình

#### Bảng Error! No text of specified style in document..7 Kết quả kiểm tra tính vững của mô hình<sup>8</sup>

	DGDPG (1)	DGDGPV (2)
DGDPG(t-1)	0,0953444*** [0,000]	
DISPEED(t-1)	0,3485057*** [0,000]	-12,80385*** [0,000]
DFGLOB(t-1)	-0,0259947*** [0,000]	0,4167058*** [0,001]
DGDGPV(t-1)		1,118333***

<sup>8 8</sup> Sử dụng phương pháp ước lượng GMM của (Blundella & Bond, 1998). Khoảng thời gian từ 2000 – 2016.

\*p < 0.1

\*\*p < 0.05

\*\*\*p < 0.01



		[0,000]
--	--	---------

Tác giả kiểm định tính vững của các kết quả hồi quy trong *Bảng 4.1* và *Bảng 4.2* trên đối với nguồn dữ liệu có thể bị chệch do vấn đề thiếu biến, dẫn tới hiện tượng nội sinh trong mô hình, do tác động của phần sai số tới các biến độc lập khác trong mô hình. Nhằm giải quyết vấn đề này, tác giả sử dụng phương pháp ước lượng bằng động GMM để hồi quy sự tăng trưởng cơ bản và biến động tăng trưởng với mẫu được tổng hợp bằng cách ước lượng sai phân bậc 2 của chúng, phương pháp này nhằm cố định các tác động ngẫu nhiên giữa phần sai số của mô hình với các biến độc lập. Từ đó, ước lượng GMM 2 bước (two step Generalized method of moments) sẽ khắc phục được hiện tượng nội sinh (pre-determine exo).

#### 4.1.4. Rủi ro thực hệ thống

Trong phần này, sẽ xem xét mối quan hệ giữa hội nhập tài chính, toàn cầu hóa tài chính và các chỉ số về rủi ro hệ thống thực có tồn tại không? Các rủi ro hệ thống thực được xác định trong bài nghiên cứu của (De Nicolò, 2010) như xác suất đuối bên trái của hoạt động thực, cụ thể phản ánh xác suất sự kiện khủng hoảng hệ thống ngân hàng hoặc hệ thống tài chính yếu kém. Bằng phương pháp ước lượng Logit:

$$P(SR_{jt} = 1) = \text{Logit}(\alpha + \beta \text{ISPEED}_{jt} + \gamma \text{FGLOB}_{jt-1} + \delta \text{CIF}_{jt-1} + \rho \text{GDPG}_{jt-1}) \quad (7)$$

Kết quả hồi quy được trình bày trong *Bảng 4.4* cho thấy khi tiến hành chạy hồi quy phương trình (7) với biến phụ thuộc là SR5 – rủi ro bất ổn của nền kinh tế, mặc dù không có ý nghĩa thống kê nhưng biến ISPEED và FGLOB đều tác động tích cực tới SR5, cho thấy những tiến bộ trong tài chính và tiến trình toàn cầu hóa tài chính giúp làm giảm thiểu rủi ro của sự bất ổn nền kinh tế, tương tự với kết quả nghiên cứu của (De Nicolò & Juvenal, 2013). Hơn nữa, kết quả hồi quy với biến phụ thuộc là SR0, rủi ro khủng hoảng cũng cho thấy mối tương quan âm giữa FGLOB và SR0 với mức ý nghĩa thống kê cao, khi tăng 1 đơn vị độ lệch chuẩn của FGLOB thì xác suất xảy ra rủi ro khủng hoảng trung bình giảm khoảng 2,386% (với hệ số hồi quy - 7,229591 nhân độ lệch chuẩn của FGLOB là 0,3299929 trong *Bảng 3.1*), tuy mối tương quan giữa hội nhập tài chính và rủi ro khủng hoảng không có ý nghĩa thống kê nhưng theo kết quả hồi quy chúng ta có thể thấy những tiến bộ về tài chính có thể làm gia tăng rủi ro khủng hoảng đối với các quốc gia mới nổi. Bên cạnh đó, tác giả còn tìm thấy mối tương quan dương, với mức ý nghĩa cao giữa biến động dòng vốn ra (COFV) và xác suất khủng hoảng, nó có nghĩa là khi giảm 1 đơn vị độ lệch chuẩn của COFV thì xác suất xảy ra rủi ro khủng hoảng trung bình tăng khoảng 0,347% (bằng tích giữa hệ số hồi quy -0,7495263 và độ lệch chuẩn của COFV là 0,4629345 trong *Bảng 3.1*). Ở đây có thể giải thích rằng toàn cầu hóa tài chính và biến động dòng vốn ở thời kỳ hiện tại khi có sự tham gia quản lý của chính phủ sẽ tác động tới xác suất xảy ra khủng hoảng sau đó một thời kỳ.

Như thế, có thể kết luận rằng mức độ toàn cầu hóa tài chính càng cao, xác suất xảy ra khủng hoảng ở các quốc gia mới nổi càng thấp. Tuy nhiên, khi biến động dòng vốn chảy ra khỏi quốc gia càng lớn làm gia tăng nguy cơ xảy ra khủng hoảng.

#### **Bảng Error! No text of specified style in document..8 Kết quả hồi quy phương trình (7)<sup>9</sup>**

	SR5	SR5	SR5	SR0	SR0	SR0
--	-----	-----	-----	-----	-----	-----

<sup>9</sup> Mô hình ước lượng là  $P(SR_{jt} = 1) = \text{Logit}(\alpha + \beta \text{ISPEED}_{jt} + \gamma \text{FGLOB}_{jt-1} + \delta \text{CIF}_{jt-1} + \rho \text{GDPG}_{jt-1})$ .

SR là chỉ báo rủi ro thực hệ thống : SR5 bằng 1 nếu tăng trưởng GDP thực nhỏ hơn phân vị thứ 5% của phân phối tăng trưởng GDP quốc gia, và ngược lại bằng 0; SR0 bằng 1 nếu tăng trưởng GDP thực âm, và ngược lại bằng 0. ISPEED đo lường hội nhập tài chính, FGLOB đo lường toàn cầu hóa tài chính tài chính, và GDPG là tăng trưởng GDP. Sử dụng phương pháp ước lượng hồi quy Logit với sai số chuẩn được tập hợp bởi quốc gia. Khoảng thời gian của dữ liệu từ 2000 – 2016.

\*p < 0.1

\*\*p < 0.05

\*\*\*p < 0.01.

GDPG <sub>(t-1)</sub>	-8,69 [0,538]	-14,18 [0,365]	-8,17 [0,567]	-37,69*** [0,000]	-36,68*** [0,000]	-37,63*** [0,000]
ISPEED <sub>(t)</sub>	0,69 [0,991]	8,65 [0,872]	-2,20 [0,972]	-0,48 [0,987]	-2,33 [0,941]	-0,68 [0,981]
FGLOB <sub>(t-1)</sub>	-3,83 [0,362]	-5,40 [0,324]	-3,78 [0,365]	-7,23*** [0,005]	-7,08*** [0,005]	-7,22*** [0,005]
COFV <sub>(t-1)</sub>		-4,08 [0,278]			0,75** [0,018]	
CIFV <sub>(t-1)</sub>			-0,016 [0,635]			-0,001 [0,915]
Constant	-3,55*** [0,000]	-2,81*** [0,001]	-3,43*** [0,000]	-1,33*** [0,000]	-1,59*** [0,000]	-1,32*** [0,000]

#### 4.1.5. Vai trò quản lý của chính phủ

Với phương trình hồi quy tăng trưởng GDP và các biến chính nhưng thêm biến INST vào phương trình (1), thu được kết quả hồi quy từ phương trình (1) trong *Bảng 4.5* cho thấy ISPEED\*INST tương quan âm với tốc độ tăng trưởng GDP mặc dù không có ý nghĩa thống kê. Ngoài ra, mối tương quan âm giữa FGLOB\*INST và GDPGV trong phương trình hồi quy (2) với mức ý nghĩa thống kê thấp, cho thấy cải thiện chất lượng quản lý của chính phủ giúp trong quá trình toàn cầu hóa tài chính giúp giảm thiểu biến động tăng trưởng của nền kinh tế, cụ thể: khi giảm 1 đơn vị độ lệch chuẩn của ISPEED\*INST thì biến động tăng trưởng GDPGV trung bình giảm khoảng 1,2% (với độ lệch chuẩn là 0,0117811 và hệ số hồi quy của ISPEED\*INST là 1,018716). Điều này cho thấy rằng khi có sự tham gia quản lý của chính phủ sẽ tác động tới tiến trình hội nhập tài chính, từ đó cải thiện sự tác động của hội nhập tài chính (ISPEED) ở kỳ hiện tại tới tăng trưởng kinh tế (GDPG) sau đó một kỳ thời kỳ.

Bên cạnh đó, tác giả còn đưa biến chất lượng quản lý – INST vào phương trình hồi quy logit với biến phụ thuộc lần lượt là SR0 và SR5. Biến ISPEED\*INST có mối tương quan âm với SR5 với mức ý nghĩa thống kê trung bình cho thấy mức độ hội nhập tài chính tăng 1 đơn vị độ lệch chuẩn thì xác suất xảy ra rủi ro hệ thống giảm 11,33 lần (với độ lệch chuẩn là 0,0117811 và hệ số hồi quy của ISPEED\*INST là -961,6838), trong khi hồi quy với ISPEED trong phương trình hồi quy trên lại không có ý nghĩa thống kê. Kết quả hồi quy cho thấy khi có sự can thiệp của chính phủ trong tiến trình toàn cầu hóa tài chính ở kỳ hiện tại tác động âm tới xác suất xảy ra sự sụt giảm các hoạt động thực của nền kinh tế sau một thời kỳ.

Tóm lại, có thể thấy rằng khi cải thiện chất lượng quản lý của chính phủ giúp nâng cao những lợi ích của việc toàn cầu hóa tài chính và hội nhập tài chính, đồng thời giảm thiểu các bất lợi của nó gây ra. Từ đó thúc đẩy sự tăng trưởng kinh tế với tốc độ cao, giảm thiểu tính độ bất ổn của tốc độ tăng trưởng kinh tế. Ngoài ra, tiến trình tiếp thu những tiến bộ liên quan về tài chính ở các quốc gia có nền kinh tế mới nổi còn giảm xác suất xảy ra độ bất ổn vĩ mô trong nền kinh tế.

#### **Bảng Error! No text of specified style in document..9 Kết quả hồi quy phương trình (1)-(2) và (7) với Vai trò quản lý của chính phủ<sup>10</sup>**

<sup>10</sup> Mô hình ước lượng tương tự trong bảng 4.1 (Biến phụ thuộc: tăng trưởng GDP – GDPG), bảng 4.2 (Biến phụ thuộc: biến động tăng trưởng GDP – GDPGV) và bảng 4.4 (Mô hình Logit).

ISPEED đo lường hội nhập tài chính, FGLOB đo lường toàn cầu hóa tài chính tài chính, SR là chỉ báo rủi ro thực hệ thống: SR5 bằng 1 nếu tăng trưởng GDP thực nhỏ hơn phân vị thứ 5% của phân phối tăng trưởng GDP quốc gia và ngược lại bằng 0; SR0 bằng 1 nếu tăng trưởng GDP thực âm và ngược lại bằng 0. Sử dụng phương pháp ước lượng GMM của (*Blundella & Bond, 1998*). Khoảng thời gian từ 2000 – 2016.

\*p < 0.1

\*\*p < 0.05

\*\*\*p < 0.01

	GDPG <sub>(t)</sub> (1)	GDPGV <sub>(t)</sub> (2)	SR5 (3)	SRO (4)
GDPG <sub>(t-1)</sub>	0,1421535*** [0,000]		-9,229679 [0,466]	
GDPGV <sub>(t-1)</sub>		0,8559126*** [0,000]		
ISPEED <sub>(t)</sub>	0,278924*** [0,000]	-10,16211*** [0,000]	0,685367 [0,991]	-0,4774243 [0,987]
ISPEED <sub>(t)</sub> *INST	-0,3932791 [0,823]	1,018716* [0,092]	-961,6838** [0,043]	-107,8192 [0,808]
FGLOB <sub>(t-1)</sub>	0,0019943 [0,798]	0,2287138* [0,065]	-3,825193 [0,362]	-7,229591*** [0,005]
FGLOB <sub>(t-1)</sub> *INST	-0,1372677 [0,425]	-0,0930538 [0,262]	85,64792 [0,130]	-38,79489 [0,208]
Constant			-4,167928*** [0,000]	-2,65531*** [0,000]

#### 4.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

*Tác động của toàn cầu hóa tài chính và hội nhập tài chính cùng với biến động dòng vốn đầu tư tới tăng trưởng nền kinh tế:* dựa vào kết quả ước lượng mô hình ở trên, tác giả thấy rằng tiến trình toàn cầu hóa tài chính kích thích và thúc đẩy tăng trưởng cho nền kinh tế ở các quốc gia mới nổi. Tuy nhiên, mỗi quốc gia có đặc điểm, chính sách, tiềm lực kinh tế khác nhau, vì vậy khi tiếp thu những tiến bộ tài chính thì có thể gây ra các ảnh hưởng xấu tới tăng trưởng nền kinh tế do trình độ, năng lực quản lý của các tổ chức chính phủ còn yếu kém; các dòng vốn lớn từ nước ngoài chảy ra và vào nội địa không ổn định; tình hình bất ổn chính trị ở một số quốc gia phần nào tạo sự cản trở cho việc phát triển nền kinh tế trong nước, đồng thời việc đầu tư ra nước ngoài, phân bổ nguồn vốn không hợp lý không những không giúp giảm thiểu rủi ro đầu tư mà dẫn tới tình trạng đầu tư kém hiệu quả ở một số quốc gia.

*Tác động của quá trình toàn cầu hóa tài chính và hội nhập tài chính tới biến động của tăng trưởng kinh tế:* với kết quả hồi quy cho thấy toàn cầu hóa tài chính và sự hội nhập tài chính ở các quốc gia mới nổi làm gia tăng độ bất ổn của sự tăng trưởng kinh tế. Bên cạnh những lợi ích mà toàn cầu hóa tài chính, cũng như hội nhập tài chính đem lại cho các quốc gia này, ngoài ra chúng còn tạo ra một số bất lợi đối với nền kinh tế như: tâm lý đầu tư bầy đàn; dòng vốn đầu tư chảy vào các quốc gia mới nổi biến động, không ổn định; các vấn đề chính sách tiền tệ của nước nhận đầu tư; áp lực lạm phát do vấn đề chi tiêu và đầu tư trong nước cũng như biến động của tỷ giá hối đoái thực, ... dẫn tới sự bất ổn về vĩ mô đối với các quốc gia này.

Hơn nữa, kết quả nghiên cứu cho thấy *quá trình toàn cầu hóa tài chính và hội nhập tài chính đều giảm thiểu rủi ro xảy ra khủng hoảng và sự bất ổn vĩ mô* ở các nước có nền kinh tế mới nổi. Điều này có nghĩa là khi quá trình toàn cầu hóa tài chính diễn ra cũng như sự tiếp thu những tiến bộ về lĩnh vực tài chính, giúp chia sẻ rủi ro giữa các nước trong thị trường vốn chung, đồng thời cũng chia sẻ giữa các thành phần kinh tế ở mỗi nước dẫn tới xác suất xảy ra khủng hoảng tài chính giảm đáng kể. Bên cạnh đó, nhờ vào sự thúc đẩy phát triển tài chính ở mỗi quốc gia tạo nền tảng vững chắc và cải thiện hệ thống tài chính, góp phần phòng ngừa và hấp thụ các rủi ro khủng hoảng tài chính.

Cuối cùng, *vai trò quản lý của chính phủ trong tiến trình toàn cầu hóa tài chính và hội nhập tài chính hiện nay.* Theo kết quả ước lượng trên, có thể thấy rằng vai trò của các tổ chức chính phủ trong việc quản lý có ảnh hưởng tới sự tác động của tiến trình hội nhập tài chính. Khi chất lượng quản lý được cải thiện, tạo ra tác động tích cực tới các quốc gia mới nổi trong tiến trình toàn cầu hóa tài chính và hội nhập tài chính, những lợi ích từ tiến trình hội nhập tài chính đem lại, cụ thể: (1) Quá trình hội nhập tài chính với năng lực quản lý tốt của các tổ chức chính phủ

giúp giảm biến động tăng trưởng của nền kinh tế; (2) đồng thời khi tiếp thu những tiến bộ về tài chính ở những nước phát triển và chia sẻ rủi ro với các nước trên thế giới làm giảm thiểu rủi ro xảy ra bất ổn nền kinh tế vĩ mô trong nước. Điều này chứng tỏ rằng cách thức, năng lực quản lý và hoạch định chính sách của các tổ chức chính phủ ở nước mới nổi trên thế giới đóng vai trò quan trọng trong tiến trình hội nhập tài chính hiện nay.

### **5. Kết luận nghiên cứu**

Quá trình toàn cầu hóa tài chính và hội nhập tài chính trong thời kỳ hiện nay không chỉ đem lại lợi ích, thành tựu tiến bộ cho các nước đang phát triển mà còn chứa đựng nhiều yếu tố rủi ro khủng hoảng, sự bất ổn vĩ mô ở những nước này và nghiêm trọng hơn có thể lây lan, ảnh hưởng tới hệ thống tài chính toàn cầu, điển hình như cuộc khủng hoảng tài chính 2007 – 2008. Chính vì vậy, việc nâng cao khả năng chống chịu của nền kinh tế đối với các rủi ro về sự bất ổn vĩ mô, khủng hoảng tài chính,...; hoạch định chính sách kinh tế phù hợp điều chỉnh đối với các dòng vốn đầu tư nước ngoài. Như vậy, có thể thấy rằng các nước mới nổi trên thế giới hội nhập vào sân chơi chung góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, đồng thời giảm thiểu rủi ro bất ổn kinh tế và nghiêm trọng hơn là nguy cơ xảy ra khủng hoảng. Để xem xét mối tương quan giữa quá trình toàn cầu hóa tài chính, hội nhập tài chính và biến động của dòng vốn tác động tới tốc độ tăng trưởng kinh tế, biến động tăng trưởng và rủi ro hệ thống. Tác giả đã sử dụng phương pháp ước lượng GMM với dữ liệu gồm 25 quốc gia mới nổi trên thế giới trong giai đoạn 2000 – 2016 để kiểm định mối quan hệ ấy.

Căn cứ vào các kết quả ước lượng mô hình được trình bày ở phần trên, có thể thấy sự tồn tại mối quan hệ giữa toàn cầu hóa tài chính, hội nhập tài chính cùng với biến động của dòng vốn tác động tới tăng trưởng kinh tế. Những lợi ích từ quá trình toàn cầu hóa tài chính đem lại kích thích, thúc đẩy tăng trưởng nền kinh tế, chia sẻ các rủi ro giữa các quốc gia phát triển và đang phát triển, cũng như giữa các quốc gia mới nổi với nhau. Tuy nhiên, song song với các lợi ích từ quá trình toàn cầu hóa tài chính, cũng tồn tại những bất lợi đối với nền kinh tế của các quốc gia này như gây ra bất ổn về sự tăng trưởng kinh tế, ảnh hưởng của biến động dòng vốn chảy vào và đi ra tới tăng trưởng không ổn định và xác suất xảy ra khủng hoảng,... Đặc biệt, tác giả tìm thấy sự tham gia quản lý của chính phủ ở các nước có nền kinh tế mới nổi đóng vai trò quan trọng trong quá trình toàn cầu hóa tài chính và hội nhập như hiện nay, nó giúp cải thiện những tác động tốt từ tiếp cận hội nhập tài chính và giảm thiểu các ảnh hưởng bất lợi của quá trình này tới nền kinh tế. Chính vì vậy, các quốc gia mới nổi cần (1) phải thiết lập chính sách kiểm soát, hạn chế và quản lý dòng vốn đầu tư ra và vào một cách hợp lý, hiệu quả; (2) tiếp thu những thành tựu của thế giới nhằm phát triển hệ thống tài chính trong nước; (3) khắc phục những bất cập trong vấn đề đầu tư, tạo môi trường cạnh tranh lành mạnh cho các doanh nghiệp nội địa và nước ngoài đầu tư ở địa phương.



# HIỆU ỨNG LÂY LAN RỦI RO KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH TỪ HOA KỲ ĐẾN CÁC NƯỚC ASEAN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN: CÁCH TIẾP CẬN COPULAS

SV: Nguyễn Tấn Thông, Dương Duy, Nguyễn Phú Sang,  
Nguyễn Thanh Cường, Trần Chánh Trực  
Trường ĐH Ngân hàng TP HCM  
GVHD: Huỳnh Lưu Đức Toàn  
Tạ Quốc Bảo

## TÓM TẮT

Các cuộc khủng hoảng tài chính xảy ra ngày càng nhiều, gần đây là cuộc khủng hoảng cho vay dưới chuẩn ở Hoa Kỳ năm 2007-2009, gây hậu quả nghiêm trọng không chỉ cho một quốc gia hoặc khu vực mà còn ảnh hưởng đến nền tài chính toàn cầu. Nghiên cứu tác động lây lan rủi ro của các cuộc khủng hoảng có ý nghĩa quan trọng đối với các nhà đầu tư và các nhà hoạch định chính sách. Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả kiểm chứng sự tồn tại tác động lây lan rủi ro khủng hoảng tài chính từ Hoa Kỳ đến các nước ASEAN trên thị trường chứng khoán bằng hai phương pháp: đồ thị Kendall-plots, Chi-plots và ba họ khác nhau của Copulas. Kết quả phân tích bằng hai phương pháp cho thấy có bằng chứng về tác động lây lan rủi ro từ Hoa Kỳ đến các nước ASEAN ở hai giai đoạn trước và sau khủng hoảng. Các kết quả nghiên cứu này giúp nhà đầu tư quốc tế có thể quản lý rủi ro cho danh mục đầu tư của mình, giảm thiểu tổn thất khi chịu ảnh hưởng bởi các cuộc khủng hoảng tài chính.

**Từ khóa:** rủi ro lây lan, Copulas, Kendall-plots, Chi-plots, ASEAN, khủng hoảng tài chính

## CONTAGION RISK IN FINANCIAL CRISIS FROM UNITED STATES TO THE ASEAN NATIONS IN STOCK EXCHANGE: COPULAS APPROACH

### Abstract

*The financial crisis happens frequently, in recent, the subprime loan in the US. In the period 2007-2009, trigger the serious problem in not only one country but also many regions in worldwide scope. This paper examines the contagion risk in financial crisis, which is very important for many investors and policymakers. In this research, we employ two methods: Kendall-plots, Chi-plots and 3 families of Copulas to test the existence of contagion risk from the US to ASEAN nations. The results show that there are empirical evidence the phenomenon to spill over risk from the US to ASEAN countries in two period of pre-crisis and post-crisis. This findings will help international investors to manage risks for their portfolio, minimize the negative effects from the aforementioned crisis.*

**Keywords:** contagion risk, Copulas, Kendall-plots, Chi-plots, ASEAN, financial crisis

### 1. Giới thiệu và tính mới của đề tài

Trong thời gian gần đây, thị trường tài chính thế giới đã chứng kiến nhiều vụ đổ vỡ của các tổ chức và định chế tài chính lớn, ví dụ: khủng hoảng thị trường chứng khoán Hoa Kỳ năm 1929, khủng hoảng giá dầu OPEC năm 1973, cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ Đông Á năm 1997 và gần đây là cuộc khủng hoảng cho vay dưới chuẩn ở Hoa Kỳ năm 2007-2009. Các cuộc khủng hoảng tương tự như hiếm khi xảy ra nhưng trong những năm gần đây lại xảy ra thường xuyên và có ảnh hưởng tiêu cực cho thị trường chứng khoán cả về quy mô và mức độ tổn thất.

Trong kỷ nguyên hội nhập kinh tế, các nền kinh tế khác nhau đều có mối liên kết với nhau thông qua các hiệp ước về kinh tế lẫn chính trị. Nói cách khác, các nước trên thế giới đều muốn liên kết với nhau thành một liên minh, khối kinh tế vững mạnh, cùng nhau phát triển. Bên cạnh những mặt tích cực, sự liên kết này sẽ tạo ra hậu quả thực sự nặng nề khi một hoặc một vài nước nắm vai trò chủ chốt trong khối liên minh có dấu hiệu khủng hoảng. Để hạn chế tổn thất cũng như rủi ro tiềm tàng mà khối liên minh kinh tế này có thể gây ra, có nhiều nhà khoa học đã đo lường được sự phụ thuộc giữa các thị trường chứng khoán (đặc trưng cho nền kinh tế của một quốc gia) với nhau, và điều này sẽ giúp Chính phủ cũng như nhà đầu tư có thể quản lý rủi ro tốt hơn là chỉ đơn thuần dựa trên những chính sách định tính.

Cho đến nay, có nhiều phương pháp đo lường sự phụ thuộc giữa các thị trường chứng khoán khác nhau. Nếu đo lường sự phụ thuộc tuyến tính giữa các thị trường với nhau thì có thể sử dụng hệ số tương quan tuyến tính cùng với hiệp phương sai để tính toán. Nhưng nếu các thị trường không tồn tại sự phụ thuộc tuyến tính với nhau mà tồn tại chỉ sự phụ thuộc phi tuyến tính thì dùng hệ số tương quan cũng như hiệp phương sai để tính toán sẽ cho kết luận sai lệch. Do đó, vấn đề được đặt ra là nếu giữa các thị trường có sự phụ thuộc phi tuyến tính thì phương pháp nào được sử dụng để đo lường. Hơn nữa, khi có những biến động lớn, đặc biệt là các cuộc khủng hoảng làm cho lợi suất của các thị trường có phân phối đuôi dày thì việc tính toán sẽ khó khăn hơn. Để giải quyết vấn đề này, có thể sử dụng mô hình sự phụ thuộc giữa các biến ngẫu nhiên bằng phương pháp tham số Copulas.

Cuộc khủng hoảng tài chính ở Hoa Kỳ năm 2007-2009 đã gây ra thiệt hại nặng nề cho nền kinh tế thế giới, mà cụ thể là sự sụp đổ của các tổ chức tài chính đã dẫn đến sự sụt giảm trong sản xuất và thương mại quốc tế, do đó tỷ lệ lao động thất nghiệp gia tăng đáng kể. Chính vì vậy, đã có rất nhiều công trình nghiên cứu về tác động lây lan này được thực hiện, tuy nhiên hầu hết các nghiên cứu về sự tác động lây lan lại tập chung chủ yếu vào các nền kinh tế phát triển như Anh, Đức, Pháp, Nhật Bản, EU, BRICS,... Trong đó có thể kể đến nghiên cứu của Aloui, Aissa và Nguyễn (2011) đã đánh giá tác động lan truyền giữa thị trường chứng khoán BRIC và Hoa Kỳ trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu; Bartram và Wang (2015) đã kiểm tra mức độ và các yếu tố quyết định sự phụ thuộc giữa thị trường chứng khoán châu Âu và Hoa Kỳ. Bên cạnh đó, cũng có một số nghiên cứu sử dụng các phương pháp khác nhau để kiểm tra sự tác động lây lan này đến những nền kinh tế phát triển vượt bậc như Singapore, Trung Quốc cũng như những nền kinh tế có tốc độ phát triển nhanh như Việt Nam nhưng số này còn rất ít. Wang (2013) đã điều tra các tác động lan rộng và rủi ro giữa các thị trường chứng khoán ở Việt Nam, Trung Quốc và Hoa Kỳ với dữ liệu hàng ngày trong khoảng thời gian từ ngày 9 tháng 10 năm 2006 đến ngày 19 tháng 6 năm 2009; Kenourgios & Padhi (2012) sử dụng một mô hình Asymmetric Generalized Dynamic Conditional Correlation Model để khảo sát sự tồn tại của các tác động lây lan của cuộc khủng hoảng dưới chuẩn Hoa Kỳ năm 2008 cho cả thị trường vốn cổ phần và trái phiếu của các nền kinh tế mới nổi là Israel, Nam Phi, Thổ Nhĩ Kỳ, Indonesia, Thái Lan, Cộng Hòa Séc, Hy Lạp, Hồng Kông và Singapore.

ASEAN là một tổ chức kinh tế có sự giao thương mạnh mẽ với các nước, đặc biệt là kế hoạch hành động ASEAN - Hoa Kỳ giai đoạn 2016-2020 trong đó có lĩnh vực kinh tế, điều này càng thể hiện rõ hơn sự gắn kết ngày càng phát triển của ASEAN và Hoa Kỳ. Sau khi lược khảo tình hình nghiên cứu đến tháng 7 năm 2017, tại Việt Nam hầu như chưa có đề tài nghiên cứu nào nghiên cứu về sự lây lan của cuộc khủng hoảng ở Hoa Kỳ đến các nước ASEAN. Bằng việc sử dụng phương pháp Copulas kết hợp cùng phương pháp phi tham số Chi-plots, Kendall-plots, với mong muốn nỗ lực tìm ra sự tác động lây lan của cuộc khủng hoảng năm 2007-2009 đến ASEAN để các nhà đầu tư quốc tế có thể xác định được cơ hội cho việc đa dạng hóa danh mục đầu tư quốc tế và quản lý rủi ro, các nhà quản lý hoạch định được chính sách để theo dõi khả năng lây lan của khủng hoảng tài chính, cũng như góp phần lấp đầy khoảng trống trong nghiên cứu về vấn đề này, nhóm nghiên cứu quyết định thực hiện đề tài: *“Hiệu ứng lây lan rủi ro khủng hoảng tài chính từ Hoa Kỳ đến các nước ASEAN trên thị trường chứng khoán: cách tiếp cận Copulas”*.

## 2. Cơ sở lý luận và khung lý thuyết

### 2.1. Nền tảng lý thuyết Copulas

Thông thường việc sử dụng hệ số tương quan chỉ đo lường sự phụ thuộc tuyến tính, việc sử dụng Copulas có thể mô tả được sự phụ thuộc phi tuyến. Theo định nghĩa của Nelsen (2006), Copulas là “các hàm kết hợp hoặc các hàm nối các hàm phân phối nhiều chiều thành các hàm phân phối biên duyên một chiều”. Trong đó, các Copulas có chứa các thông tin cơ bản mô tả về cấu trúc phụ thuộc nhằm mô tả trạng thái kết hợp của các véc-tơ biến số ngẫu nhiên với các đuôi của hàm phân phối. Nhờ đó, giúp các nhà nghiên cứu dễ dàng tiếp cận về sự lây lan của khủng hoảng tài chính thông qua Copulas. Hệ số tương quan (thước đo sự phụ thuộc điển hình giữa các biến) chỉ sử dụng được trong trường hợp hàm phân phối chuẩn đa biến (phân phối elip và phân phối cầu), tuy nhiên dựa trên các nghiên cứu thực tế cho thấy rằng các phân phối trong tài chính không có dạng hàm trên. Do đó, việc sử dụng Copulas sẽ phù hợp trong việc đo lường mức độ tương quan của các biến số tài chính dẫn đến việc đo lường hiệu quả hơn trong việc đo lường lây lan của các khủng hoảng kinh tế.

Bốn ứng dụng nổi bật của Copulas bao gồm quản trị rủi ro, định giá quyền chọn hoặc hợp đồng phái sinh tín dụng, tối ưu hóa danh mục đầu tư và cuối cùng là đo lường rủi ro lây lan trong tài chính. Trong đó, ứng dụng đầu tiên là quản trị rủi ro định lượng được Embrechts, et al (2002) nghiên cứu và giới thiệu ở dạng tiên xuất bản (1999). Đến năm 2000, Cherubini-Luciano ước lượng giá trị VaR cho các danh mục Copulas không điều kiện, năm 2006 Embrechts-Puccetti ứng dụng mô hình này vào việc xây dựng các hệ số chặn cho hàm có các thước đo rủi ro trong một lớp và giữa các lớp rủi ro. Trong cùng năm này, Palaro-Hotta tiến hành ước lượng giá trị VaR cho các danh mục với Copulas có điều kiện. Ứng dụng nổi bật thứ hai là định giá quyền chọn, được Li tiến hành định giá nợ công ty và sau đó ông tiến hành đề xuất mô hình Gaussian để xây dựng phân phối đồng thời của các danh mục mang rủi ro tín dụng. Từ công trình nghiên cứu của ông, sau này đã được ứng dụng bởi hàng loạt các tổ chức tài chính trên thế giới trong việc định giá nghĩa vụ trả nợ có thể chấp (CDO - Collateralized Debt Obligation). Ứng dụng thứ ba của Copulas là việc tối ưu hóa danh mục đầu tư được Patton nghiên cứu trên danh mục gồm hai loại tài sản (2004) và Garci-Tsafack cho danh mục gồm hai cổ phiếu và hai trái phiếu trong hai quốc gia khác nhau. Ứng dụng thứ tư của Copulas là việc nghiên cứu sự lây lan trong tài chính được Rodriguez nghiên cứu lần đầu tiên vào năm 2007, trong đó tác giả đã sử dụng mô hình Markov Switching Copulas.

Khái niệm Copulas lần đầu tiên được Sklar nghiên cứu giới thiệu vào năm 1959, ngay sau đó các nhà nghiên cứu nhận thấy rằng phương pháp Copulas là một công cụ rất mạnh để mô phỏng cấu trúc phụ thuộc giữa các biến ngẫu nhiên. Đặc biệt các ứng dụng của lý thuyết Copulas trong tài chính lần đầu tiên được khai thác trong công trình của Embrechts vào năm 1999.

### 2.2. Khái niệm Copulas

Copulas  $C$  thực chất chính là hàm của phân phối đồng thời của các biến ngẫu nhiên có phân phối đều trong khoảng  $(0,1)$ . Giả sử ta có  $U_1, U_2, \dots, U_n$  là các biến ngẫu nhiên có phân phối đều trong khoảng  $(0,1)$ , ký hiệu  $U_i \sim U(0, 1)$ , ta có:

$$C(u_1, u_2, \dots, u_n) = \Pr(U_1 \leq u_1, U_2 \leq u_2, \dots, U_n \leq u_n)$$

Bây giờ, giả sử ta có véc-tơ ngẫu nhiên  $X = (X_1, X_2, \dots, X_n)$  với hàm phân phối đồng thời  $F$ , các hàm phân phối thành phần được ký hiệu là  $F_i, i = 1, 2, \dots, n$  tương ứng. Trong lý thuyết xác suất đã chứng minh rằng biến ngẫu nhiên  $F_i(X_i) \sim U(0, 1)$ . Do vậy ta có hàm phân phối đồng thời của các biến ngẫu nhiên  $F_1(X_1), F_2(X_2), \dots, F_n(X_n)$  là một Copulas và được gọi là Copulas của véc-tơ ngẫu nhiên  $X = (X_1, X_2, \dots, X_n)$ , ký hiệu là  $C_X$ . Sau đây ta sẽ thấy rằng các phân phối thành phần  $F_{X_i}$  có mối liên hệ với nhau thông qua Copulas  $C_X$ . Thật vậy, vì  $F_i(X_i) \sim U(0, 1)$  ta có:

$$\begin{aligned} C_X(u_1, u_2, \dots, u_n) &= P(F_1(X_1) \leq u_1, F_2(X_2) \leq u_2, \dots, F_n(X_n) \leq u_n) \\ &= P(X_1 \leq F_1^{-1}(u_1), X_2 \leq F_2^{-1}(u_2), \dots, X_n \leq F_n^{-1}(u_n)) \\ &= F(F_1^{-1}(u_1), F_2^{-1}(u_2), \dots, F_n^{-1}(u_n)) \end{aligned}$$

Bây giờ ta đặt  $x_i = F_i^{-1}(u_i), i = 1, \dots, n$ , khi đó ta có biểu thức sau:

$$C_X(F_1(x_1), F_2(x_2), \dots, F_n(x_n)) = F(x_1, x_2, \dots, x_n) \quad (1)$$

Phương trình (1) là một phần ý tưởng trong công trình của Sklar. Phương trình (1) cũng cho ta thấy rằng các phân phối thành phần  $F_i$  của véc-tơ ngẫu nhiên  $X$  có mối liên hệ với nhau qua Copulas  $C_X$  của  $X$ . Do đó nó chứa thông tin về sự phụ thuộc của các thành phần  $X_i$ . Chú ý rằng nếu các hàm  $F_i$  liên tục thì Copulas  $C_X$  được xác định duy nhất.

Từ mối liên hệ (1) ta thấy rằng nếu các biến ngẫu nhiên  $X_1, X_2, \dots, X_n$  độc lập, khi đó  $F(x_1, x_2, \dots, x_n) = \prod_{i=1}^n F_i(x_i)$ , suy ra:

$$C_X(u_1, u_2, \dots, u_n) = u_1 u_2 \dots u_n,$$

Copulas này được gọi là Copulas tích, ký hiệu là  $C_0$ . Đặt:

$$c_X(u_1, u_2, \dots, u_n) := \frac{\partial^n}{\partial u_1 \partial u_2 \dots \partial u_n} C_X(u_1, u_2, \dots, u_n)$$

là hàm mật độ của Copulas  $C_X$ . Bằng cách lấy đạo hàm trong đẳng thức (1) ta có mối liên hệ sau:

$$f(x_1, x_2, \dots, x_n) = c_X(F_1(x_1), F_2(x_2), \dots, F_n(x_n)) f_1(x_1) f_2(x_2) \dots f_n(x_n)$$

trong đó  $f$  là hàm mật độ đồng thời và  $f_i$  là hàm mật độ thành phần của biến ngẫu nhiên  $X_i$ .

### 2.3. Ứng dụng Copulas trong đo lường rủi ro

Một trong những ứng dụng có hiệu lực mạnh nhất của Copulas là liên quan đến “Phép đo lường rủi ro”. Xét bài toán tổn thất tổng hợp và phân tích giá trị rủi ro, giá trị cực trị nhiều chiều.

Ở đây, sử dụng Copulas như là tập hợp các phân phối tổn thất và tính toán giá trị tại mức rủi ro (Value-at-Risk: VaR).

#### 2.3.1. Trường hợp rời rạc

Xét mô hình rủi ro cá thể, mà thường được sử dụng trong bảo hiểm theo nghiên cứu của Wang (1999) và Marceau, Cossette, Gaillardetx và Rioux (1999). Giả sử  $X_n$  và  $X$  là  $n^{th}$  trong rủi ro và tập hợp tổn thất  $X_n$  được định nghĩa như sau:

$$X_n = \begin{cases} A_n & \text{nếu } B_n = 1 \\ 0 & \text{nếu } B_n = 0 \end{cases}$$

Ở đây biến  $B_n$  là một biến ngẫu nhiên Bernoulli với tham số  $p_n$  (nó phụ thuộc vào phân phối đồng thời của biến ngẫu nhiên  $B_n$ ). Giả sử  $F_n$  tương ứng là hàm phân phối tích lũy. Ta có:

$$F(e_1, \dots, e_n) = C(B_{p_1}(e_1), \dots, B_{p_n}(e_n))$$

Khi đó, hàm sinh moment (mgf: moment generating function) của  $(X_1, \dots, X_n)$  là:

$$M_{(X_1, \dots, X_n)}(t_1, \dots, t_n) = \sum_{e_1, \dots, e_n \in \{0,1\}} c(e_1, \dots, e_n) \prod_{n=1}^n [M_{A_n}(t_n)]^{e_n}$$

Ở đây  $M_{A_n}(t) = E[e^{tA_n}]$  được biểu diễn là hàm sinh moment của biến ngẫu nhiên  $A_n$ . Phân phối  $G$  của  $X = \sum X_n$  thu được bởi nghịch đảo  $M_{(X_1, \dots, X_n)}(t, \dots, t)$  (bởi vì  $M_{(X_1, \dots, X_n)}(t, \dots, t)$  là hàm sinh moment của tổng trên).

#### 2.3.2. Trường hợp liên tục

Nhận thấy rằng ước lượng tham số  $\rho$  cho Copulas gauss là rất dễ với thuật toán IFM hoặc CML. Hơn nữa, cơ sở mô phỏng trên Copulas gauss là không phức tạp. Copulas gauss là một lựa chọn tốt cho bài toán này.

Đối với Copulas student, ta không thể phân tích biểu thức  $\widehat{\rho}_{ML}$ . Tuy nhiên có thể suy ra một thuật toán hiệu nghiệm mà nó không đòi hỏi sự tối ưu hóa. Hơn nữa, giống như Copulas gauss, sự mô phỏng là không phức tạp. Copulas student cũng là một lựa chọn cho bài toán này.

Định lý: Trong trường hợp của Copulas student, ma trận  $\rho$  có thể được sử dụng ước lượng bởi thuật toán sau:

Cho  $\widehat{\rho}_0$  là ước lượng ML của ma trận  $\rho$  cho Copulas gauss.

$\widehat{\rho}_{m+1}$  thu được từ phương trình sau:

$$\widehat{\rho}_{m+1} = \frac{1}{T} \left( \frac{v + N}{v} \right) \sum_{t=1}^T \frac{\zeta_t^T \zeta_t}{1 + \frac{1}{v} \zeta_t^T \widehat{\rho}_m^{-1} \zeta_t}$$

Lặp lại bước thứ hai cho đến khi hội tụ  $\widehat{\rho}_{m+1} = \widehat{\rho}_m$  ( $:= \widehat{\rho}_\infty$ )



Ước lượng CML (hoặc IFM) của ma trận  $\rho$  cho Copulas student là  $\widehat{\rho}_{CML} = \widehat{\rho}_{\infty}$   
 Nó cũng sẽ trở thành ước lượng ML nếu thỏa mãn phương trình ma trận phi tuyến sau:

$$\widehat{\rho}_{ML} = \frac{1}{T} \left( \frac{v + N}{v} \right) \sum_{t=1}^T \frac{\zeta_t^T \zeta_t}{1 + \frac{1}{v} \zeta_t^T \widehat{\rho}_{ML}^{-1} \zeta_t}$$

Lưu ý:

Có thể dễ dàng làm việc với hai hàm Copulas. Hơn nữa, Copulas có thể được sử dụng liên hợp với một vài phân phối biên duyên. Phân phối nhiều chiều có thể được sử dụng để tính toán VaR của một danh mục đầu tư.

Cho  $P(t)$  là giá theo véc-tơ của tài sản tại thời điểm  $t$  và một danh mục đầu tư. Một chu kỳ VaR với mức tin cậy được xác định bởi  $VaR = F^{-1}(1 - \alpha)$  với phân phối  $F$  của biến ngẫu nhiên  $a^T(P(t + 1) - P(t))$ . Nói chung, phân tích VaR là sử dụng tính toán giả thiết của phân phối gauss nhiều chiều. Phần đuôi dư của phân phối biên duyên có thể được sử dụng với Copulas gauss hoặc Copulas student.

### 3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

#### 3.1. Thu thập và xử lý số liệu

Trong đề tài nghiên cứu, nhóm nghiên cứu đã sử dụng dữ liệu hằng ngày của các chỉ số từ thị trường chứng khoán các nước ASEAN và Hoa Kỳ được lấy trực tiếp từ DataStream. Dữ liệu giới hạn trong khoảng giai đoạn từ đầu tháng 8 năm 2000 đến cuối tháng 12 năm 2016. Dữ liệu được nhóm nghiên cứu thu nhập gồm chỉ số VNI-Index, JCI-Index, SET-Index, PCOMP-Index, FSTAS-Index, FBMEMAS-Index lần lượt đại diện cho thị trường chứng khoán Việt Nam, Indonesia, Thái Lan, Philippines, Singapore, Malaysia, đồng thời thu nhập chỉ số S&P500 đại diện cho thị trường chứng khoán Hoa Kỳ. Khi thu nhập, nhóm nghiên cứu đã lược bỏ chỉ số ở các nước Brunei, Lào, Campuchia, Myanmar thuộc ASEAN vì thị trường chứng khoán ở các nước này chỉ mới thành lập và đang phát triển nên không có đầy đủ số liệu để tính toán. Các thị trường được thu nhập là các thị trường lớn và có uy tín trong khu vực nên có thể đại diện cho cả khu vực ASEAN.

Dữ liệu được thu nhập có dạng dữ liệu chuỗi thời gian, gồm chỉ số đóng cửa của các sàn chứng khoán. Sử dụng chương trình Microsoft Excel để tính suất sinh lợi hằng ngày của từng quốc gia từ chỉ số giá đóng cửa đã được thu nhập. Đối với ngày không giao dịch ở một số quốc gia thì dữ liệu ở ngày đó của các quốc gia còn lại cũng sẽ bị loại ra bộ dữ liệu. Nhóm nghiên cứu chia dữ liệu thành hai giai đoạn nhỏ gồm giai đoạn trước khủng hoảng kinh tế (01/08/2000 - 31/07/2008), sau khủng hoảng kinh tế (01/05/2009 - 31/12/2016) và cả giai đoạn (01/08/2000 - 31/12/2016). Thông qua quá trình tính toán và phân tích biến động của suất sinh lợi ở các thị trường, nhóm nghiên cứu có thể đo lường mức độ ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính Hoa Kỳ đến nền kinh tế các nước ASEAN trong từng giai đoạn nghiên cứu.

#### 3.2. Tính toán lợi nhuận thị trường

Nghiên cứu này sử dụng lợi nhuận hằng ngày được tính theo công thức sau:

$$R_{i,t} = \ln \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}$$

Trong đó:

$R_{i,t}$ : Tỷ suất sinh lợi của chỉ số  $i$  tại ngày  $t$

$P_{i,t}$ : Giá đóng cửa của chỉ số  $i$  tại cuối ngày  $t$

$P_{i,t-1}$ : Giá đóng cửa của chỉ số  $i$  tại cuối ngày  $t-1$

Trong công thức này, tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu được tính toán theo giá chốt phiên của chỉ số (giá đóng cửa) của ngày  $t$  và ngày  $t-1$ .

#### 3.3. Kiểm định sự phụ thuộc giữa các biến độc lập bằng Chi-plots, K-plots và các họ Archimedean Copulas

##### 3.3.1. Kiểm định sự phụ thuộc bằng Chi-plots

Phương pháp Chi-plots được đề xuất bởi Fisher và Switzer (1985, 2001) để đo lường sự phụ thuộc giữa các biến với nhau thông qua sự đánh giá dựa trên đồ thị. Hàm phân phối đồng thời

cho cặp véc-tơ ngẫu nhiên  $(X, Y)$  và cho  $I(A)$  là hàm chỉ báo của sự kiện  $A$  và các cặp biến ngẫu nhiên  $(X_1, Y_1), \dots, (X_n, Y_n)$  từ hàm  $H$  như bên dưới. Cho mỗi điểm dữ liệu  $(x_i, y_i)$ , sau đó  $H_i$  được biểu diễn như sau:

$$H_i = \frac{\sum_{j \neq i} I(X_j \leq x_i, Y_j \leq y_i)}{n-1} \quad (2)$$

$$F_i = \frac{\sum_{j \neq i} I(X_j \leq x_i)}{n-1}, G_i = \frac{\sum_{j \neq i} I(Y_j \leq y_i)}{n-1}$$

Trong phương trình (2), hàm chỉ báo  $I(A)$  được định nghĩa với 1 khi sự kiện  $A$  xảy ra và 0 là trường hợp ngược lại, và

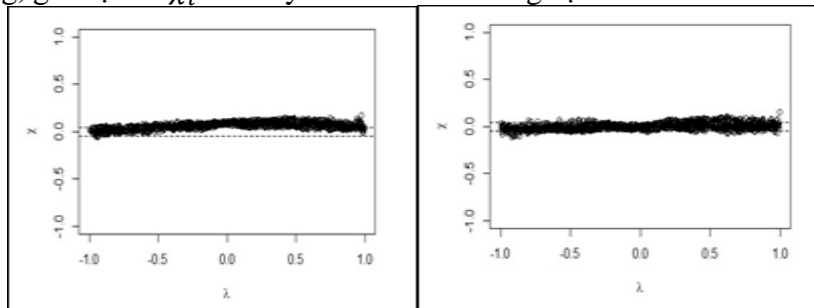
$$S_i = \text{sign} \left\{ \left( F_i - \frac{1}{2} \right), \left( G_i - \frac{1}{2} \right) \right\}$$

và

$$\chi_i = (H_i - F_i \cdot G_i) / \{F_i(1 - F_i)G_i(1 - G_i)\}^{1/2}$$

$$\lambda_i = 4S_i \max \left\{ \left( F_i - \frac{1}{2} \right)^2, \left( G_i - \frac{1}{2} \right)^2 \right\}$$

Phương pháp Chi-plots được xác định duy nhất bởi Copulas của hàm phân bố đồng thời, là biểu đồ phân tán của cặp  $(\lambda_i, \chi_i)$  bên trong hình chữ nhật cạnh  $[-1, 1] \times [-1, 1]$ . Hơn nữa, phương pháp này miêu tả Chi-plots với giới hạn độ tin cậy (a pseudo-confidence limit) dựa trên  $\chi = \pm c_p/n^{1/2}$ , trong đó  $c_p$  được xác định bằng phương pháp mô phỏng Monte Carlo theo cách xấp xỉ  $p \times 100\%$  của cặp  $(\lambda_i, \chi_i)$  nằm giữa hai đường. Bằng cách này, nếu các biến không có mối quan hệ với nhau, sắp xỉ 95% của giá trị  $\chi_i$  nên sẽ được biểu thị giữa hai đường kiểm soát và khi sự liên kết gia tăng, giá trị của  $\chi_i$  di chuyển ra xa khỏi trung vị đa biến.



Hình 1. Mô phỏng đồ thị Chi-plots

### 3.3.2. Kiểm định sự phụ thuộc bằng Kendall-plots

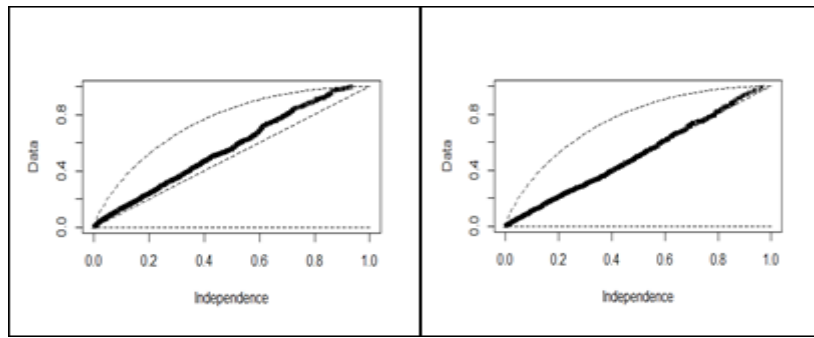
Phương pháp Kendall-plots được đề xuất bởi Genest và Boies (2003) để đo lường sự phụ thuộc giữa các biến. Biểu đồ là một quy trình dựa trên thứ hạng thay thế, chấp nhận khái niệm của biểu đồ liên hệ xác suất được (biết đến Q-Q plot). Hình thức của phân phối đa biến được xây dựng như sau:

$$K(\omega) = K_0(\omega) = \Pr\{UV \leq \omega\} = \omega - \log(\omega), 0 \leq \omega \leq 1$$

Trong đó  $U$  và  $V$  là các biến ngẫu nhiên đồng thời độc lập với nhau và nằm trong khoảng  $[0, 1]$ .  $W_{(i:n)}$  được định nghĩa bởi Genest và Boies (2003), được thiết lập như bên dưới:

$$W_{(i:n)} = n \binom{n-1}{i-1} \int_0^1 \omega \{K_0(\omega)\}^{i-1} \{1 - K_0(\omega)\}^{n-1} dK_0(\omega)$$

Mức độ liên kết trong dữ liệu được xác định bằng độ cong trong biểu đồ được đề xuất. Khoảng trống của đồ thị tuyến tính là dấu hiệu của không bình thường trong chuẩn Q-Q plot. Cụ thể, đồ thị K-plots càng gần với đường có độ dốc 45 độ thì càng ít độ liên kết giữa hai biến với nhau.



**Hình 2. Mô phỏng đồ thị Kendall-plots**

### 3.3.3. Kiểm định sự phụ thuộc bằng họ Archimedean Copulas

Trong phần này nhóm nghiên cứu sẽ giới thiệu về họ Copulas quan trọng và có nhiều ứng dụng đó là họ Archimedean Copulas. Copulas  $C$  được gọi là Archimedean Copulas nếu nó có dạng sau đây:

$$C(u_1, u_2, \dots, u_n) = \varphi^{-1}(\varphi(u_1) + \varphi(u_2) + \dots + \varphi(u_n)) \quad (3)$$

trong đó hàm  $\varphi$  được gọi là hàm sinh và thỏa mãn các điều kiện sau:

(i)  $\varphi$  là hàm liên tục, đơn điệu giảm, và là hàm lồi từ  $[0, 1]$  vào khoảng  $[0, +\infty)$

(ii)  $\varphi(0) = \infty$

(iii)  $\varphi(1) = 0$

Chú ý rằng từ đẳng thức (3) ta thấy rằng nếu hoán đổi vị trí các biến  $u_i$  thì giá trị của hàm Archimedean Copulas  $C$  là không thay đổi. Ta cũng dễ thấy rằng Copulas tích  $C_0$  là Archimedean Copulas với hàm sinh  $\varphi(x) = \ln(x)$ .

Sau đây ta sẽ tìm hiểu một số Archimedean Copulas thông dụng và có nhiều ứng dụng trong tài chính. Trong đề tài nghiên cứu này nhóm nghiên cứu cũng sẽ sử dụng một số các Archimedean Copulas được giới thiệu sau đây:

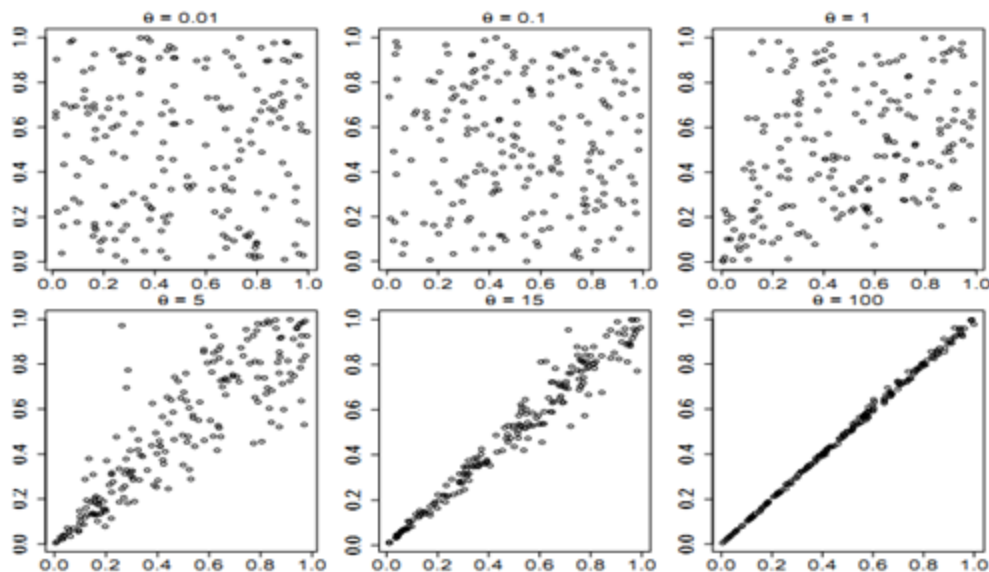
#### 3.3.3.1. Clayton Copulas

Clayton Copulas  $C_{cl}$ , với hàm sinh  $\varphi_{cl}(u, \theta) = \frac{1}{\theta}(u^{-\theta} - 1)$ ,  $\theta > 0$ , có dạng như sau:

$$C_{cl}(u_1, u_2, \dots, u_n, \theta) = (u_1^{-\theta} + u_2^{-\theta} + \dots + u_n^{-\theta} + 1 - n)^{-1/\theta}$$

Ta thấy rằng nếu tham số  $\theta \rightarrow 0$  khi đó ta có giới hạn:

$$\lim_{\theta \rightarrow 0} C_{cl}(u_1, u_2, \dots, u_n, \theta) = C_0(u_1, u_2, \dots, u_n) = u_1 u_2 \dots u_n$$



**Hình 3. Mô phỏng Clayton Copulas**

Từ mô phỏng trên có thể thấy rằng khi  $\theta$  nhỏ thì mức độ phân tán cao và ngược lại khi  $\theta$  càng lớn thì mức độ tập trung ở góc 1/4 phía dưới do đó các biến ngẫu nhiên có sự phụ thuộc đuôi.

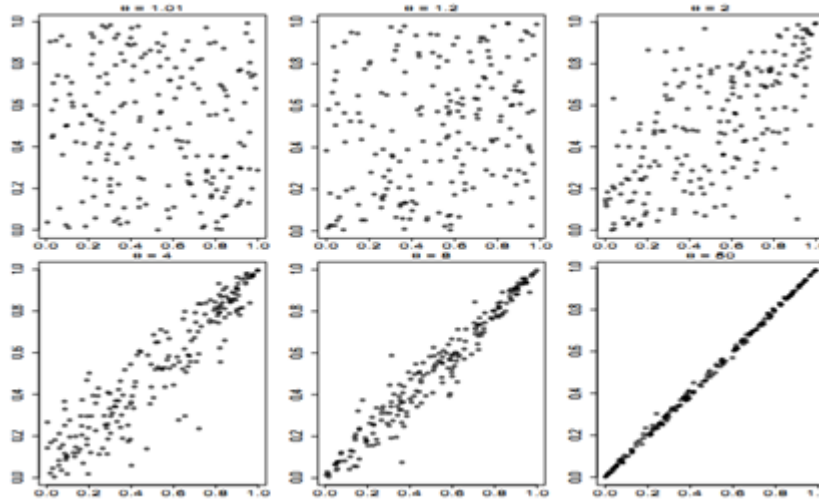
#### 3.3.3.2. Gumbel Copulas

Gumbel Copulas  $C_{gu}$  có hàm sinh  $\varphi_{gu}(u, \theta) = (-\ln(u))^\theta, \theta \geq 1$ , do đó ta có dạng hàm Copulas như sau:

$$C_{gu}(u_1, u_2, \dots, u_n, \theta) = \exp(-\{(-\ln(u_1))^\theta + \dots + (-\ln(u_n))^\theta\}^{1/\theta})$$

Để dàng thấy rằng khi  $\theta = 1$  thì Gumbel Copulas chính là Copulas tích  $C_0$ . Dưới đây ta sẽ mô phỏng Gumbel Copulas với các giá trị khác nhau của tham số  $\theta$ .

Ta thấy rằng khi  $\theta \rightarrow 1$  thì độ phân tán cao, các biến ngẫu nhiên là độc lập. Khi  $\theta$  lớn thì giá trị các biến ngẫu nhiên tập trung ở góc trên bên phải, vì vậy các biến ngẫu nhiên có sự phụ thuộc đuôi trên.



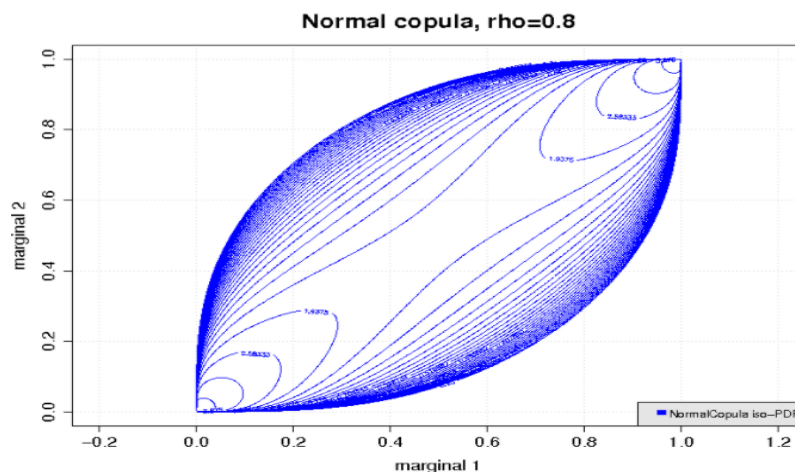
**Hình 4. Mô phỏng Gumbel Copulas**

### 3.3.3.3. Normal Copulas

Giả sử  $N_p(x, y)$  biểu thị hàm phân phối chuẩn đồng thời giữa hai biến với hệ số tương quan  $\rho$ . Sau đó,  $C_p$ , Copula tương ứng với  $N_p$ , được gán với  $C_p(x, y) = N_p(\phi^{-1}(\mu), \phi^{-1}(\nu))$ , trong đó  $\phi$  được biểu thị là hàm phân phối chuẩn bình thường. Vì không có biểu thức dạng đóng cho  $\phi^{-1}$  nên không có biểu thức dạng đóng cho  $N_p$ . Tuy nhiên,  $N_p$  có thể được đánh giá xấp xỉ để xây dựng các hàm phân phối giữa hai biến với cấu trúc phụ thuộc giống như hàm phân phối chuẩn bình thường giữa hai chiều nhưng với các biên không bình thường.

Đối với một cặp  $X, Y$  của các biến ngẫu nhiên với các hàm phân phối biên  $F, G$  tương ứng, và hàm phân phối chung  $H$ , các hàm phân phối biên,  $\bar{F}, \bar{G}$  và tồn tại hàm phân phối chung  $\bar{H}$  được cho bởi  $\bar{F}(x) = P[X > x], \bar{G}(y) = P[Y > y]$  và  $\bar{H}(x, y) = P[X > x, Y > y]$  tương ứng. Hàm  $\hat{C}$  được kết hợp giữa hàm tồn tại chung và hàm tồn tại biên được gọi là một Copula tồn tại:  $\bar{H}(x, y) = \hat{C}[\bar{F}(x), \bar{G}(y)]$ .

Để dàng chỉ ra rằng  $\hat{C}$  là một copula, và liên quan đến copula  $C$  của  $X$  và  $Y$  qua phương trình  $\hat{C}(u, v) = u + v - 1 + C(1 - u, 1 - v)$ .





### Hình 5. Mô phỏng Normal Copulas

#### 3.3.3.4. Kiểm định Goodness-of-fit

Kiểm định goodness-of-fit (sự phù hợp của mô hình) trả lời câu hỏi mẫu quan sát có phù hợp với họ Copulas cụ thể không.

Mô hình kiểm định:

$$H_0: C \in C_0; H_1: C \notin C_0$$

với  $C_0 = \{C_\theta\}$  là một họ Copulas.

Kiểm định goodness-of-fit được thực hiện dựa trên quá trình thực nghiệm:

$$C_n(u) = \sqrt{n}\{C_n(u) - C_\theta(u)\}, u \in [0,1]^d$$

với  $C_{0n}$  là ước lượng của C với giả thiết  $H_0$ .

Thống kê Cramer - von Mises:

$$S_n = \int_{[0,1]^d} C_n(u)^2 dC_n(u) = \sum_{i=1}^n \{C_n(\widehat{U}_i) - C_{\theta_n}(\widehat{U}_i)\}^2$$

Ước lượng tham số: Tham số của Copulas normal và t-Copulas cho trong ma trận, trường hợp 3 chiều có dạng:

$$\begin{bmatrix} 1 & p_1 & p_2 \\ p_1 & 1 & p_3 \\ p_2 & p_3 & 1 \end{bmatrix}$$

**Bảng 1. Tham số của các Copulas Archimedean có 1 tham số  $\alpha$**

Family	Parameter Space	Parameter $\varphi(t)$	Parameter Inverse $\varphi^{-1}(s)$	Parameter Distribution
Clayton (1978)	$\alpha \geq 0$	$t^{-\alpha} - 1$	$(1 + s)^{-1/\alpha}$	Gamma
Frank (1979)	$\alpha \geq 0$	$-\ln \frac{e^{\alpha t} - 1}{e^\alpha - 1}$	$-\alpha^{-1} \ln(1 + e^{-s}(e^{-\alpha} - 1))$	Log series
Gumbel (1960)	$\alpha \geq 1$	$(-\ln t)^\alpha$	$\exp(-s^{1/\alpha})$	Positive stable

Phương pháp hợp lý cực đại:

Hàm Log-likelihood:

$$l(\theta) = \sum_{t=1}^T \ln c(H_1(x_{1t}), H_2(x_{2t}), \dots, H_m(x_{mt})) + \sum_{t=1}^T \sum_{j=1}^m \ln f_j(x_{jt})$$

với  $\theta$  là tập hợp các tham số của các hàm phân phối biên duyên và Copulas.

Tham số được ước lượng qua phương pháp hợp lý cực đại (Maximum Likelihood Method) là:

$$\widehat{\theta}_{MLE} = \max_{\theta \in \Theta} l(\theta)$$

Ghi chú: Phương pháp giả hợp lý cực đại (Pseudo-Maximum Likelihood Method) được xây dựng tương tự như trên nhưng trên các giả quan sát.

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Phân tích kết quả đồ thị Chi-plots, Kendall-plots (K-plots)

Phân tích đồ thị phi tham số Chi-plots và Kendall-plots nhằm kiểm tra xem có hay không sự tồn tại cấu trúc phụ thuộc giữa thị trường chứng khoán các nước ASEAN với thị trường chứng khoán Hoa Kỳ hoặc cấu trúc phụ thuộc giữa các nước so với Hoa Kỳ có sự thay đổi ở các giai đoạn. Hơn nữa, cấu trúc phụ thuộc đuôi tồn tại là phụ thuộc đuôi trái hay phụ thuộc đuôi phải sẽ được tìm thấy bằng cách phân tích đồ thị Chi-plots đuôi.

Đồ thị K-plots ở hình 5 (phụ lục) chỉ ra rằng có cấu trúc phụ thuộc giữa thị trường chứng khoán Hoa Kỳ và Indonesia ở giai đoạn trước, sau khủng hoảng cũng như là toàn bộ giai đoạn khi các điểm phân bố không hoàn toàn nằm trùng với đường chéo 45 độ ở phần đuôi các đồ thị.

Hơn nữa, đồ thị Chi-plots còn chỉ ra rõ hơn là ở giai đoạn trước khủng hoảng giữa hai thị trường chứng khoán có cấu trúc phụ thuộc đuôi trái khi mà rất nhiều điểm phân bố nằm ngoài hai đường độ tin cậy của Chi-plots ( $\pm 0.05$ ) ở đồ thị Chi-plots left tail. Ở giai đoạn sau khủng hoảng, giữa hai thị trường có sự phụ thuộc đuôi phải, bằng chứng là đồ thị Chi-plots cho đuôi phải cho thấy các điểm phân bố nằm ngoài hai đường kiểm soát khá nhiều. Tương tự, đồ thị Chi-plots cho toàn bộ giai đoạn cũng chỉ ra là cả giai đoạn giữa hai thị trường có cấu trúc phụ thuộc đuôi phải.

Ở hình 6 (phụ lục), đồ thị K-plots chỉ ra là không có cấu trúc phụ thuộc đuôi giữa hai thị trường chứng khoán Malaysia và Hoa Kỳ ở giai đoạn trước khủng hoảng. Tuy nhiên, ở giai đoạn sau khủng hoảng cũng như toàn bộ giai đoạn thì giữa hai thị trường chứng khoán có cấu trúc phụ thuộc đuôi. Kết quả đồ thị Chi-plots cũng tương tự K-plots, ở giai đoạn trước khủng hoảng không có cấu trúc phụ thuộc đuôi giữa hai thị trường. Tuy nhiên, ở giai đoạn sau khủng hoảng cũng như cả giai đoạn, đồ thị Chi-plots chỉ rõ hơn là giữa hai thị trường chứng khoán có cấu trúc phụ thuộc đuôi phải khi mà nhiều điểm phân bố nằm ngoài hai đường giới hạn.

Kết quả phân tích đồ thị K-plots ở hình 7 (phụ lục) cho thấy không có cấu trúc phụ thuộc đuôi giữa hai thị trường chứng khoán Philippines và Hoa Kỳ ở cả giai đoạn khi các điểm phân bố nằm dọc tuyến tính theo đường 45 độ. Tuy nhiên, ở giai đoạn trước và sau khủng hoảng thì tồn tại cấu trúc phụ thuộc đuôi giữa hai thị trường do các điểm phân bố không nằm dọc theo đường 45 độ ở đuôi của hai đồ thị. Đồ thị Chi-plots cũng chỉ ra rằng, giữa hai thị trường chứng khoán có cấu trúc phụ thuộc đuôi trái ở giai đoạn trước khủng hoảng và cả giai đoạn, với bằng bằng chứng là các điểm phân bố nằm ngoài hai đường giới hạn ở cả hai đồ thị Chi-plots cho đuôi trái, kết quả của Chi-plots khác với K-plots về cấu trúc phụ thuộc ở cả giai đoạn. Đồ thị Chi-plots cho đuôi phải chỉ ra rằng ở giai đoạn sau giữa hai thị trường chứng khoán Hoa Kỳ và Philippines tồn tại cấu trúc phụ thuộc đuôi phải, kết quả này tương tự kết quả của đồ thị K-plots.

Hình 8 (phụ lục) trình bày kết quả đồ thị K-plots và Chi-plots cho cấu trúc phụ thuộc giữa hai thị trường chứng khoán Singapore và Hoa Kỳ. Đồ thị K-plots chỉ ra rằng có bằng chứng về cấu trúc phụ thuộc đuôi giữa hai thị trường chứng khoán ở giai đoạn trước, sau khủng hoảng và cả giai đoạn. Tương tự, kết quả phân tích từ đồ thị Chi-plots cho thấy tồn tại cấu trúc phụ thuộc đuôi phải giữa hai thị trường chứng khoán Hoa Kỳ và Singapore ở giai đoạn trước khủng hoảng, sau khủng hoảng cũng như cả giai đoạn.

Kết quả đồ thị K-plots ở hình 9 (phụ lục) cho thấy tồn tại cấu trúc phụ thuộc đuôi giữa hai thị trường chứng khoán Thái Lan và Hoa Kỳ ở giai đoạn trước khủng hoảng và sau khủng hoảng cũng như cả giai đoạn nghiên cứu khi các điểm phân bố không tuyến tính, nằm dọc đường 45 độ. Tương tự kết quả của K-plots, ở giai đoạn trước khủng hoảng, đồ thị Chi-plots chỉ ra rằng giữa hai thị trường chứng khoán Hoa Kỳ và Thái Lan có cấu trúc phụ thuộc đuôi trái. Tuy nhiên, ở giai đoạn sau khủng hoảng và cả giai đoạn giữa hai thị trường lại tồn tại cấu trúc phụ thuộc đuôi phải. Kết quả này tương tự kết quả phân tích đồ thị K-plots.

Kết quả phân tích cấu trúc phụ thuộc giữa thị trường chứng khoán Việt Nam và Hoa Kỳ được trình bày ở hình 10 (phụ lục). Kết quả đồ thị K-plots chỉ ra giữa thị trường chứng khoán Việt Nam và Hoa Kỳ không tồn tại cấu trúc phụ thuộc đuôi ở giai đoạn trước khủng hoảng và cả giai đoạn. Tuy nhiên, ở giai đoạn sau khủng hoảng thì đồ thị K-plots chỉ ra rằng giữa hai thị trường có cấu trúc phụ thuộc đuôi, bằng chứng là các điểm phân bố không nằm dọc theo đường 45 độ ở phần đuôi của đồ thị. Tương tự, không tồn tại cấu trúc phụ thuộc đuôi giữa hai thị trường chứng khoán ở giai đoạn trước khủng hoảng khi hai đồ thị Chi-plots cho đuôi trái, phải ở giai đoạn này có các điểm phân bố hầu như nằm trong hai đường giới hạn. Bên cạnh đó, ở giai đoạn sau khủng hoảng và cả giai đoạn giữa hai thị trường chứng khoán tồn tại cấu trúc phụ thuộc đuôi trái khi các điểm phân bố của đồ thị Chi-plots cho đuôi trái ở giai đoạn này nằm ngoài hai đường kiểm soát khá nhiều.

**Bảng 2. Kết quả đồ thị Chi-plots và Kendall-plots thể hiện cấu trúc phụ thuộc giữa thị trường chứng khoán Hoa Kỳ và các nước ASEAN**

		Indonesia	Malaysia	Philippines	Singapore	Thái Lan	Việt Nam
--	--	-----------	----------	-------------	-----------	----------	----------

Chi-plots	Trước khủng hoảng	Đuôi trái	Không đuôi	Đuôi trái	Đuôi phải	Đuôi trái	Không đuôi
	Sau khủng hoảng	Đuôi phải	Đuôi phải	Đuôi phải	Đuôi phải	Đuôi phải	Đuôi trái
	Cả giai đoạn	Đuôi phải	Đuôi phải	Đuôi trái	Đuôi phải	Đuôi phải	Đuôi trái
Kendall-plots	Trước khủng hoảng	Có phụ thuộc	Không phụ thuộc	Có phụ thuộc	Có phụ thuộc	Có phụ thuộc	Không phụ thuộc
	Sau khủng hoảng	Có phụ thuộc	Có phụ thuộc	Có phụ thuộc	Có phụ thuộc	Có phụ thuộc	Có phụ thuộc
	Cả giai đoạn	Có phụ thuộc	Có phụ thuộc	Không phụ thuộc	Có phụ thuộc	Có phụ thuộc	Không phụ thuộc

## 4.2. Kết quả tham số mô hình Copulas

### 4.2.1. Kiểm định Goodness-of-fit

Kiểm định goodness-of-fit được sử dụng để trả lời câu hỏi mẫu quan sát có phù hợp với họ Copulas cụ thể không. Nhóm nghiên cứu đã tiến hành thực hiện kiểm định với giả thiết  $H_0: C = C_0$  nghĩa là họ Copulas phù hợp với mô hình để đại diện cho giá trị phụ thuộc thực nghiệm.

Kết quả kiểm định được trình bày trong phụ lục Bảng 3. Theo kết quả kiểm định được trình bày ở bảng trên, những giá trị p-value được tô đậm nghĩa là đã vượt qua kiểm định Goodness-of-fit. Theo thống kê, thì có 60% họ Clayton Copulas vượt qua kiểm định, của Gumbel và Normal tương ứng là 50% và 60%.

Phân tích kỹ hơn, ta có thể dễ dàng nhận thấy với mức ý nghĩa 10%, thì có 6 giá trị của họ Clayton Copulas, 2 giá trị của họ Gumbel và 5 giá trị của họ Normal không bị bác bỏ. Tương tự với mức ý nghĩa 5% thì có 8 giá trị của họ Clayton và 5 giá trị của họ Gumbel, 5 giá trị của họ Normal không bị bác bỏ. Có 11 giá trị họ Clayton, 9 giá trị của họ Gumbel và 11 giá trị của họ Normal không bị bác bỏ với mức ý nghĩa 1%. Do đó, cuối cùng ta có thể kết luận là có 11 giá trị của họ Clayton, 9 giá trị của họ Gumbel và 11 giá trị của họ Normal vượt qua kiểm định Goodness-of-fit và có thể đại diện để thể hiện cấu trúc phụ thuộc của các cặp chỉ số tỷ suất sinh lợi giữa các thị trường chứng khoán với Hoa Kỳ. Tuy nhiên, theo nghiên cứu của Embrechts (2009) thì có đến 99.9% các ứng dụng của Copulas đều bỏ qua bước kiểm định Goodness-of-fit do không đủ điều kiện kiểm định. Bên cạnh đó, tất cả các họ Copulas đều đã được kiểm định và cho kết quả là phù hợp trong đề tài nghiên cứu, nên tất cả các giá trị của ba họ Copulas trên gồm có Clayton, Gumbel và Normal sẽ được tiếp tục được ước lượng hệ số phụ thuộc.

### 4.2.2. Hệ số parameter

Trong phần này, kết quả ước lượng tham số của ba họ Copulas gồm có Clayton, Gumbel và Normal sẽ được trình bày, và kết quả này được dùng để phân tích tác động lây lan từ cuộc khủng hoảng cho vay dưới chuẩn ở Hoa Kỳ đến thị trường chứng khoán 6 nước ASEAN (Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan và Việt Nam) trong giai đoạn từ tháng 8 năm 2000 đến tháng 12 năm 2016. Họ Copulas được chọn ở mỗi giai đoạn sẽ căn cứ vào giá trị của Loglikelihood tương ứng (chọn họ Copulas với giá trị Loglikelihood lớn nhất ở mỗi giai đoạn). Kết quả bảng dưới đây trình bày kết quả ước lượng Copulas được chia làm 3 giai đoạn: trước khủng hoảng (Before), sau cuộc khủng hoảng (After) và cả giai đoạn (Whole).

**Bảng 4. Kết quả ước lượng tham số phụ thuộc các họ Copulas**

Countries	Period	Data	Clayton	Gumbel	Normal
Indonesia	Before	Param	0.1466	1.052	0.09352
		Loglikelihood	13.74	5.83	6.57
	After	Param	0.2071	1.121	0.175
		Loglikelihood	22.16	32.03	23.72
	Whole	Param	0.1894	1.099	0.1464

Malaysia	Before	Loglikelihood	46.17	47.48	34.61
		Param	0.1303	1.051	0.07649
		Loglikelihood	11.05	5.973	30.45
	After	Param	0.2616	1.144	0.2045
		Loglikelihood	26.69	41.63	32.56
		Whole	Param	0.1841	1.096
Philippines	Before	Loglikelihood	41.23	44.28	28.32
		Param	0.08339	1.026	0.04973
		Loglikelihood	4.931	1.872	1.851
	After	Param	0.1426	1.075	0.1182
		Loglikelihood	10.92	14.07	10.73
		Whole	Param	0.1106	1.05
Singapore	Before	Loglikelihood	17.66	14.46	8.825
		Param	0.338	1.165	40.73
		Loglikelihood	47.06	46.9	0.2301
	After	Param	0.4306	1.226	0.2947
		Loglikelihood	69.42	78.6	69.32
		Whole	Param	0.404	1.21
Thái Lan	Before	Loglikelihood	141.6	149.8	223.2
		Param	0.1914	1.082	0.1354
		Loglikelihood	18.62	13.67	13.85
	After	Param	0.3861	1.184	0.2517
		Loglikelihood	41.54	53.54	49.94
		Whole	Param	0.3038	1.142
Việt Nam	Before	Loglikelihood	79.69	75.08	69.25
		Param	0.04321	1.012	0.006415
		Loglikelihood	1.351	0.6297	2.107
	After	Param	0.1084	1.053	0.08174
		Loglikelihood	7.783	7.326	5.108
		Whole	Param	0.07479	1.032
		Loglikelihood	8.639	7.47	1.315

*Nguồn: Nhóm nghiên cứu tính toán*

Nhìn chung, họ Clayton Copulas được chọn là giá trị phù hợp để đại diện thể hiện sự phụ thuộc cho toàn bộ các thị trường chứng khoán nhiều nhất trong các giai đoạn trước khủng hoảng, sau cuộc khủng hoảng cũng như là toàn bộ giai đoạn, bởi vì trong các giá trị tham số được chọn ở các giai đoạn, họ Clayton Copulas chiếm tới 44.4% (các giá trị tham số được chọn đã được tô đậm). Họ Gumbel Copulas là 38.89% trong các giá trị tham số được chọn, còn lại, họ Normal được chọn để thể hiện sự phụ thuộc giữa các cặp thị trường chứng khoán chỉ chiếm 16.71%.

Họ Clayton Copulas được chọn là phù hợp nhất để thể hiện mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán Indonesia với Hoa Kỳ trước khủng hoảng, điều này cho thấy hai thị trường Indonesia và Hoa Kỳ có cấu trúc phụ thuộc đuôi trái, do đó khả năng tỷ suất sinh lợi cả hai thị trường cùng giảm cao hơn khả năng tỷ suất sinh lợi của hai thị trường cùng tăng. Tuy nhiên, kết quả ước lượng cũng cho thấy đã có sự thay đổi cấu trúc phụ thuộc ở giai đoạn sau khủng hoảng, cụ thể ở giai đoạn này thì họ Gumbel Copulas được chọn là phù hợp để thể hiện cấu trúc phụ thuộc giữa hai thị trường. Sau khủng hoảng, khả năng hai thị trường cùng tăng cao hơn khả năng hai thị trường cùng giảm. Gumbel Copulas cũng được chọn là phù hợp nhất để thể hiện cấu trúc phụ thuộc giữa hai thị trường ở cả giai đoạn. Như vậy, xác suất xảy ra tác động lây lan từ Hoa Kỳ đến Indonesia hầu như là không có ở giai đoạn sau khủng hoảng, điều này khuyến nghị nhà đầu tư ở Hoa Kỳ có thể giảm thiểu rủi ro cho danh mục đầu tư ở giai đoạn sau cuộc khủng hoảng bằng cách đầu tư vào thị trường chứng khoán Indonesia.



Ngược lại với thị trường Indonesia, ở giai đoạn trước khủng hoảng không tồn tại sự phụ thuộc đuôi giữa hai thị trường chứng khoán Malaysia và Hoa Kỳ, đồng nghĩa với việc mối quan hệ phụ thuộc giữa hai thị trường ở giai đoạn này cực kỳ yếu, một sự sụt giảm mạnh về tỷ suất sinh lợi ở thị trường chứng khoán Hoa Kỳ thì sẽ hầu như không ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán Malaysia. Điều này có thể giải thích được khi họ Normal Copulas được chọn là phù hợp nhất để thể hiện cấu trúc phụ thuộc giữa hai thị trường ở giai đoạn trước khủng hoảng. Bên cạnh đó, ở giai đoạn sau cuộc khủng hoảng thì đã có sự thay đổi cấu trúc phụ thuộc giữa hai thị trường, Gumbel Copulas được chọn là họ Copulas phù hợp nhất để thể hiện cấu trúc phụ thuộc giữa hai thị trường chứng khoán Malaysia và Hoa Kỳ, cho thấy có sự phụ thuộc đuôi phải giữa hai thị trường chứng khoán. Kết quả này cũng chỉ ra là khả năng thị trường chứng khoán Hoa Kỳ tăng mạnh thì xác suất thị trường Malaysia cũng tăng mạnh cao hơn trường hợp cùng giảm hoặc các trường hợp khác. Như vậy, với việc họ Clayton Copulas, Gumbel Copulas lần lượt được chọn là họ phù hợp để thể hiện cấu trúc phụ thuộc giữa hai thị trường chứng khoán ở các giai đoạn trước, sau khủng hoảng và ở cả giai đoạn đã nói lên một điều cực kỳ quan trọng, đó là bằng chứng cho thấy không có tác động lay lan của cuộc khủng hoảng cho vay dưới chuẩn ở Hoa Kỳ đến thị trường chứng khoán Malaysia ở giai đoạn trước cũng như là sau cuộc khủng hoảng.

Kết quả ước lượng cho thấy có sự thay đổi cấu trúc phụ thuộc giữa hai thị trường chứng khoán Philippines và Hoa Kỳ. Bởi vì, ở giai đoạn trước khủng hoảng thì họ Clayton Copulas được chọn để đại diện cấu trúc phụ thuộc, ngược lại Gumbel Copulas được chọn là đại diện phù hợp cho cấu trúc phụ thuộc giữa hai thị trường ở giai đoạn sau khủng hoảng. Phân tích kỹ hơn, ở giai đoạn trước khủng hoảng, giữa thị trường chứng khoán Philippines và Hoa Kỳ có cấu trúc phụ thuộc đuôi trái, đồng nghĩa với xác suất hai thị trường cùng giảm ở giai đoạn này cao hơn trường hợp còn lại, tuy nhiên sự phụ thuộc này khá yếu với hệ số parameter là 0.08339. Ở giai đoạn sau khủng hoảng, với việc Gumbel Copulas được chọn để đại diện cho cấu trúc phụ thuộc thì đây là bằng chứng cho thấy sau khủng hoảng, một sự giảm mạnh về lợi suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Hoa Kỳ (khủng hoảng) hầu như không tác động đến thị trường chứng khoán Philippines (xác suất tác động thấp). Trái lại, khả năng trường hợp tỷ suất sinh lợi của hai thị trường cùng tăng ở giai đoạn này khá cao. Bên cạnh đó, họ Clayton Copulas được chọn để đại diện cho cấu trúc phụ thuộc giữa hai thị trường ở cả giai đoạn.

Tương tự, giai đoạn trước khủng hoảng thì họ Clayton Copulas được chọn là phù hợp để thể hiện cấu trúc phụ thuộc giữa hai thị trường chứng khoán Hoa Kỳ và Thái Lan. Nói cách khác, có sự tồn tại phụ thuộc đuôi trái giữa hai thị trường, một sự sụt giảm mạnh về tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Hoa Kỳ xác suất cao sẽ kéo theo một sự sụt giảm mạnh về tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Thái Lan ở giai đoạn này, đây là bằng chứng thiết thực cho thấy có tác động lay lan từ cuộc khủng hoảng cho vay dưới chuẩn ở Hoa Kỳ đến thị trường chứng khoán Thái Lan giai đoạn trước khủng hoảng. Bên cạnh đó, theo kết quả ước lượng thì đã có sự thay đổi cấu trúc phụ thuộc giữa hai thị trường ở giai đoạn sau khủng hoảng, họ Gumbel Copulas được chọn để đại diện cho sự phụ thuộc giữa tỷ suất sinh lợi giữa hai thị trường chứng khoán Thái Lan và Hoa Kỳ ở giai đoạn này, đây là bằng chứng về sự tồn tại cấu trúc phụ thuộc đuôi phải giữa hai thị trường chứng khoán, khả năng hai thị trường cùng tăng trong giai đoạn này rất cao. Tuy nhiên, ở cả giai đoạn thì họ Clayton Copulas lại được chọn là phù hợp nhất để đại diện cho cấu trúc phụ thuộc giữa hai thị trường chứng khoán của hai nước.

Khác hẳn với các thị trường chứng khoán khác trong khu vực ASEAN, ở giai đoạn trước khủng hoảng cho vay thế chấp ở Hoa Kỳ, không có sự phụ thuộc đuôi giữa hai thị trường chứng khoán Việt Nam và Hoa Kỳ, bởi vì họ Normal Copulas được chọn là phù hợp nhất để đại diện cho cấu trúc phụ thuộc giữa hai thị trường ở giai đoạn này. Một sự sụt giảm mạnh về tỷ suất sinh lợi của thị trường Hoa Kỳ hầu như không ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán của Việt Nam, vì hệ số parameter tương đối thấp là 0.00642, điều này thể hiện mối quan hệ yếu giữa hai thị trường. Nói cách khác, không có bằng chứng về tác động lay lan của cuộc khủng hoảng đến thị trường chứng khoán Việt Nam ở giai đoạn trước khủng hoảng. Ở giai đoạn sau khủng hoảng, có sự thay đổi về cấu trúc phụ thuộc giữa hai thị trường, họ Clayton Copulas được chọn là phù hợp

đề đại diện cho cấu trúc phụ thuộc, đây có thể nói là bằng chứng về tác động lây lan từ cuộc khủng hoảng đến thị trường chứng khoán Việt Nam, khả năng hai thị trường cùng giảm trong giai đoạn này khá cao với hệ số parameter là 0.1084. Tương tự, họ Clayton Copulas cũng được lựa chọn là phù hợp để đại diện cho cấu trúc phụ thuộc ở toàn bộ giai đoạn.

Cũng giống như hầu hết các thị trường chứng khoán trên, có sự thay đổi cấu trúc phụ thuộc giữa thị trường chứng khoán Singapore và Hoa Kỳ ở giai đoạn trước và sau khủng hoảng. Trước khủng hoảng có sự phụ thuộc đuôi trái giữa hai thị trường chứng khoán và sự phụ thuộc này khá cao với hệ số parameter là 0.338. Nói cách khác, sự sụt giảm mạnh về tỷ suất sinh lợi ở thị trường chứng khoán Hoa Kỳ trong giai đoạn này sẽ có xác suất cao kéo theo sự sụt giảm mạnh về tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Singapore, nghĩa là có bằng chứng về tác động lây lan từ cuộc khủng hoảng cho vay thế chấp đến thị trường chứng khoán Singapore ở giai đoạn này. Trong giai đoạn sau khủng hoảng, Gumbel Copulas được chọn là đại diện cho cấu trúc phụ thuộc giữa hai thị trường chứng khoán, thể hiện cấu trúc phụ thuộc đuôi phải giữa hai thị trường ở giai đoạn này, khả năng hai thị trường cùng tăng trong giai đoạn này cao hơn các trường hợp còn lại. Tuy nhiên, cả giai đoạn thì họ Normal Copulas được chọn là phù hợp để đại diện cho cấu trúc phụ thuộc giữa hai thị trường.

Tóm lại, ở giai đoạn trước khủng hoảng thì họ Clayton Copulas được chọn là đại diện phù hợp nhất cho cấu trúc phụ thuộc của Indonesia, Philippines, Singapore, Thái Lan (4/6 nước trong ASEAN mà nhóm nghiên cứu), điều này nói lên là có bằng chứng về tác động lây lan từ cuộc khủng hoảng cho vay thế chấp ở Hoa Kỳ đến hầu hết các nước ASEAN trong giai đoạn trước khủng hoảng. Bên cạnh đó, Việt Nam và Malaysia là hai nước không bị tác động lây lan từ cuộc khủng hoảng ở giai đoạn này, vì không tồn tại cấu trúc phụ thuộc đuôi giữa hai nước này với Hoa Kỳ. Một điều thú vị là tất cả các nước đều có sự thay đổi cấu trúc phụ thuộc ở giai đoạn sau khủng hoảng, tất cả các nước (trừ Việt Nam) đều có cấu trúc phụ thuộc đuôi phải ở giai đoạn này, điều này nói lên khả năng cùng tăng tỷ suất sinh lợi của 5 nước với Hoa Kỳ ở giai đoạn sau khủng hoảng là cực kỳ cao so với các trường hợp còn lại, duy nhất Việt Nam là nước có bằng chứng về sự tác động lây lan từ cuộc khủng hoảng ở Hoa Kỳ trong giai đoạn này, với việc họ Clayton Copulas được chọn là phù hợp nhất để thể hiện cấu trúc phụ thuộc giữa thị trường chứng khoán Việt Nam và Hoa Kỳ.

**Bảng 5. Kết quả ước lượng tham số phụ thuộc các họ Copulas**

	Indonesia	Malaysia	Philippines	Singapore	Thái Lan	Việt Nam
Trước khủng hoảng	Đuôi trái	Không đuôi	Đuôi trái	Đuôi trái	Đuôi trái	Không đuôi
Sau khủng hoảng	Đuôi phải	Đuôi phải	Đuôi phải	Đuôi phải	Đuôi phải	Đuôi trái
Cả giai đoạn	Đuôi phải	Đuôi phải	Đuôi trái	Không đuôi	Đuôi trái	Đuôi trái

## 5. Kết luận

### 5.1. Kết quả nghiên cứu

Kết quả phân tích cho thấy, ở giai đoạn trước khủng hoảng thì cả hai phương pháp phi tham số và phương pháp Copulas đều chỉ ra rằng giữa các thị trường chứng khoán Indonesia, Philippines, Thái Lan đều có cấu trúc phụ thuộc đuôi trái. Bên cạnh đó, thị trường chứng khoán Việt Nam và Malaysia không tồn tại cấu trúc phụ thuộc đuôi với thị trường chứng khoán Hoa Kỳ. Điều này có nghĩa là ở giai đoạn trước khủng hoảng khi thị trường chứng khoán Hoa Kỳ biến động theo hướng tiêu cực thì xác suất gây ra những tác động xấu đến thị trường chứng khoán các nước Indonesia, Philippines, Thái Lan là rất cao. Đồng thời, không có bằng chứng cho thấy nguyên nhân của những biến động trên thị trường chứng khoán Malaysia và Việt Nam là do tác động từ thị trường chứng khoán Hoa Kỳ trong giai đoạn này (xác suất xảy ra lây lan rủi ro từ Hoa Kỳ là rất thấp).

Việc thị trường chứng khoán Malaysia và Việt Nam ít bị tác động tiêu cực từ thị trường chứng khoán Hoa Kỳ ở giai đoạn trước khủng hoảng phù hợp với tình hình thực tế. Đối với Malaysia, đây là một nền kinh tế tăng trưởng nhờ vào tiêu dùng tư nhân (năm 2007 tiêu dùng tư nhân đã đóng góp 5% trong 6.3% tăng trưởng GDP), do đó mức độ ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế toàn cầu đến nền kinh tế Malaysia không quá trầm trọng như những nước khác. Ngoài ra, Chính phủ Malaysia cũng có nhiều biện pháp nhằm quản lý chặt chẽ lượng vốn nước ngoài ra vào thị trường, vì vậy thị trường Malaysia sẽ không xảy ra hiện tượng biến động mạnh gây ra bởi các nhà đầu tư nước ngoài. Do đó, thị trường bên ngoài ít biến động đến thị trường Malaysia. Còn đối với Việt Nam, trước năm 2007 Việt Nam chưa gia nhập WTO nên giao thương với các nước trên thế giới còn ít. Ngoài ra, thị trường chứng khoán Việt Nam còn non trẻ với các chính sách chưa chặt chẽ, do đó chưa thu hút được nhiều nhà đầu tư nước ngoài. Vì vậy, thị trường chứng khoán Việt Nam cũng ít bị biến động bởi thị trường bên ngoài.

Ngược lại, ở giai đoạn sau khủng hoảng thì kết quả phân tích bằng đồ thị K-plots và Chi-plots đều trùng khớp với kết quả phân tích Copulas, nghĩa là tất cả thị trường chứng khoán Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore và Thái Lan đều tồn tại cấu trúc phụ thuộc đuôi phải với thị trường chứng khoán Hoa Kỳ và Việt Nam có cấu trúc phụ thuộc đuôi trái trong giai đoạn này. Nghĩa là hầu hết những biến động xấu trên thị trường chứng khoán các nước ASEAN (trừ Việt Nam) đều ít liên quan đến những diễn biến trên thị trường chứng khoán Hoa Kỳ (xác suất xảy ra lây lan rủi ro từ Hoa Kỳ đến các nước là thấp). Thị trường chứng khoán Việt Nam là thị trường duy nhất có xác suất chịu ảnh hưởng tiêu cực cao khi thị trường chứng khoán Hoa Kỳ rơi vào tình trạng xấu. Có thể nói, kết quả đề tài nghiên cứu hoàn toàn mới và chưa được đưa ra từ những nghiên cứu trước đây.

### **5.2. Khuyến nghị**

Kết quả nghiên cứu của nhóm cho thấy rằng, trong các giai đoạn nghiên cứu chỉ có duy nhất thị trường chứng khoán Malaysia là không có phụ thuộc đuôi trái với thị trường chứng khoán Hoa Kỳ, còn thị trường ở các nước còn lại đều có ít nhất một giai đoạn có cấu trúc phụ thuộc đuôi trái. Do đó, chỉ có thị trường chứng khoán Malaysia là gần như không bị tác động khi thị trường chứng khoán Hoa Kỳ gặp biến động xấu. Ở các nước còn lại đều khó khả năng xảy ra tác động lây lan rủi ro bởi thị trường chứng khoán Hoa Kỳ.

Từ kết quả trên, nhóm nghiên cứu khuyến nghị các nhà đầu tư đang đầu tư tại thị trường chứng khoán Hoa Kỳ có thể giảm thiểu rủi ro cho danh mục đầu tư của mình bằng cách đầu tư vào các thị trường chứng khoán Malaysia. Bởi vì khi thị trường chứng khoán Hoa Kỳ biến động theo chiều hướng tiêu cực thì thị trường ở Malaysia gần như không bị ảnh hưởng. Bên cạnh đó, khi đầu tư vào thị trường các nước ASEAN còn lại, các nhà đầu tư ở Hoa Kỳ cần phải cân nhắc kỹ trước khi ra quyết định. Bởi vì, khi thị trường Hoa Kỳ biến động xấu thì vẫn có khả năng các nước ASEAN (trừ Malaysia) bị tác động lây lan rủi ro.

Còn đối với các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Indonesia, Philippines, Thái Lan, Singapore và Việt Nam cần quan tâm, theo dõi diễn biến trên thị trường chứng khoán Hoa Kỳ. Bởi vì, khi thị trường chứng khoán Hoa Kỳ biến động xấu thì xác suất xảy ra tác động xấu đến thị trường các nước trên là rất lớn.

Đối với các nhà hoạch định chính sách liên quan đến thị trường chứng khoán ở Việt Nam cũng như các nước ASEAN cần quan tâm, theo dõi thị trường chứng khoán Hoa Kỳ. Bởi vì những diễn biến xấu trên thị trường chứng khoán Hoa Kỳ sẽ có khả năng gây ra các tác động xấu đối với thị trường chứng khoán các nước. Do đó các nhà hoạch định chính sách cần có những cơ chế quản lý, chính sách phù hợp để hạn chế rủi ro. Đặc biệt là đối với những nhóm ngành trên thị trường chứng khoán có liên kết thương mại chặt chẽ với Hoa Kỳ nhằm giảm thiểu đến mức thấp nhất những thiệt hại có thể xảy ra. Ngoài ra, Chính phủ các nước ASEAN có thể tham khảo cơ chế quản lý của chính phủ Malaysia trên thị trường chứng khoán nhằm quản lý chặt chẽ dòng vốn nước ngoài ra vào, từ đó hạn chế những rủi ro khi thị trường tài chính toàn cầu biến động.

### **5.3. Hạn chế của đề tài**

Hạn chế chủ quan xuất phát từ quá trình tính toán lợi suất mỗi ngày. Việc lược bỏ dữ liệu những ngày không giao dịch ở các thị trường mang tính chủ quan của nhóm nghiên cứu. Ngoài ra, quá trình xử lý dữ liệu do con người thực hiện nên có thể xảy ra các sai sót trong quá trình tính toán.

#### **5.4. Đề xuất hướng nghiên cứu tiếp theo**

Các đề tài nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng dữ liệu nghiên cứu sang toàn bộ các nước ASEAN, đồng thời có thể nghiên cứu thêm nhiều cuộc khủng hoảng để có kết quả tốt hơn. Ngoài ra có thể nghiên cứu tác động lây lan khủng hoảng thông qua thị trường bất động sản, giá vàng, giá dầu,.. để có cái nhìn tổng thể hơn về tác động lây lan của cuộc khủng hoảng.

Ở góc độ phương pháp nghiên cứu, các đề tài tiếp theo có thể tiếp cận các phương pháp khác nhau để kiểm chứng tác động lây lan. Bên cạnh đó, có thể kết hợp thuật toán xếp hạng Xích Markov để xác định được nước chịu tác động lây lan mạnh nhất sau khi đã có bằng chứng về tác động lây lan từ cuộc khủng hoảng đến các nước.

### **TÀI LIỆU THAM KHẢO**

- [1] Aloui, R., Aïssa, M. S. B., & Nguyen, D. K. (2011). Global financial crisis, extreme interdependences, and contagion effects: The role of economic structure?. *Journal of Banking & Finance*, 35(1), 130-141.
- [2] Kolb, R. W. (Ed.). (2011). *Financial contagion: the viral threat to the wealth of nations* (Vol. 604). John Wiley & Sons.
- [3] Nguyen, C., Bhatti, M. I., & Henry, D. (2017). Are Vietnam and Chinese stock markets out of the US contagion effect in extreme events?. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 480, 10-21.
- [4] Nguyen, C. C., & Bhatti, M. I. (2012). Copulas model dependency between oil prices and stock markets: Evidence from China and Vietnam. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 22(4), 758-773.
- [5] Chang, H. L., & Su, C. W. (2010). The relationship between the Vietnam stock market and its major trading partners—TECM with bivariate asymmetric GARCH model. *Applied Economics Letters*, 17(13), 1279-1283.
- [6] Fisher, N. I., & Switzer, P. (1985). Chi-plots for assessing dependence. *Biometrika*, 72(2), 253-265.
- [7] Fisher, N. I., & Switzer, P. (2001). Graphical assessment of dependence: Is a picture worth 100 tests?. *The American Statistician*, 55(3), 233-239.



# MÔ HÌNH CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN NỘI DUNG DO DU KHÁCH QUỐC TẾ PHẢN HỒI KHI DU LỊCH TẠI VIỆT NAM

SV: Lê Thị Bích Ngọc, Nguyễn Thị Yến Xuân, Huỳnh Vương Bích Trâm,  
Đào Mộng Thường, Phạm Ngọc Ánh Kim  
Trường ĐH Ngân hàng TP HCM  
GVHD: Phạm Văn Kiên

## TÓM TẮT

Ngày nay, khách quốc tế thường sử dụng Internet để tìm kiếm thông tin và chia sẻ trải nghiệm du lịch của mình trên mạng xã hội. Điều này giúp các du khách khác lập kế hoạch du lịch dễ dàng hơn. Tuy nhiên, vẫn chưa có nhiều nghiên cứu về nhận thức của người dùng vào việc sử dụng các nội dung du lịch. Nghiên cứu này nhằm xây dựng mô hình đo lường tác động của nhận thức sự hữu dụng đến nội dung du lịch do người dùng tạo ra và sử dụng mô hình SEM để kiểm định tính khả thi của mô hình đề xuất. Kết quả cho thấy nhận thức sự hữu dụng ảnh hưởng gián tiếp đến nội dung du lịch do người dùng tạo ra thông qua: truyền miệng điện tử, thái độ của du khách khi lựa chọn điểm đến và thái độ khi sử dụng phương tiện truyền thông xã hội. Bài viết cũng đưa ra kiến nghị đối với các bên liên quan nhằm nâng cao giá trị của nội dung do du khách quốc tế tạo ra vì mục tiêu phát triển ngành du lịch Việt Nam.

**Từ khóa:** nhận thức sự hữu dụng (PU), nội dung do người dùng tạo ra (UGC), truyền miệng điện tử (eWOM), truyền thông xã hội (SMA)

## 1. Giới thiệu

Hiện nay, mạng xã hội được sử dụng ngày càng nhiều để chia sẻ đánh giá cá nhân về một sản phẩm. Nhận xét của khách hàng tại các phương tiện truyền thông xã hội gọi là nội dung do người dùng tạo ra (UGC). Những nội dung này được xem là đáng tin cậy hơn so với các thông tin quảng cáo (Bronner và de Hoog, 2010; Bickart và Schindler, 2001). Luồng thông tin này là một hình thức của truyền miệng điện tử (Rezabakhsh và cộng sự, 2006), có sự tương tác hai chiều và tốc độ phát tán nhanh chóng trên Internet. Du lịch là một ngành công nghiệp thâm dụng thông tin (Werthner và Klein, 1999; Sheldon, 1997). Theo kết quả nghiên cứu của Google Traveler vào tháng 6 năm 2014, 77% du khách sử dụng Internet làm nguồn thông tin đáng tin cậy khi lựa chọn một địa điểm du lịch. Bên cạnh đó, hơn 74% các chuyên viên làm trong lĩnh vực marketing cho rằng những phương tiện như Facebook, Google, Instagram, Twitter... có vai trò quan trọng đối với chiến lược cho các sản phẩm và bản thân doanh nghiệp (Daniels, 2013). Những tác động này có ảnh hưởng đáng kể đến ngành du lịch vì chúng đã thay đổi cách tra cứu, đọc và chọn lọc thông tin về các địa điểm. Do vậy, nắm bắt xu hướng sử dụng mạng xã hội và tìm hiểu vai trò của nội dung du lịch do người dùng tạo ra là điều cần thiết nhằm giải quyết phần nào thực trạng du lịch Việt Nam khi chưa thực sự phát triển tương xứng với tiềm năng của mình.

Về phương pháp nghiên cứu, các nghiên cứu về lĩnh vực du lịch trước đây thường sử dụng phương pháp định tính để phân tích thực trạng, do vậy, giải pháp đưa ra chưa có tính ứng dụng cao. Cũng có một vài nghiên cứu định lượng nhưng chỉ ở mức độ nghiên cứu về mối quan hệ truyền thông, trực tiếp giữa các biến. Hiện tại, chưa có một nghiên cứu nào tìm hiểu về vai trò của nhận thức sự hữu dụng đối với nội dung du lịch do người dùng tạo ra thông qua tác động gián tiếp của truyền miệng điện tử, thái độ của du khách khi lựa chọn điểm đến và thái độ khi sử dụng phương tiện truyền thông xã hội. Với việc xây dựng mô hình đo lường tác động của yếu tố nhận thức sự hữu dụng đến nội dung du lịch do người dùng tạo ra thông qua ba biến trung gian và sử dụng mô hình SEM để kiểm định tính khả thi của mô hình đề xuất, nghiên cứu này sẽ tạo tiền đề cho các nghiên cứu chuyên sâu về sau trong lĩnh vực du lịch. Đồng thời, mở ra hướng đi mới cho các nghiên cứu trong ngành bên cạnh các nghiên cứu định tính và các nghiên cứu định lượng đã có.

Mô hình SEM tuy đã được áp dụng rộng rãi trong nhiều nghiên cứu về hành vi du lịch trên thế giới nhưng tại Việt Nam, các nghiên cứu hầu như chưa áp dụng SEM do mối quan hệ tự nhiên

phức tạp giữa các biến. Sau khi làm sạch bộ dữ liệu sơ cấp với 200 quan sát thu thập từ các du khách quốc tế từng du lịch tại Việt Nam, tác giả đã tiến hành phân tích nhân tố để đảm bảo tính hợp lệ của bộ dữ liệu trước khi chạy mô hình. Với các kết quả tích cực từ mô hình SEM, bài nghiên cứu đã làm sáng tỏ tác động gián tiếp của yếu tố nhận thức về sự hữu dụng đến nội dung du lịch do người dùng tạo ra thông qua truyền miệng điện tử, thái độ của du khách khi lựa chọn điểm đến và thái độ khi dùng phương tiện truyền thông xã hội. Trên cơ sở kết quả thu được, bài viết đề ra hướng đi cho các doanh nghiệp trong ngành để có thể giao tiếp tốt hơn với khách hàng nhằm nắm bắt nhu cầu cũng như những điều kiện ảnh hưởng đến quyết định của họ, từ đó, nâng cao hình ảnh du lịch quốc gia trong mắt cộng đồng du khách quốc tế.

Với mục tiêu trên, bài viết đã mô hình hóa và chỉ ra nhân tố tác động mạnh nhất đến hành vi chia sẻ những trải nghiệm tại Việt Nam của du khách đến cộng đồng mạng. Tác giả cũng tiến hành kiểm tra tính thực nghiệm của mô hình đề xuất để thấy được ý nghĩa đối với ngành du lịch Việt Nam. Để đạt được những điểm nêu trên, nhóm tác giả tập trung vào giải quyết các câu hỏi sau: Những nhân tố nào tác động đến thái độ và nội dung du lịch do du khách quốc tế tạo ra? Trong các nhân tố đó, nhân tố nào đóng vai trò quan trọng nhất trong hành vi viết nội dung du lịch? Có hay không vai trò trung gian của truyền miệng điện tử, thái độ của du khách khi lựa chọn điểm đến và thái độ khi sử dụng phương tiện truyền thông xã hội?

## **2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu**

### **2.1. Cơ sở lý thuyết và khung phân tích**

Lý thuyết hành động hợp lý (Ajzen và Fishbein, 1980) giải thích mối quan hệ giữa thái độ và hành vi, dựa trên giả định con người là duy lý và tận dụng hệ thống thông tin sẵn có để ra quyết định cho các hành động của mình. Theo đó, ý định thực hiện một hành vi cụ thể là yếu tố quan trọng nhất quyết định đến việc một cá nhân thực sự thực hiện hành vi đó.

Mô hình chấp nhận công nghệ (Davis, 1986) là mô hình mở rộng dựa trên lý thuyết hành động hợp lý, giải thích hành vi của cá nhân đối với việc áp dụng công nghệ phục vụ cho công việc của mình. Cá nhân có thể chấp nhận hoặc từ chối thông tin được thu thập từ công nghệ (Davis, Bagozzi và Warshaw, 1989). Nhờ vậy, hành vi của người dùng công nghệ thông tin có thể được dự đoán và giải thích thông qua mô hình này (Legris, Ingham và Collerette, 2003). Theo đó, nhận thức về sự hữu dụng và tính dễ sử dụng có ảnh hưởng mạnh mẽ đến việc chấp nhận công nghệ (Davis, 1989).

Nhận thức về sự hữu dụng (PU) đại diện cho mức độ mà người dùng tin rằng sử dụng công nghệ sẽ nâng cao hiệu quả công việc của mình (Chung và Tan, 2004; Davis, 1989). Trong nghiên cứu này, nhận thức về sự hữu dụng là mức độ tin tưởng của du khách quốc tế vào thông tin tham khảo được từ các trang mạng xã hội để chuẩn bị cho chuyến đi. Những nghiên cứu trước đây đã chứng minh rằng nhận thức về sự hữu dụng là cơ sở của việc tiếp nhận thông tin, từ đó tác động mạnh đến ý định sử dụng hệ thống tự đánh giá hiện tại cũng như tương lai của cá nhân cho kế hoạch du lịch của họ (Li và Zhan, 2011). Do đó, tính hữu dụng trở thành yếu tố có tầm quan trọng và ảnh hưởng đến việc lập kế hoạch cũng như ra quyết định lựa chọn điểm đến của du khách.

Truyền miệng truyền thống là phương thức giao tiếp bằng miệng trong đó thông tin được truyền từ người gửi đến người nhận (Lee và Youn, 2009). Sự phát triển của Internet và Web 2.0 đã số hóa những lời truyền miệng trước đây thành truyền miệng điện tử (eWOM), cho phép người dùng chia sẻ ý kiến và trải nghiệm về sản phẩm, dịch vụ tại các trang web mà không vì mục đích thương mại. Đó có thể là sự giao tiếp giữa nhà sản xuất và khách hàng cũng như giữa những khách hàng với nhau (Goldsmith, 2006; Lazarsfeld, 1944).

Giá trị của truyền miệng điện tử được xác định bởi tính hữu dụng của sản phẩm và khả năng đáp ứng nhu cầu của khách hàng (Henard và Szymanski, 2001; Dahl và cộng sự, 1999; Cooper, 1979). Theo Blackwell và Kegerreis (1969), 1/3 số người có ý định đi du lịch đã truy cập vào diễn đàn trực tuyến trước khi mua vé. Khách du lịch đang ngày càng nhận thấy sự hữu dụng của eWOM trong quá trình tham khảo chúng để phục vụ cho việc lựa chọn địa điểm du lịch. Vì vậy, nhóm nghiên cứu đề xuất giả thuyết

H1: nhận thức về sự hữu dụng ảnh hưởng đến truyền miệng điện tử

Nghiên cứu của Gelb và Sundaram (2002) cho thấy eWOM là một nguồn dữ liệu được nhiều khách hàng tham khảo vì nó phản ánh thông tin đa chiều. Nguồn thông tin mà các cá nhân tiếp nhận sẽ ảnh hưởng đến việc hình thành thái độ và lựa chọn về điểm đến của du khách (Crompton và Um, 1990). Thái độ là sự đánh giá tình cảm, đại diện cho cảm xúc thông thường của một người về cảm giác ưa thích hoặc không ưa thích đối với một đối tượng hay hành vi cụ thể (Ajzen và Fishbein, 1977). Thái độ đóng vai trò quan trọng trong việc lựa chọn nói riêng cũng như hành vi đi lại của khách du lịch nói chung (Gärling và cộng sự, 1998). Vì vậy, nhóm nghiên cứu đề xuất giả thuyết

H2: truyền miệng điện tử ảnh hưởng đến thái độ khi lựa chọn điểm đến

Nội dung được người viết đăng tải trên các trang mạng xã hội nhằm chia sẻ những nhận xét, đánh giá của mình được gọi là nội dung do người dùng tạo ra (UGC) (Yoo và Gretzel, 2011; Litvin và Pan, 2008). UGC cần đáp ứng đủ ba yếu tố cơ bản. Thứ nhất, chúng cần được công bố trên các trang mạng xã hội. Thứ hai, UGC cần thể hiện sự sáng tạo và mong muốn được đóng góp của người viết chứ không chỉ là việc sao chép dữ liệu. Cuối cùng, UGC được tạo nên bởi người dùng Internet thông thường chứ không phải bởi các nhà quảng cáo (Kaplan và Haenlein, 2010).

Nguồn thông tin từ UGC được xem là đáng tin cậy vì chúng hình thành từ những trải nghiệm thực tế (Burgess, Sellitto, Cox và Buultjens, 2009), giúp du khách có được lựa chọn phù hợp về điểm đến. Bởi vì trong các hoạt động của UGC, người dùng đóng vai trò trung tâm, vừa là người sử dụng, tiếp nhận thông tin, vừa là người đóng góp thông tin cho những nội dung được để lại trên Internet (Arriga và Levina, 2008) nên bên cạnh việc sử dụng nội dung trực tuyến, họ cũng mong muốn giúp những du khách khác giảm thiểu rủi ro trong quá trình lựa chọn điểm đến. Đây chính là động lực thôi thúc du khách quốc tế viết phản hồi của mình cho mọi người cùng tham khảo. Từ đó, nhóm nghiên cứu đề xuất giả thuyết

H3: thái độ lựa chọn điểm đến ảnh hưởng đến nội dung du lịch do người dùng tạo ra

Phương tiện truyền thông xã hội là một nhóm các ứng dụng trực tuyến được hình thành để kết nối mọi người trên thế giới, đồng thời giúp người dùng có thể chia sẻ và trao đổi thông tin theo quan điểm cá nhân (Kaplan và Haenlein, 2010). Chúng đóng vai trò ngày càng quan trọng đối với ngành du lịch, nhất là trong việc tìm kiếm thông tin phục vụ cho việc ra quyết định lựa chọn điểm đến của du khách (Fotis và Rossides, 2012). Nhận thức về sự hữu dụng ảnh hưởng trực tiếp đến thái độ sử dụng phương tiện truyền thông xã hội cũng như vừa có ảnh hưởng trực tiếp lẫn gián tiếp đến ý định sử dụng công nghệ của người dùng. Thái độ tích cực ảnh hưởng đến ý định tích cực của một cá nhân (Mosavi và Ghaedi, 2012). Vì vậy, đề tài đề xuất giả thuyết

H4: nhận thức về sự hữu dụng ảnh hưởng đến thái độ của du khách khi sử dụng phương tiện truyền thông xã hội

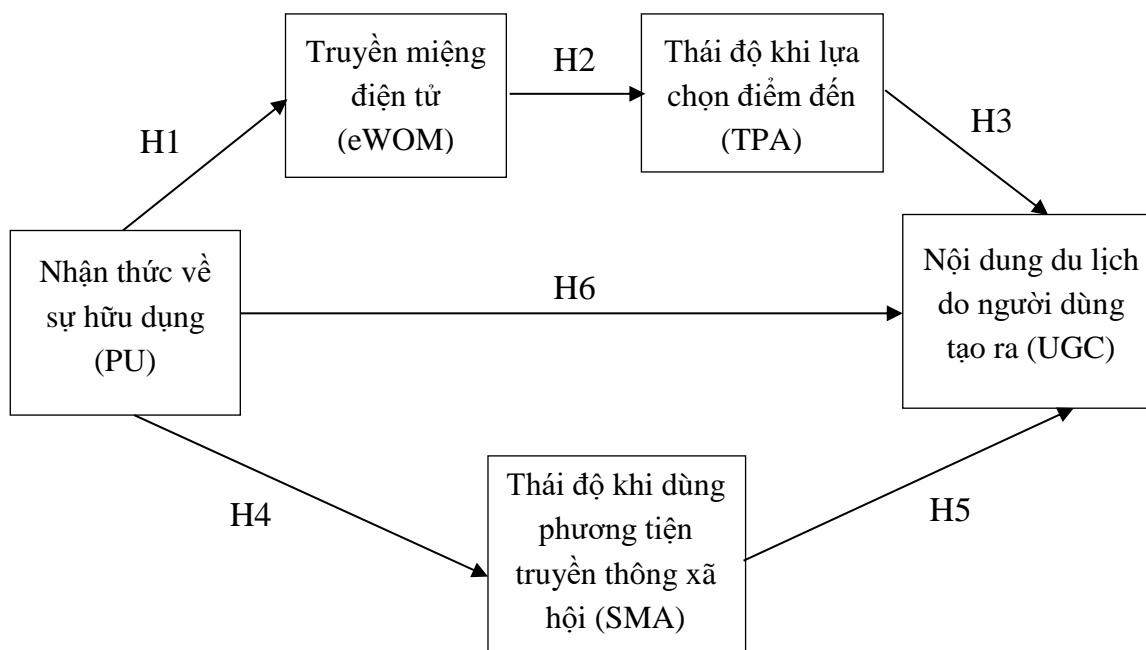
Trên nền tảng Web 2.0, mỗi cá nhân không những là người tiếp nhận mà còn là người chia sẻ thông tin. Vì vậy, người dùng có thể tự do đưa ra những lời bình luận hay tạo ra nội dung một cách tự nguyện về những trải nghiệm của mình (Kilian, Hass và Walsh, 2008). Người viết nội dung có thể chia sẻ cả trải nghiệm tích cực lẫn tiêu cực của mình, điều này làm phản hồi không chỉ khách quan mà còn hữu ích đối với người đọc (Cheong và Morrison, 2008). Thông tin nhận được từ mạng xã hội càng hữu dụng, Internet sẽ càng được du khách ưa chuộng nhiều hơn trong quá trình tìm kiếm thông tin cho việc lựa chọn điểm đến (Gursoy và McCleary, 2004). Sử dụng phương tiện truyền thông xã hội không những giúp du khách dễ dàng hơn khi đưa ra quyết định về địa điểm du lịch mà còn thúc đẩy mỗi cá nhân xây dựng nội dung trực tuyến hữu ích hơn cho người dùng sau. Vì vậy, nhóm nghiên cứu đề xuất giả thuyết

H5: thái độ của du khách khi sử dụng phương tiện truyền thông xã hội ảnh hưởng đến nội dung du lịch do người dùng tạo ra

Gretzel và Yoo (2008) khẳng định rằng cộng đồng khách du lịch thường xuyên trao đổi và chia sẻ thông tin tại các diễn đàn. Vì vậy, những nội dung du lịch được viết bởi du khách đang ngày càng thay đổi ngành công nghiệp du lịch (Laboy và Torchio, 2007). Mặc dù còn tương đối

mới mẻ nhưng nội dung du lịch do người dùng tạo ra đang dần trở nên phổ biến và hữu dụng đối với du khách trong việc chia sẻ kinh nghiệm và đề xuất ý kiến (O'Connor, 2008). Vì vậy, tác giả đề xuất giả thuyết

H6: nhận thức sự hữu dụng ảnh hưởng đến nội dung do người dùng tạo ra



Hình 1. Mô hình đề xuất

## 2.2. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này xem xét tác động của PU đối với UGC thông qua tác động gián tiếp của eWOM, SMA và TPA. Vì đây là nghiên cứu bước đầu để đánh giá quan hệ giữa năm biến, do đó, nhóm nghiên cứu đã thu thập dữ liệu sơ cấp bằng phương pháp chọn mẫu ngẫu nhiên thuận tiện thông qua bảng câu hỏi trực tuyến gồm hai phần: phần thứ nhất cung cấp nội dung về nhân khẩu học và thông tin chung của người tham gia khảo sát; phần thứ hai bao gồm các câu hỏi nhằm phản ánh các biến. Do đối tượng khảo sát là du khách quốc tế, do vậy, bảng câu hỏi được thiết kế với ngôn ngữ là tiếng anh. Trong phần thứ hai, năm nhân tố được lựa chọn để đo lường dựa trên nền tảng có sẵn từ những nghiên cứu trước đây và được điều chỉnh cho phù hợp với thực trạng sử dụng Internet hiện tại. Năm nhân tố với 22 biến này được thể hiện thông qua 22 câu hỏi trong bảng khảo sát với thang điểm Likert với năm mức độ: 1 = Rất không đồng ý, 2 = Không đồng ý, 3 = Trung lập, 4 = Đồng ý, 5 = Rất đồng ý. Đồng thời, trong từng nhân tố, các câu hỏi sẽ phân tầng theo mức độ quan tâm, lợi ích và hứng thú của du khách đối với từng đối tượng nghiên cứu. Cụ thể, nhân tố SMA gồm 5 biến quan sát được lấy ra từ nghiên cứu của Kim và cộng sự năm 2017 và nghiên cứu của và Munson năm 1992; nhân tố TPA gồm 4 biến quan sát được lấy ra từ nghiên cứu của Grant năm 2005, Gursoy và Gavcar năm 2003, Gursoy và McCleary năm 2004, Laurent và Kapferer năm 1985; nhân tố eWOM gồm 4 biến quan sát được lấy ra từ nghiên cứu của Amaro và Duarte năm 2015, Lam và Mizerski năm 2005; nhân tố UGC gồm 5 biến quan sát được lấy ra từ nghiên cứu của Jacobsen và Munar năm 2014, Yoo và Gretzel năm 2011; nhân tố PU gồm 4 biến quan sát được lấy ra từ nghiên cứu của Lin năm 2012, Wu, Lin và Lin năm 2011.

Trước khi thực hiện nghiên cứu chính thức, bài nghiên cứu đã tiến hành nghiên cứu sơ bộ trên 50 người để đảm bảo tính chính xác của bảng câu hỏi. Dựa trên nghiên cứu của Roger (2006), Hair, Anderson, Tatham và Black (1998), Tabachnick và Fidell (1996), với 22 biến quan và 1 biến độc lập trong phân tích hồi quy đa biến, nhóm tác giả nhận thấy cỡ mẫu lớn hơn 110 có thể đại diện cho tổng thể nghiên cứu.



$$\begin{cases} N \geq 5n \\ N \geq 50 + 8p \end{cases} \Leftrightarrow \begin{cases} N \geq 5.22 \\ N \geq 50 + 8.1 \end{cases} \Leftrightarrow \begin{cases} N \geq 110 \\ N \geq 58 \end{cases} \Leftrightarrow N \geq 110$$

Vì vậy, bộ dữ liệu nghiên cứu bao gồm 200 câu trả lời đến từ những du khách quốc tế từng du lịch tại Việt Nam sau khi đã tham khảo những nội dung du lịch do người dùng tạo ra trên các phương tiện truyền thông xã hội trong giai đoạn từ tháng 05/2017 đến tháng 07/2017.

Nhóm nghiên cứu sử dụng cả hai phần mềm là SPSS 20 và AMOS 20 để phân tích dữ liệu. Sau bước thống kê mô tả cho mẫu nghiên cứu để đưa ra các đặc tính của mẫu, nhóm tác giả tiến hành phân tích nhân tố khám phá EFA để kiểm tra tính hợp lệ của cấu trúc các nhân tố và các biến thuộc nhân tố. Bên cạnh đó, bài viết cũng sử dụng kiểm định độ tin cậy Cronbach's Alpha, kiểm định Kaiser - Meyer - Olkin (KMO), kiểm định Bartlett's để đảm bảo tính hợp lệ của bộ dữ liệu. Sau khi có được các nhân tố này, tiếp tục tiến hành phân tích nhân tố khẳng định CFA để tìm ra các biến nội sinh và biến tiềm ẩn ngoại sinh của mô hình, cũng như kiểm định mô hình giả thuyết. CFA cũng cho phép kiểm tra tính chặt chẽ của mô hình thông qua giá trị tin cậy và giá trị phân biệt của thang đo (Gefen, Straub và Boudreau, 2000). Sau bước CFA, dữ liệu đã hợp lệ để thực hiện SEM. Mức độ phù hợp của mô hình được thể hiện các thông số như  $\chi^2/df$ , CFI, GFI, AGFI và RMSEA.

Cụ thể các tiêu chuẩn cho các kiểm định này như sau, với Cronbach's Alpha được chấp nhận nếu lớn hơn 0,6 và những thang đo đạt giá trị từ 0,7 trở lên được xem là tốt (Gliem, 2003). Hệ số KMO phải nằm trong khoảng từ 0,5 đến 1 và hệ số ý nghĩa của mô hình theo kiểm định Barlett đạt mức ý nghĩa 5% (Hair và cộng sự, 1998). Giá trị hội tụ được đo lường thông qua phương sai trích AVE và độ tin cậy tổng hợp CR, AVE và CR trên 0,7 được coi là tốt, trong khi đó, mức nếu khoảng 0,5 được xem là có thể chấp nhận (Alarcón và Sánchez, 2015).  $\chi^2/df$  thường dao động trong khoảng từ 1 đến 3 (Hair và cộng sự, 1998). Với giá trị CFI lớn hơn 0,8, mô hình được coi là tốt (Hu và Bentler, 1999). Giá trị RMSEA thấp hơn 0,08 (Nguyễn Đình Thọ và Nguyễn Thị Mai Trang, 2008). GFI và AGFI phải lớn hơn hoặc bằng 0,9, hoặc có giá trị gần với 0,9 vẫn có thể chấp nhận được (Baumgartner và Hombur, 1996).

### 3. Kết quả và thảo luận

#### 3.1. Kết quả nghiên cứu

##### 3.1.1. Phân tích đặc điểm nhân khẩu học

Về số lượng người tham gia khảo sát, nhóm nghiên cứu thu được 200 câu trả lời đến từ các du khách quốc tế từng du lịch tại Việt Nam sau khi đã tham khảo những nội dung trên các phương tiện truyền thông xã hội. Phần lớn người tham gia khảo sát là nữ, số lượng nữ chiếm 74% tổng số quan sát thu về. Đồng thời, có 122 du khách từ 21 đến 30 tuổi tham gia khảo sát chiếm 61%, cao hơn gần hai lần so với độ tuổi nhỏ hơn 20. Như vậy, hơn 90% những du khách đến với Việt Nam dưới 30 tuổi với trình độ đại học và có sử dụng Facebook. Bên cạnh đó, tần suất đi du lịch 1 lần/năm chiếm đa số với 82%.

##### 3.1.2. Phân tích EFA và kiểm định độ tin cậy

Để có thể tiến hành SEM, dữ liệu nghiên cứu đòi hỏi cần phải trải qua các bước kiểm tra nhằm đảm bảo tính nhất quán, hợp lệ và đáng tin cậy. Tất cả các thang đo trong bài đều được kiểm tra tính ổn định và phù hợp, được tiến hành thông qua phân tích nhân tố khám phá EFA, phân tích độ tin cậy và phân tích nhân tố khẳng định CFA. Khi mô hình đo lường CFA được chấp nhận, bộ dữ liệu có thể thực hiện SEM với phần mềm AMOS.

Phân tích nhân tố là một phương pháp thống kê được sử dụng để thu nhỏ và rút gọn dữ liệu, nhằm đơn giản hóa một tập hợp các biến phức tạp ban đầu thành một tập các biến nhỏ hơn dưới dạng các nhân tố nhưng vẫn chứa đựng hầu hết nội dung thông tin của tập biến ban đầu (Jae-On và Mueller, 1978). Với phương pháp xoay Varimax để đạt được cấu trúc đơn giản của các biến thông qua việc tập trung những cột của ma trận hệ số tải nhân tố. Phần mềm SPSS 20 đã hỗ trợ cho ra kết quả phân tích nhân tố EFA, theo kết quả ở bảng 1, kiểm định KMO = 0,83 lớn hơn 0,5, giá trị p-value bằng 0,000 phản ánh độ tin cậy là 100% (Kaiser, 1970), hệ số tải nhân tố đều

lớn hơn 0,5 với giá trị biến thiên trong khoảng từ 0,71 đến 0,88 và phần trăm tổng phương sai trích đạt 67,98% lớn hơn 50% (Field, 2013). Như vậy, thông qua phân tích EFA dữ liệu có kết quả tốt.

Sau khi phân tích nhân tố EFA, kiểm định độ tin cậy của từng nhân tố được tiến hành. Theo Sekaran (2000), nếu giá trị của Cronbach's Alpha nằm trong khoảng từ 0,6 đến 0,8 thì các thang đo được xem là đáng tin cậy và trên 0,8 thì được xem là có độ tin cậy cao. Kết quả trong bảng 1 cho thấy, cả PU, eWOM, TPA, UGC đều có giá trị Cronbach's Alpha lớn hơn 0,8, còn SMA cũng ở mức tốt khi đạt 0,792. Như vậy, độ tin cậy của các thang đo đều hợp lệ.

**Bảng 1: Kết quả EFA và kiểm định độ tin cậy của thang đo**

Nhân tố	Biến quan sát	Hệ số tải nhân tố	Cronbach's Alpha
PU	PU 1	0,766	0,860
	PU 2	0,623	
	PU 3	0,714	
	PU 4	0,728	
SMA	SMA 1	0,560	0,792
	SMA 2	0,556	
	SMA 3	0,553	
	SMA 4	0,636	
	SMA 5	0,572	
TPA	TPA 1	0,721	0,885
	TPA 2	0,791	
	TPA 3	0,861	
	TPA 4	0,638	
eWOM	eWOM 1	0,694	0,868
	eWOM 2	0,786	
	eWOM 3	0,764	
	eWOM 4	0,646	
UGC	UGC 1	0,708	0,852
	UGC 2	0,702	
	UGC 3	0,724	
	UGC 4	0,559	
	UGC 5	0,635	
KMO		0,83	
p-value		0,000	
% tổng phương sai trích		67,98	

Nguồn: Kết quả tác giả thu thập từ SPSS 20

### 3.1.3. Phân tích nhân tố khẳng định CFA

Quá trình phân tích này được thực hiện nhằm xem xét sự phù hợp của mô hình đã có sẵn số liệu nghiên cứu, nói cách khác, CFA tìm cách khẳng định mô hình lý thuyết có sự phù hợp đối với số liệu nghiên cứu thu thập được và tạo nên bước tiền đề tốt cho việc tiếp cận mô hình phương trình cấu trúc SEM. Mục đích cuối cùng của quá trình phân tích nhân tố khẳng định là để xác định độ tin cậy và độ chuẩn xác của các biến trong mô hình.

Kết quả từ bảng 2 cho thấy tất cả các dữ liệu chi tiết từ kết quả của CFA đều đạt và thậm chí tốt hơn nhiều so với các tiêu chuẩn tối thiểu, điều này cho thấy mức độ phù hợp của mô hình đề xuất. Cụ thể,  $\chi^2/df = 1,929 < 3$  cho thấy mô hình có sự phù hợp tổng quát tại mức ý nghĩa p-value = 0,00 khi thực hiện phương pháp phân tích nhân tố khẳng định. Ngoài ra, nhóm tác giả còn nhận thấy rằng hệ số CFI = 0,917 > 0,8, GFI = 0,856 và AGFI = 0,818 cho thấy độ phù hợp của mô hình cấu trúc và mô hình đo lường với toàn bộ khảo sát bởi vì các chỉ số này là những thước đo đảm bảo phù hợp giữa mô hình giả thuyết với ma trận hiệp phương sai quan sát được, những giá trị từ 0,8 đến 1 được xem là chấp nhận được. Bên cạnh đó, hệ số RMSEA giữa các

tham số ước lượng cũng có giá trị tốt, đạt  $0,068 < 0,08$  chứng minh mạnh mẽ rằng mức độ mô hình phù hợp với tổng thể là khá cao.

**Bảng 2: Phân tích CFA về độ phù hợp của mô hình**

Chỉ số đo lường mức độ phù hợp	Giá trị chấp nhận	Giá trị từ phân tích CFA	Các nguồn tài liệu về giá trị chấp nhận
$\chi^2 / df$	< 3	1,929	Hair, Black, Babin và Anderson (2009)
p-value	< 0,05	0,00	Baumgartner và Homburg (1996)
GFI	> 0,9	0,856	Kline (2011)
AGFI	> 0,9	0,818	MacCallum, Browne và
CFI	> 0,9	0,917	Sugawara (1996)
RMSEA	$\leq 0,08$	0,068	

Giá trị hội tụ là mức độ mà các chỉ số của một biến cụ thể hội tụ hoặc phân phối một tỷ lệ cao của một biến thông thường. Theo Fornell - Larcker (1981), giá trị hội tụ của mô hình đo lường có thể được đánh giá thông qua phương sai trích AVE và độ tin cậy tổng hợp CR. Phương sai trích AVE đo lường mức độ biến thiên của một cấu trúc so với mức sai số đo lường của nó, giá trị AVE trên 0,7 được coi là tốt, trong khi đó, mức AVE khoảng 0,5 được xem là có thể chấp nhận (Alarcón và Sánchez, 2015). Độ tin cậy tổng hợp CR được xem là hệ số đo lường độ tin cậy ít thiên lệch hơn Cronbach's Alpha bởi vì Cronbach's Alpha được cho là còn nhiều nhược điểm (Raykov và Shrout, 2002; Raykov, 1997; Bollen, 1989), giá trị chấp nhận được của CR là 0,7 trở lên. Như được trình bày ở bảng 3, độ tin cậy của các biến đã đạt được độ ổn định bên trong cao với độ tin cậy tổng hợp CR của cả năm biến đều dao động trong khoảng 0,80 đến 0,89 và phương sai trích AVE đều lớn hơn 0,5. Bên cạnh đó, tất cả các căn bậc hai AVE được chia cho độ tương quan tối đa dao động từ 0,30 đến 0,54, điều đó có nghĩa là 5 biến đều có giá trị phân biệt một cách rõ ràng. Như vậy, qua phân tích CFA cho thấy các thang đo đạt được tiêu chuẩn và đủ điều kiện cho các phân tích chuyên sâu hơn nhằm phục vụ quá trình nghiên cứu.

**Bảng 3: Kết quả kiểm định giá trị phân biệt và giá trị hội tụ**

	PU	SMA	eWOM	TPA	UGC
PU	1	0,35	0,54	0,47	0,27
SMA	0,35	1	0,23	0,19	0,28
eWOM	0,54	0,23	1	0,44	0,16
TPA	0,47	0,19	0,44	1	0,30
UGC	0,27	0,28	0,16	0,30	1
Hệ số tương quan cao nhất	0,54	0,35	0,54	0,47	0,30
CR	0,86	0,80	0,87	0,89	0,85
AVE	0,61	0,51	0,63	0,68	0,54
$\sqrt{AVE}$	0,78	0,71	0,79	0,82	0,73
$\sqrt{AVE}$ / Hệ số tương quan cao nhất	1,43	2,02	1,45	1,74	2,43

### 3.1.4. Kiểm định mức độ phù hợp của mô hình SEM

Các bước thực hiện phân tích nhân tố khám phá và khẳng định đã chỉ ra rằng mỗi biến của mô hình này hoàn toàn phù hợp để có thể chạy mô hình phương trình cấu trúc SEM. Nhóm nghiên cứu sử dụng AMOS 20 nhằm phân tích mô hình đo lường, ước tính mô hình cấu trúc và kiểm tra giả thuyết được đề xuất trong nghiên cứu (Guh, Lin, Fan và Yang, 2013).

Bảng 4 cho thấy kết quả về mức độ phù hợp của mô hình đề xuất đối với dữ liệu trong bài nghiên cứu, cụ thể,  $\chi^2 / df = 1,96 < 3$  cho thấy mô hình có sự phù hợp tổng quát tại mức ý nghĩa  $p\text{-value} = 0,00$ . Ngoài ra, nhóm tác giả còn nhận thấy rằng hệ số CFI và RMSEA đều đạt giá trị chấp nhận. Tuy GFI = 0,856 và AGFI = 0,818 nhỏ hơn 0,9 nhưng mô hình này vẫn được chấp nhận vì thông thường những giá trị từ 0,8 đến 1 được xem là chấp nhận được. Các hệ số trên chứng minh rằng mô hình có mức độ phù hợp với tổng thể là khá cao.

**Bảng 4: Kết quả về mức độ phù hợp của mô hình SEM**

Chỉ số đo lường mức độ phù hợp	Giá trị chấp nhận	Kết quả từ mô hình SEM
$\chi^2$ /df	< 3	1,96
p-value	< 0,05	0,00
GFI	> 0,9	0,85
AGFI	> 0,9	0,81
CFI	> 0,9	0,91
RMSEA	$\leq$ 0,08	0,07

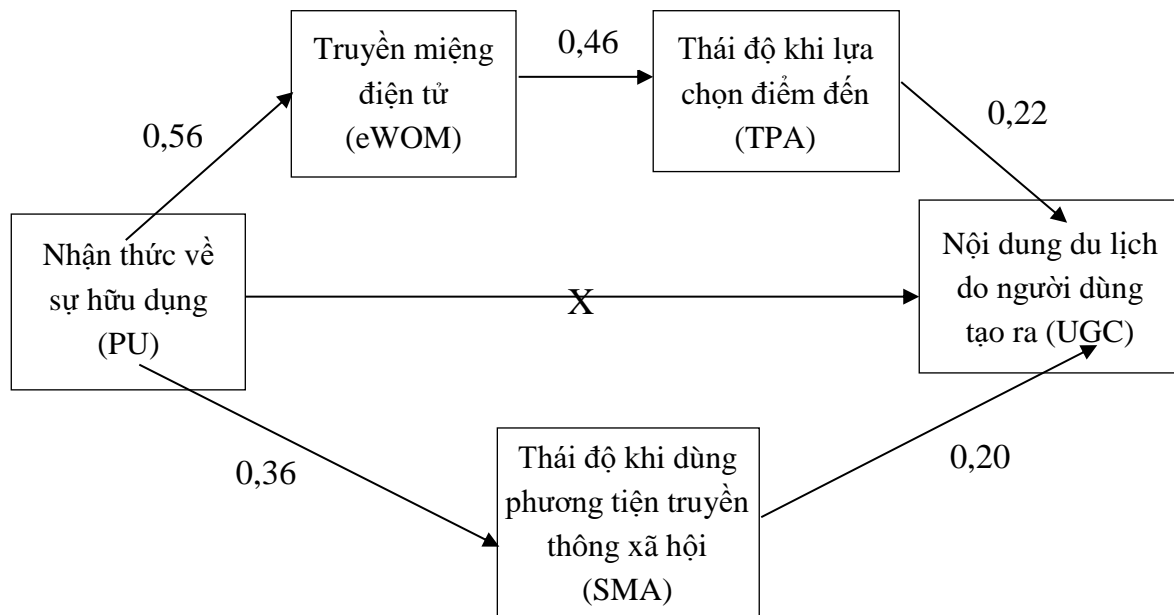
**3.1.5. Kết quả ước lượng**

**Bảng 5: Kết quả các giả thuyết dựa trên hệ số hồi quy chuẩn hóa**

Giả thiết	Hướng tác động	Hệ số $\beta$	p-value	Kết quả
H1	PU đến eWOM	0,56	0,000	Có tác động
H2	eWOM đến TPA	0,46	0,000	Có tác động
H3	TPA đến UGC	0,22	0,005	Có tác động
H4	PU đến SMA	0,36	0,000	Có tác động
H5	SMA đến UGC	0,20	0,024	Có tác động
H6	PU đến UGC	0,10	0,241	Không có tác động

*Nguồn: Kết quả tác giả thu thập từ AMOS 20*

Dựa trên bảng 5 và hình 1 có thể thấy không có đủ cơ sở để bác bỏ các giả thuyết H1, H2, H3, H4, H5 được đặt ra ở phần cơ sở lý thuyết với độ tin cậy khá cao, các giả thuyết H1, H2, H4 đạt độ tin cậy 100%, trong khi giả thiết H3 đạt 99,5% và giả thuyết H5 đạt 97,6%. Giả thuyết H6 cho ra kết quả PU không tác động trực tiếp đến UGC từ mô hình SEM, giả thuyết này hàm ý rằng các biến eWOM, SMA và TPA đóng vai trò trung gian tốt trong việc giải thích mối quan hệ giữa PU và UGC thông qua sơ đồ minh họa ở hình 2.



**Hình 2. Vai trò trung gian của eWOM, TPA và SMA**

**3.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu**

Kết quả ước lượng mô hình SEM chỉ ra rằng nhận thức sự hữu dụng có tác động tích cực đến nội dung do du khách quốc tế phản hồi sau khi du lịch tại Việt Nam.

H1: PU ảnh hưởng đáng kể đến eWOM



Tính hữu dụng và khả năng đáp ứng nhu cầu của sản phẩm sẽ quyết định giá trị của truyền miệng điện tử (Henard và Szymanski, 2001; Dahl và cộng sự, 1999). Theo Litvin và cộng sự (2008), Vermeulen và Seegers (2009), 1/3 người có ý định đi du lịch đã truy cập vào diễn đàn trực tuyến trước khi mua vé điện tử vì tin rằng các bài đánh giá sẽ hữu dụng cho quyết định của mình. Kết quả kiểm định chỉ ra rằng mối quan hệ giữa nhận thức sự hữu dụng và truyền miệng điện tử có tác động mạnh nhất, cho thấy du khách quốc tế ngày càng nhận thức được sự hữu dụng của những lời truyền miệng điện tử. eWOM là công cụ hữu hiệu giúp họ thu thập thông tin chi tiết và đáng tin cậy về địa điểm du lịch.

H2: eWOM ảnh hưởng đáng kể đến TPA

Truyền miệng điện tử có tác động đến thái độ của du khách khi lựa chọn điểm đến hấp dẫn nhất cho mình với  $\beta = 0,46$  và độ tin cậy là 100%. Điều này nghĩa là truyền miệng điện tử đóng vai trò quan trọng trong truyền tải thông tin, từ đó ảnh hưởng đến nhận thức và lựa chọn về điểm đến của du khách (Crompton và Um, 1990). Nói cách khác, eWOM gây ảnh hưởng đáng kể đến hành vi và thái độ của người tiêu dùng (Sen và Lerman, 2007; Xia và Bechwati, 2008).

H3: TPA ảnh hưởng đáng kể đến UGC

Kết quả một số nghiên cứu trước cho thấy tác động của UGC đến TPA. Trong đó, du khách hiện nay có xu hướng tham khảo phản hồi trực tuyến trên mạng xã hội hơn là thông tin được cung cấp bởi các công ty (Yoo và Purifoy, 2007; Compete Inc., 2006). Nghiên cứu của Burgess, Sellitto, Cox và Buultjens (2009) chỉ ra rằng số lượng du khách sử dụng UGC để chia sẻ thông tin và xem các bài đánh giá, hình ảnh, video khi lựa chọn điểm đến liên tục gia tăng. Tuy nhiên, nghiên cứu này cho thấy ảnh hưởng ngược lại của TPA đến UGC với  $\beta = 0,22$ , độ tin cậy là 99,5%. Như vậy, thái độ tích cực khi xem thông tin về điểm đến sẽ thôi thúc du khách viết các nội dung du lịch trên mạng xã hội sau khi đã trải nghiệm thực tế.

H4: PU ảnh hưởng đáng kể đến SMA

PU tác động đến SMA với  $\beta = 0,36$ , độ tin cậy 100%. Có thể thấy mạng xã hội có vai trò ngày càng lớn trong việc truyền tải những trải nghiệm thực tế đến du khách. Chức năng này trở nên hữu ích đối với những du khách tiếp theo vì họ sẽ chất lọc được nhiều thông tin đáng tin cậy để phục vụ cho việc lập kế hoạch du lịch của mình. Nghiên cứu này cũng đưa ra kết quả tương tự như nghiên cứu của Pöyry và cộng sự (2013) khi giải thích tại sao ngày càng có nhiều người bị thu hút bởi hoạt động tại các trang mạng xã hội.

H5: SMA ảnh hưởng đáng kể đến UGC

Kết quả kiểm định giả thuyết H5 thể hiện rằng khi du khách nhận thấy sự hữu ích của mạng xã hội trong việc tìm kiếm thông tin du lịch, họ sẽ có động lực viết các nội dung về chuyến đi của mình. Kết quả này ủng hộ nhận định của Fotis và Rossides (2012) cho rằng phương tiện truyền thông xã hội đóng vai trò ngày càng quan trọng đối với ngành du lịch, nhất là trong việc tìm kiếm thông tin phục vụ cho việc ra quyết định lựa chọn điểm đến của du khách.

H6: PU ảnh hưởng đáng kể đến UGC

Những nghiên cứu trước chỉ tập trung làm sáng tỏ mối quan hệ trực tiếp, riêng lẻ giữa các biến trong mô hình được đề xuất. Dựa trên cơ sở này, nhóm tác giả xem xét vai trò trung gian của eWOM, TPA, SMA trong mối quan hệ của PU và UGC. Kết quả kiểm định giả thuyết H6 chỉ ra rằng không tồn tại sự ảnh hưởng trực tiếp của PU đến UGC. Kết hợp với các giả thuyết trên, có thể suy ra yếu tố nhận thức về sự hữu dụng có ảnh hưởng gián tiếp đến nội dung du lịch do người dùng tạo ra thông qua ba biến trung gian còn lại là truyền miệng điện tử, thái độ khi lựa chọn điểm đến và thái độ của du khách khi sử dụng phương tiện truyền thông xã hội.

#### **4. Kết luận kèm theo gợi ý chính sách và kiến nghị giải pháp**

##### **4.1. Kết luận**

Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng nhận thức sự hữu dụng có tác động trực tiếp và mạnh mẽ nhất đến lời truyền miệng của du khách quốc tế, từ đó ảnh hưởng đến thái độ lựa chọn địa điểm du lịch của các du khách tiếp theo. Vì vậy ảnh hưởng đến nội dung du lịch do người dùng tạo ra. Bên cạnh đó, nhận thức sự hữu dụng cũng sẽ ảnh hưởng đến nội dung do người dùng tạo ra thông qua thái độ khi sử dụng phương tiện truyền thông xã hội. Truyền miệng điện tử, thái độ

khi lựa chọn điểm đến và thái độ khi sử dụng phương tiện truyền thông xã hội đóng vai trò trung gian trong sự tác động của nhận thức sự hữu dụng và nội dung do người dùng tạo ra.

Mô hình trong nghiên cứu này khi áp dụng vào thực tế gặp phải một số hạn chế như: không có sự đa dạng vì dữ liệu còn ít, không xác định được sự khác nhau giữa người tham gia và không gian khảo sát. Ngoài ra, những doanh nghiệp du lịch ở Việt Nam chưa có nhiều sự liên kết với nhau, các chiến lược marketing còn kém hiệu quả hay năng lực cạnh tranh trong ngành chưa được nâng cao đã làm mất đi tính cân xứng trong lượng thông tin thu về. Nhóm tác giả thu thập thông tin bằng bảng câu hỏi thông qua khảo sát trực tuyến. Phần lớn số liệu được xử lý thủ công nên không thể tránh khỏi sai sót. Các phương pháp phân tích được lựa chọn để tiến hành trong nghiên cứu này tương đối đơn giản, vì vậy, chúng có thể cho ra những kết quả nhiều sai sót.

Các nghiên cứu tiếp theo nên mở rộng phạm vi nghiên cứu với thời gian dài và chuỗi dữ liệu đầy đủ hơn, bổ sung thêm yếu tố văn hóa và một vài nhân tố khác như hành vi của khách hàng khi sử dụng phương tiện truyền thông xã hội trong du lịch hay những yếu tố bên ngoài tác động đến nội dung của nội dung du lịch do người dùng tạo ra để mô hình phù hợp hơn.

#### **4.2. Gợi ý chính sách và kiến nghị giải pháp**

Kết quả nghiên cứu cho thấy, khách du lịch quốc tế có xu hướng thu thập các thông tin hữu ích từ truyền miệng điện tử để đưa ra lựa chọn về điểm đến. Sau đó, để lại các phản hồi về chuyến đi của mình dưới dạng nội dung do người tạo ra nhằm giúp các du khách tiếp theo đưa ra quyết định phù hợp. Vì vậy, thứ nhất, các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực du lịch và dịch vụ lữ hành cần chú trọng luồng thông tin đến từ những đánh giá của khách hàng, nỗ lực để nâng cao cảm nhận của du khách về sản phẩm dịch vụ. Bởi vì luồng tin từ truyền miệng điện tử ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp thông qua các quyết định của du khách. Nội dung những lời truyền miệng điện tử càng tích cực, du khách sẽ càng sẵn lòng chi trả cho sản phẩm du lịch mà họ đang quan tâm.

Thứ hai, trong thời đại Internet kết nối vạn vật, các doanh nghiệp cần tập trung khai thác lợi ích của phương tiện truyền thông xã hội trong kinh doanh, mở rộng sự quan tâm đến du khách thông qua các trang web tương tác với người dùng, cho phép họ chia sẻ ý kiến của mình về sản phẩm, dịch vụ của doanh nghiệp theo cảm nhận cá nhân. Sự tương tác thông tin giữa người sử dụng và nhà cung cấp dịch vụ càng cao thì khách hàng càng tin tưởng khi đưa ra quyết định. Việc chú trọng vào phương tiện truyền thông xã hội là quan trọng vì đây là công cụ được nhiều người tin dùng nhất cho đến hiện tại để tìm kiếm ý kiến của các du khách khi chuẩn bị cho chuyến đi.

Thứ ba, phương tiện truyền thông xã hội vừa là nhân tố thúc đẩy nhận thức của du khách về truyền miệng điện tử vừa là yếu tố chủ chốt trong quá trình lập kế hoạch và ra quyết định du lịch. Vì vậy, cần có sự phối hợp đồng bộ giữa doanh nghiệp và các cơ quan truyền thông nhằm khuyến khích khách du lịch sử dụng nguồn thông tin đa chiều tại các trang mạng xã hội.

Thứ tư, các bộ, ban, ngành cụ thể là Tổng cục Du lịch, Bộ Văn hóa, Thể thao và Du lịch cần ban hành chính sách khuyến khích doanh nghiệp phát triển dịch vụ du lịch có ứng dụng công nghệ để trao đổi thông tin với khách hàng và đề ra giải pháp thúc đẩy các trang mạng xã hội chia sẻ thông tin du lịch phát triển thành nguồn tin đáng tin cậy với người dùng nói chung và du khách quốc tế nói riêng. Đồng thời tổ chức các hội thảo của ngành cho doanh nghiệp vừa và nhỏ cùng tham gia để tư vấn, định hướng chiến lược phát triển dài hạn, nhất quán.

Trên đây là một số đề xuất dành cho các bên liên quan nhằm giải quyết một phần thực trạng hiện nay của ngành du lịch Việt Nam. Tuy nhiên, để các giải pháp phát huy kết quả tốt nhất, cần có sự phối hợp giữa các bên với nhau để xây dựng một chuỗi giá trị du lịch bài bản. Chúng ta cần nghiêm túc xây dựng chuỗi giá trị du lịch có sự gắn kết chặt chẽ giữa các chủ thể từ nhà nước, cơ quan truyền thông đến doanh nghiệp và cá nhân kinh doanh trong ngành. Vì thực tế, việc một du khách nói chung và khách du lịch quốc tế nói riêng sẵn sàng đánh giá tốt cho một địa điểm du lịch là không hề khó, tuy nhiên muốn làm được như vậy trước tiên chúng ta cần có sản phẩm tốt, mang đến những trải nghiệm đáng nhớ chứa đựng bản sắc riêng mà du khách không thể không chia sẻ. Mọi yếu tố đều phải nhằm mục đích mang lại sản phẩm tốt, có giá trị chất lượng phù hợp túi tiền của du khách. Tất cả những điều này sẽ trở thành truyền miệng điện tử trong cộng đồng quốc tế. Đây chính là cách marketing nhanh và tốn ít chi phí nhất mà doanh nghiệp Việt có thể

sử dụng được. Có như vậy, ngành du lịch Việt Nam mới có thể phát triển tương xứng với tiềm năng và kỳ vọng.

#### **TÀI LIỆU THAM KHẢO**

- [1] Ajzen, I., & Fishbein, M., “Belief, attitude, intention, and behavior: An introduction to theory and research”, Penn State University Press, 10, 130-132, 1977.
- [2] Ajzen, I., & Fishbein, M., “Understanding attitudes and predicting social behavior”, Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1980.

# CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN TIỀM NĂNG NGHIÊN CỨU KHOA HỌC CỦA SINH VIÊN KHỐI NGÀNH KINH TẾ QUẢN LÝ TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

SVTH: Nguyễn Thị Bích Huyền  
Trường ĐH Ngân hàng TP HCM  
GVHD: PGS.TS Hạ Thị Thiều Dao

## TÓM TẮT

*Nghiên cứu đo lường mức độ tiềm năng nghiên cứu khoa học của sinh viên (TNNC KH) và khám phá các yếu tố ảnh hưởng. Kết quả nghiên cứu cho thấy phần lớn sinh viên có TNNC ở mức trên trung bình. Điểm nhấn của nghiên cứu là hồi quy theo 2 thành phần nhận thức TNNC và thành phần hành vi TNNC và tương ứng có 3 yếu tố ảnh hưởng thuận chiều đến cả hai thành phần TNNC, trong đó, yếu tố nhận thức tâm quan trọng của NCKH và mức độ tham gia các hoạt động liên quan NCKH được coi là các yếu tố quan trọng, có tác động mạnh đến cả 2 thành phần của TNNC. Ngoài ra, yếu tố nhận thức trở ngại có ảnh hưởng thuận chiều đến thành phần hành vi TNNC KH của sinh viên là điểm mới trong kết quả nghiên cứu. Cuối cùng, kiểm định sự khác biệt giữa các nhóm yếu tố thu được kết quả là không có sự khác biệt có ý nghĩa theo giới tính; có sự khác biệt có ý nghĩa về thành phần nhận thức TNNC giữa nhóm sinh viên đã học NCKH và chưa học, giữa sinh viên năm học khác nhau; có sự khác biệt có ý nghĩa về thành phần hành vi TNNC giữa nhóm sinh viên có mức học lực khác nhau và giữa sinh viên học trường đại học khác nhau với bộ số liệu nghiên cứu. Từ kết quả này, tác giả đã đưa ra các khuyến nghị để gia tăng TNNC KH của sinh viên.*

**Từ khóa:** TNNC KH; thành phần nhận thức TNNC; thành phần hành vi TNNC; sinh viên.

## 1. Giới thiệu về nghiên cứu

### 1.1. Tính thiết yếu và tính mới của đề tài

#### 1.1.1. Tính thiết yếu của đề tài

Theo Bộ Khoa học và công nghệ Việt Nam (2015), nhấn mạnh khoa học và công nghệ luôn được xác định giữ vai trò then chốt, đặc biệt là trong quá trình công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước. Có thể thấy, phát triển khoa học và công nghệ luôn giữ vai trò quan trọng trong phát triển đất nước, được Đảng, Nhà nước, các cấp, bộ, ngành, cơ quan, đơn vị đặc biệt coi trọng.

NCKH được coi là hoạt động chủ chốt trong giáo dục và đào tạo. Bởi lẽ, thứ nhất, NCKH là để phát triển khoa học, để biết thêm, hiểu sâu hơn. Thứ hai, việc nghiên cứu của đại học có ảnh hưởng tích cực đối với việc giảng dạy và học tập. Nghiên cứu làm tăng chất lượng cho giảng dạy, đưa vào giảng dạy những hiểu biết mới (Đặng Hùng Thắng, 2015). Quá trình NCKH giúp rèn luyện các kỹ năng tiếp cận cái mới, tập dượt, làm quen và biết vận dụng NCKH, hình thành tư duy khoa học, mở rộng kiến thức, hiểu biết thực tế giúp sinh viên có phương pháp làm việc độc lập, sáng tạo.

Hiện nay, hoạt động NCKH chưa được sinh viên thật sự quan tâm đúng mức, chưa trở thành lĩnh vực chủ đạo của sinh viên (sinh viên thường quan tâm tới nhiệm vụ học tập nhiều hơn). Rất ít sinh viên có nguyện vọng và hầu như không có nhu cầu tham gia NCKH, thậm chí chưa bao giờ quan tâm đến hoạt động này. Bên cạnh đó, do quy trình tiếp cận tri thức và được đào tạo theo những quy trình có tính khuôn mẫu, máy móc tạo sinh viên thói quen máy móc, rập khuôn trong khi khoa học tri thức là vô tận, do đó NCKH là một yêu cầu tất yếu. Mặt khác, việc ứng dụng kết quả NCKH của sinh viên vào thực tế còn gặp rất nhiều hạn chế và có thể nói hoạt động này vẫn còn dừng lại ở dạng phong trào.

#### 1.1.2. Tính mới của đề tài

Một là, TNNC KH của sinh viên là một đề tài rất ít được nghiên cứu trong nước. Tổng quan nghiên cứu về hoạt động NCKH trên thế giới và ở Việt Nam cho thấy chủ đề TNNC KH đã được nghiên cứu chủ yếu bởi nhóm tác giả Bordovskaia và cộng sự qua hàng loạt các nghiên cứu tiêu biểu từ năm 2012, trong khi chủ đề TNNC KH chưa được nghiên cứu ở trong nước. Trong điều



kiện thực tế TNNC là quan trọng cho việc tìm kiếm các điều kiện tốt nhất để kích thích sinh viên NCKH và hiện thực hóa TNNC. TNNC là một điểm báo quan trọng để tạo nên sự thành công của các nhà nghiên cứu (Bordovskaia, 2012). Đặc thù nền giáo dục, tâm lý của con người mỗi quốc gia đều có những khác biệt cơ bản nên TNNC KH của sinh viên Việt Nam kỳ vọng nhiều khác biệt và đóng góp hữu ích cho phát triển NCKH.

Hai là, đối tượng nghiên cứu là sinh viên khối ngành kinh tế - quản lý. Yếu tố ngành học ít được quan tâm trong các nghiên cứu trước trên lĩnh vực hoạt động NCKH của sinh viên. Ngành học tác động lớn đến hoạt động NCKH của sinh viên thông qua lựa chọn đề tài NCKH phù hợp ngành học, cung cấp kiến thức nền tảng hỗ trợ cho hoạt động NCKH của sinh viên. Bản thân sinh viên khi chọn ngành học đã thể hiện niềm tin và thái độ ưa thích của sinh viên đối với ngành học. Do vậy, nghiên cứu chọn đối tượng thuộc nhóm ngành Kinh tế - quản lý với đặc thù ngành học, môi trường học tập có nhiều điểm khác biệt so với sinh viên các trường đại học khối ngành khác cho nên TNCKH kỳ vọng thu được kết quả nghiên cứu có giá trị khoa học cao.

Ba là, nghiên cứu tiến tới xác định các yếu tố có ảnh hưởng đến các thành phần TNNC, và đánh giá tầm quan trọng của từng biến. Đặc biệt, kiểm định sự khác biệt TNNC KH của sinh viên giữa các nhóm biến định tính như giới tính, đã tham gia khóa học NCKH, sinh viên năm mấy, trường đại học.

## **2. Cơ sở lý thuyết**

### **2.1. Tiềm năng nghiên cứu khoa học của sinh viên**

Tiềm năng là một từ rất quen thuộc, thường được đề cập như tiềm năng sáng tạo, tiềm năng trí tuệ,... Trong lý thuyết của Lewin (1938), thuật ngữ tiềm năng được sử dụng để mô tả các lực tâm lý đẩy một cá nhân hướng đến một mục tiêu. Trong bài viết triết học và xã hội, các nhà nghiên cứu giới thiệu và thảo luận về khái niệm tiềm năng con người, tiềm năng lao động (Sternberg, 2003), tiềm năng cá nhân (Leontjev, 2011). Vậy có thể thấy tiềm năng được nhắc đến trong nhiều thuật ngữ khoa học khác nhau.

Mô hình cấu trúc của TNNC (Bordovskaia và cộng sự, 2012): (1) TNNC được xem xét như khả năng con người đạt được dựa trên sự giáo dục từ trước và sự phát triển (trí tuệ, cá nhân, sáng tạo) cho phép đạt được kết quả về nhu cầu nhận thức, khám phá, học hỏi, nghiên cứu, trong quá khứ, hiện tại, tương lai có giá trị cho cá nhân và toàn xã hội; (2) TNNC là nguồn bên trong con người nhưng không giới hạn, vì nguồn này chỉ tất cả khả năng tồn tại, không phân biệt và những gì mà con người có thể đạt được với sự giúp đỡ của nó; (3) TNNC là một hệ thống 3 tầng sinh học - tâm lý - xã hội. Khái niệm TNNC KH chỉ có ý nghĩa khi phục vụ mục đích đánh giá sự thành công và hiệu quả hoạt động NCKH. Do đó, khái niệm TNNC được tiếp cận trong nghiên cứu phải có sự gắn kết với chủ thể hoạt động nghiên cứu. TNNC của sinh viên luôn là thành phần quan trọng nhất của giáo dục đại học và đào tạo chuyên sâu. TNNC của sinh viên là một đặc tính tích hợp các khả năng của một sinh viên để đảm bảo đạt được các mục tiêu cá nhân và xã hội quan trọng trong các lĩnh vực NCKH ở quá khứ, hiện tại, tương lai (Bordovskaia và Kostromina, 2013).

Theo tác giả, TNNC KH của sinh viên thể hiện hệ thống các phẩm chất, khả năng tiềm ẩn của một sinh viên xác định các cơ hội phát triển để trở thành một nhà nghiên cứu.

### **2.2. Lý thuyết liên quan đến đề tài**

#### **2.2.1. Lý thuyết TRA và TPB**

Lý thuyết TRA được Fishbein và Ajzen đưa ra từ năm 1975 cho rằng yếu tố quan trọng nhất quyết định hành vi của con người là ý định thực hiện hành vi đó. Ý định thực hiện hành vi được quyết định bởi hai nhân tố là thái độ của một người đối với hành vi và chuẩn chủ quan liên quan đến hành vi. Kết quả của hai yếu tố này hình thành nên ý định thực hiện hành vi. Ý định là một trạng thái nhận thức ngay trước khi con người thực hiện hành vi, là một yếu tố dẫn đến thực hiện hành vi của con người.

#### **2.2.2. Lý thuyết hành vi dự định TPB**

Lý thuyết TPB là sự mở rộng của lý thuyết TRA để khắc phục hạn chế trong việc giải thích về những hành vi nằm ngoài kiểm soát. Lý thuyết này đã được Ajzen bổ sung từ năm 1991 bằng

việc đề ra thêm yếu tố kiểm soát hành vi nhận thức như là việc thực hiện hành vi khó hay dễ và có bị kiểm soát, hạn chế hay không

Áp dụng lý thuyết TRA, TPB cho nghiên cứu:

Từ những nội dung cơ bản của lý thuyết TRA và TPB, có thể thấy, dự định là một trong những tiêu chí quan trọng để dự báo thực hiện hành vi của con người, trong khi TNNC của sinh viên là một nhân tố bên trong mối liên hệ chặt chẽ với khả năng thực hiện hành vi nghiên cứu của sinh viên.

Lý thuyết TRA và TPB góp phần giải thích ảnh hưởng của nhân tố nhận thức về lợi ích, nhận thức tầm quan trọng của NCKH; nhận thức trở ngại; chuẩn chủ quan đến TNNC KH của sinh viên trong mô hình nghiên cứu ở phần sau.

### **2.2.3. Khung lý thuyết MOA**

Khung lý thuyết MOA (M: Motivation – Động lực; O: Opportunity – Cơ hội; A: Ability – Khả năng) của MacInnis và cộng sự (1991).

Khung lý thuyết MOA có giá trị trong giải thích tiềm năng thực hiện hành vi của con người, bao gồm những yếu tố là (1) động lực có tác động thúc đẩy hành vi cá nhân, (2) cơ hội, (3) khả năng tạo thuận lợi, điều kiện cần thiết để xúc tiến hành động góp phần quan trọng trong giải thích mức độ thực hiện hành vi của con người. Bên cạnh đó, TNNC là yếu tố bên trong người làm nghiên cứu cho phép đạt được kết quả về nhu cầu nhận thức, khám phá, học hỏi, nghiên cứu, góp phần giải thích mức độ thực hiện nghiên cứu. Do vậy, lý thuyết MOA được cho là có ý nghĩa trong tạo lập cơ sở lý thuyết để nghiên cứu về TNNC KH của sinh viên.

Áp dụng lý thuyết cho TNNC KH của sinh viên:

**Động lực (M):** Việc nhận thức được tầm quan trọng của NCKH là yếu tố tạo ra động lực TNNC. Khi sinh viên nhận thấy những giá trị nhận được từ tham gia NCKH là quan trọng với bản thân thì họ sẽ có những ham muốn, quyết tâm tham gia NCKH hơn).

**Cơ hội (O):** Sinh viên có động lực phát triển nhưng chưa chắc đã thực hiện hành vi nếu không có hoặc có ít cơ hội để thực hiện. Tham gia các hoạt động NCKH là cơ hội để sinh viên được tiếp xúc, làm quen dần, học hỏi, rèn dũa bản thân với hoạt động NCKH.

**Khả năng (A):** Để có thể thực hiện đề tài NCKH, mỗi cá nhân sinh viên còn cần có khả năng cần thiết.

Lý thuyết này góp phần giải thích tác động của nhân tố nhận thức được tầm quan trọng của NCKH, khả năng cần thiết, mức độ tham gia hoạt động liên quan NCKH đến TNNCKH của sinh viên trong mô hình nghiên cứu ở phần sau.

### **2.2.4. Lý thuyết tăng băng năng lực**

Lý thuyết tăng băng năng lực đã được ứng dụng làm nền tảng lý luận trên lĩnh vực NCKH trong các nghiên cứu trước có liên quan. Gần đây, lý thuyết này được dùng làm cơ sở lý thuyết chính cho nghiên cứu ‘Các yếu tố tác động đến năng lực nghiên cứu khoa học của cán bộ, công chức ngân hàng nhà nước’ (Lê Văn Hình và Đào Minh Phúc, 2017).

Những nét chính nội dung lý thuyết: Năng lực của con người gồm những cấu hình có thể nhìn thấy và không thể nhìn thấy, trong đó các yếu tố bề mặt (kiến thức, kỹ năng) dễ thấy, ngược lại, phần chìm bên trong con người (các quan niệm cá nhân, nét riêng, động cơ) khó tác động và thay đổi (McClelland, 1973, xem Lê Văn Hình và Đào Minh Phúc, 2017).

Khái niệm TNNC KH được nghiên cứu có một số điểm tương đồng. Nội bật là cả năng lực và tiềm năng đều có phần cốt lõi khó thấy tiềm ẩn trong người nghiên cứu. Do vậy, tác giả nhận thấy lý thuyết này phù hợp trong đào tạo, phát triển phần cốt lõi của con người. Khung lý thuyết này cũng đóng góp cơ sở lý thuyết cho nghiên cứu sâu TNNC của sinh viên và là cơ sở quan trọng để đề xuất mô hình nghiên cứu.

### **2.3. Các nghiên cứu trước liên quan đến đề tài**

Nhìn chung, hầu hết các nghiên cứu trước về NCKH của sinh viên là tìm hiểu các yếu tố ảnh hưởng đối tượng chủ thể, khách thể NCKH (đối tượng Nhà trường, nâng cao chất lượng GV, kinh phí,...) nhằm thúc đẩy yếu tố ảnh hưởng tích cực, hạn chế các yếu tố ảnh hưởng tiêu cực, từ đó thúc đẩy hoạt động NCKH của sinh viên. Sinh viên là một trong yếu tố quan trọng nhất vì

sinh viên là chủ thể thực sự của hoạt động NCKH. Các nghiên cứu trước cũng đã tìm hiểu các yếu tố đến từ sinh viên: yếu tố thúc đẩy động cơ NCKH, thái độ tích cực NCKH của sinh viên,... Tuy nhiên, từ những nghiên cứu này đặt ra câu hỏi quan trọng: Những điều kiện bên trong cho phép giả định một cá nhân có khả năng NCKH? Câu hỏi đặt ra vấn đề nghiên cứu những yếu tố dự trữ trong những điều kiện nhất định trở thành những phẩm chất, đặc điểm xác định cơ sở bên trong của người NCKH. Đó là TNNC KH.

Các nghiên cứu trước về TNNC của sinh viên

TNNC của sinh viên được nghiên cứu chủ yếu bởi một nhóm các nhà tâm lý học và giảng viên tại đại học bang Petersburg, nước Nga gồm Bordovskaia, Kostromina, Rosum, Moskvicheva, Iskra được công bố từ năm 2012, và sau đó hàng loạt các nghiên cứu tiếp theo được thực hiện, chủ yếu bởi thành viên trong nhóm tác giả nhằm đi sâu nghiên cứu TNNC như: Tiếp cận TNNC của sinh viên (Bordovskaya và cộng sự, 2012) nghiên cứu cơ sở lý thuyết cho khái niệm TNNC KH của sinh viên. Các nghiên cứu tiếp theo trên cơ sở kế thừa và phát triển nghiên cứu trước đó như: TNNC và sự biểu hiện của nó giữa các sinh viên đại học (Bordovskaya, 2012), Sự đa dạng trong cấu trúc TNNC ở mức độ khác nhau của hoạt động nghiên cứu (Iskra, 2012), Đặc tính cá nhân và TNNC của sinh viên (Bordovskaia và Kostromina, 2013), Đặc điểm nhận thức và TNNC của sinh viên (Kostromina và cộng sự, 2014), Hệ giá trị và TNNC của sinh viên y dược, triết học (Iskra và Moskvicheva, 2014), Vai trò của sự tương tác giữa sinh viên và người hướng dẫn: kỳ vọng và đánh giá (Moskvicheva, 2015)...

### **3. Phương pháp nghiên cứu và mô hình nghiên cứu**

#### **3.1. Phương pháp nghiên cứu chính**

Phương pháp nghiên cứu chính của đề tài là phương pháp định lượng. Trong đó, biến phụ thuộc là TNNC KH, các biến độc lập là nhận thức trở ngại, khả năng cần thiết, chuẩn chủ quan, kỹ năng cần thiết, nhận thức lợi ích nhận được khi tham gia NCKH.

Phương pháp nghiên cứu được thực hiện thông qua hai bước chính:

Nghiên cứu định tính: thực hiện lượt khảo các kết quả nghiên cứu trước trên thế giới và ở Việt Nam để tìm hiểu sâu về những nhân tố ảnh hưởng đến TNNC KH của sinh viên. Đồng thời, tiếp tục nghiên cứu định tính bằng phương pháp quan sát, trò chuyện sinh viên (phỏng vấn), thảo luận chuyên gia (chủ yếu là giảng viên hướng dẫn và một số giảng viên khác trong trường đại học Ngân hàng) để điều chỉnh nhân tố ảnh hưởng đến TNNC KH phù hợp với sinh viên Việt Nam.

Nghiên cứu định lượng:

Dựa trên cơ sở lý thuyết cùng kết quả nghiên cứu định tính thông qua phương pháp xây dựng thang đo đề xuất mô hình nghiên cứu. Từ đó, thiết lập phiếu câu hỏi để tiến hành khảo sát thu thập dữ liệu. Sau đó, xử lý dữ liệu thu thập được bằng phần mềm SPSS.

Về các phương pháp ước lượng, đề tài sử dụng phương pháp thống kê mô tả để đánh giá chung về TNNC KH của sinh viên và các yếu tố ảnh hưởng, sau đó tiếp tục kiểm định độ tin cậy Cronbach's Alpha và phân tích nhân tố khám phá EFA để xây dựng thang đo cho từng yếu tố ảnh hưởng và chắc lọc các yếu tố ảnh hưởng đến TNNC KH của sinh viên. Phương pháp quan trọng giúp phân tích dữ liệu thu thập được thành kết quả hồi quy có ý nghĩa khoa học là phương pháp hồi quy OLS xây dựng mô hình hồi quy phản ánh mối tương quan giữa các thành phần TNNC KH của sinh viên và các nhân tố ảnh hưởng. Bên cạnh đó, kiểm định giả thiết phụ được thực hiện để đảm bảo kết quả thu được thỏa mãn các giả định hồi quy và kiểm định sự khác biệt giữa các biến định tính để đánh giá xem có sự khác biệt có ý nghĩa về TNNC KH theo các biến định tính không?

Ngoài ra, để kiểm định tính suy rộng cho tổng thể và kiểm tra tính vững của các biến trong mẫu ban đầu, tác giả còn sử dụng kỹ thuật lấy mẫu có hoàn lại Bootstrap.

#### **3.2. Phương pháp xây dựng thang đo**

##### **3.2.1. Bộ biên đo lường khái niệm TNNC**

Trên cơ sở tham khảo thang đo khái niệm TNNC qua các nghiên cứu của nhóm tác giả Bordovskaia và cộng sự từ nghiên cứu ban đầu năm 2012 và phát triển nghiên cứu qua hàng năm 2013, 2014 và trao đổi với chuyên gia và từ kết quả nghiên cứu định tính, tác giả đã chỉnh sửa

lại một số từ ngữ để cụ thể, dễ hiểu và loại bỏ một số biến quan sát không phù hợp với đối tượng khảo sát. Thang đo TNNC KH của tác giả gồm 2 thành phần với tất cả 7 biến quan sát.

### Thang đo Thành phần nhận thức TNNC

Ký hiệu	Tên biến quan sát	Nguồn
NT1	Khi tiếp cận một vấn đề, tôi thường nhìn nhận một cách sâu sắc.	Bordovskaia và Kostromina, 2013.
NT2	Tôi thường phân tích theo các cách nhìn khác nhau cho một vấn đề.	
NT3	Tôi thường có những ý tưởng mới mẻ, sáng tạo.	

*Nguồn: Tổng hợp tác giả*

### Thang đo Thành phần hành vi của TNNC

Ký hiệu	Tên biến quan sát	Nguồn
HV1	Khi cần thiết tôi sẵn sàng làm việc cật lực để đạt được mục tiêu nghiên cứu	Kostromina và Kosum, 2012
HV2	Tôi luôn kiểm soát tốt những khó khăn xảy ra đối với tôi trong nghiên cứu	
HV3	Dù gặp khó khăn gì đi nữa, tôi luôn cam kết hoàn thành nghiên cứu đến cùng.	
HV4	Tôi luôn có khả năng đối phó với những khó khăn không lường hết trong nghiên cứu.	

*Nguồn: Tổng hợp tác giả*

### Những yếu tố ảnh hưởng đến TNNC của sinh viên

Kí hiệu	Tên biến quan sát	Cơ sở đề xuất biến
TN2	Thiếu tự tin về năng lực nghiên cứu của mình	Darriulat (2012); Lý thuyết tăng băng năng lực; Lý thuyết TRA, TPB; Kết quả nghiên cứu định tính
TN3	Nghĩ mình không thích hợp NCKH	Lý thuyết tăng băng năng lực; Lý thuyết TRA, TPB; Kết quả nghiên cứu định tính
TN4	Nghĩ NCKH không quan trọng	Sjoberg and Schreiner, (2007); Lý thuyết tăng băng năng lực; Lý thuyết TRA, TPB; Kết quả nghiên cứu định tính
TN5	Dành ưu tiên nhiều hơn cho học kỹ năng, ngoại ngữ hoặc đi làm thêm	Blackburn và Lawrence, (1995); Azad và Seyyed, (2007); Lý thuyết tăng băng năng lực; Lý thuyết TRA, TPB
TN6	Không hứng thú NCKH	Lý thuyết tăng băng năng lực; Lý thuyết TRA, TPB; Kết quả nghiên cứu định tính

*Nguồn: Tổng hợp tác giả*

### Thang đo Nhận thức về lợi ích của sinh viên nhận được khi tham gia NCKH

ý hiệu	Biến quan sát	Cơ sở đề xuất biến
LI1	Được cộng điểm rèn luyện	Azjen (1991); Lý thuyết TRA, TPB; khung lý thuyết MOA và kết quả nghiên cứu định tính
LI2	Được cộng điểm vào điểm trung bình học tập	
LI3	Được khen thưởng, vinh danh trong các buổi lễ lớn: lễ tốt nghiệp, lễ khai giảng,...	
LI4	Được cấp giấy chứng nhận tham gia NCKH	
LI5	Đào sâu kiến thức chuyên ngành	Azad và Seyyed (2007); Lý thuyết TRA, TPB; khung lý thuyết MOA; Vưu Thị Thùy Trang (?)
LI6	Cung cấp nền tảng cho việc học cao hơn (cao học, tiến sĩ,...)	Azad và Seyyed (2007), Chen, Gupta & Hoshower (2006)
LI7	Rèn luyện các kỹ năng	Kết quả nghiên cứu định tính



LI8	Xây dựng và mở rộng các mối quan hệ với thầy cô, bạn bè,...	Kết quả nghiên cứu định tính
-----	---	------------------------------

Nguồn: Tổng hợp tác giả

### Thang đo Chuẩn chủ quan

Ký hiệu	Biến quan sát	Cơ sở đề xuất biến
CQ1	Thầy cô khuyến khích, hướng dẫn bạn tham gia NCKH	Begley và Tan (2001) và Linan và Chen (2006); lý thuyết TRA, TPB và kết quả nghiên cứu định tính
CQ2	Bạn bè nói nhiều NCKH và rủ bạn cùng tham gia	
CQ3	Gia đình động viên bạn tham gia NCKH	
CQ4	Chính sách của nhà trường về gắn kết NCKH và đào tạo đại học	Bandura (1997) và Nguyễn Hà Hương và cộng sự (2011) và kết quả nghiên cứu định tính

Nguồn: Tổng hợp tác giả

### Thang đo Khả năng cần thiết

Ký hiệu	Biến quan sát	Cơ sở đề xuất biến
KN1	Tự học, tự nghiên cứu	Nguyễn Quốc Nghi và cộng sự (2011); lý thuyết tăng năng lực; khung lý thuyết MOA và kết quả nghiên cứu định tính
KN2	Khả năng phân chia và sử dụng thời gian hiệu quả	
KN3	Làm việc nhóm, giao tiếp	
KN4	Khả năng Tin học: Word, Excel, phần mềm toán học SPSS,...	
KN5	Khả năng ngoại ngữ	
KN6	Khả năng phát hiện vấn đề, nảy sinh ý tưởng (tư duy sáng tạo)	

Nguồn: Tổng hợp tác giả

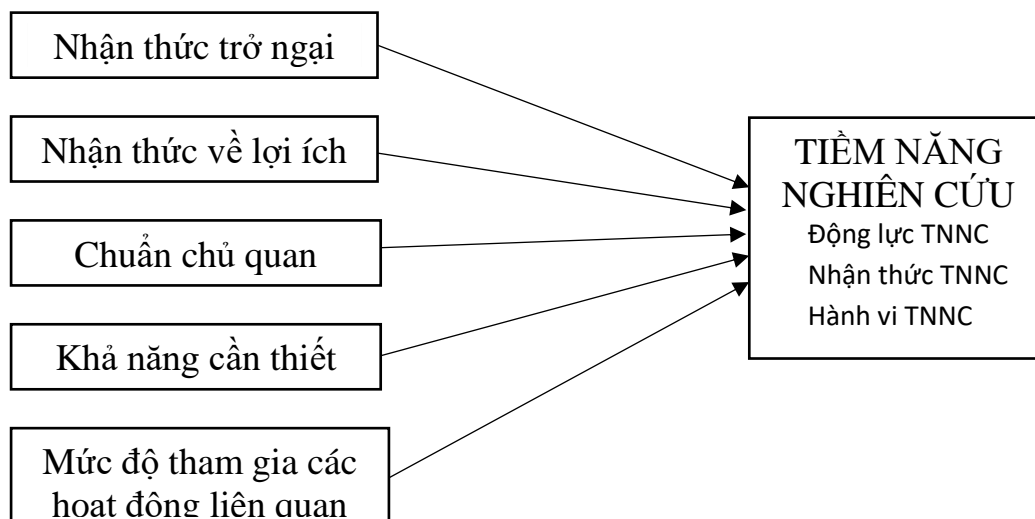
### Thang đo Tham gia các hoạt động liên quan NCKH

Ký hiệu	Biến quan sát	Cơ sở đề xuất biến
TG1	Tham dự buổi hội thảo về NCKH	Khung lý thuyết MOA; Kết quả nghiên cứu định tính
TG2	Tham gia các khóa học về NCKH	
TG3	Tham dự buổi xét duyệt đề tài NCKH cấp Trường, cấp Thành	
TG4	Tham dự hoạt động khoa học khác	

Nguồn: Tổng hợp tác giả

### 3.3. Mô hình nghiên cứu đề xuất

Dựa trên cơ sở lý thuyết, kết quả nghiên cứu định tính làm cơ sở để tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu sau:



### 3.4. Phương pháp lấy mẫu

#### 3.4.1. Mô tả nội dung phiếu câu hỏi

Phần	Nội dung từng phần	Cách tính điểm
Nhóm câu hỏi đánh giá TNNC của sinh viên	Thành phần nhận thức	Hoàn toàn không đồng ý Không đồng ý Bình thường Đồng ý Rất đồng ý
	Thành phần hành vi	
Nhóm câu hỏi các yếu tố ảnh hưởng đến TNNC	Nhận thức trở ngại	
	Nhận thức lợi ích nhận được khi tham gia NCKH	
	Chuẩn chủ quan	
	Khả năng cần thiết	
	Tham gia hoạt động liên quan NCKH	

#### 3.4.2. Phương pháp chọn mẫu

Phương pháp chọn mẫu được áp dụng là phương pháp chọn mẫu nhiều giai đoạn kết hợp ngẫu nhiên phân tầng theo các tiêu thức. Trên địa bàn thành phố chọn ngẫu nhiên 5 trường đại học có đào tạo khối ngành Kinh tế - quản lý. Trong mỗi trường chọn ngẫu nhiên phân tầng theo các tiêu thức như giới tính, năm học,... Kết hợp khảo sát trực tiếp và khảo sát online để gia tăng số mẫu và tận dụng được những lợi thế mà mỗi loại phương thức khảo sát mang lại.

### 4. Kết quả nghiên cứu và bàn luận

#### 4.1. Mô tả mẫu nghiên cứu

#### 4.2. Thang đo chính thức cho nghiên cứu

Thành phần	Số lượng	Tỉ lệ %	
Trường đại học	Ngân hàng	53	23.56%
	Kinh tế - Luật	57	25.33%
	Công nghiệp	42	18.67%
	Kinh tế	38	16.89%
	Mở	35	15.56%
Giới tính	Nam	69	30.67%
	Nữ	156	69.33%
Đối tượng	Đã từng NCKH	66	29.33%
	Chưa NCKH	159	70.67%
Năm thứ	Năm 1	9	4%
	Năm 2	126	56%
	Năm 3	43	19.11%
	Năm 4	47	20.89%
Học lực trong học kỳ gần nhất	Giỏi	53	23.56%
	Khá	142	63.11%
	Trung bình	30	13.33%

Từ kết quả kiểm định các thang đo, phân tích nhân tố, kết hợp đối chiếu với kết quả nghiên cứu định tính, thang đo chính thức được xây dựng gồm:

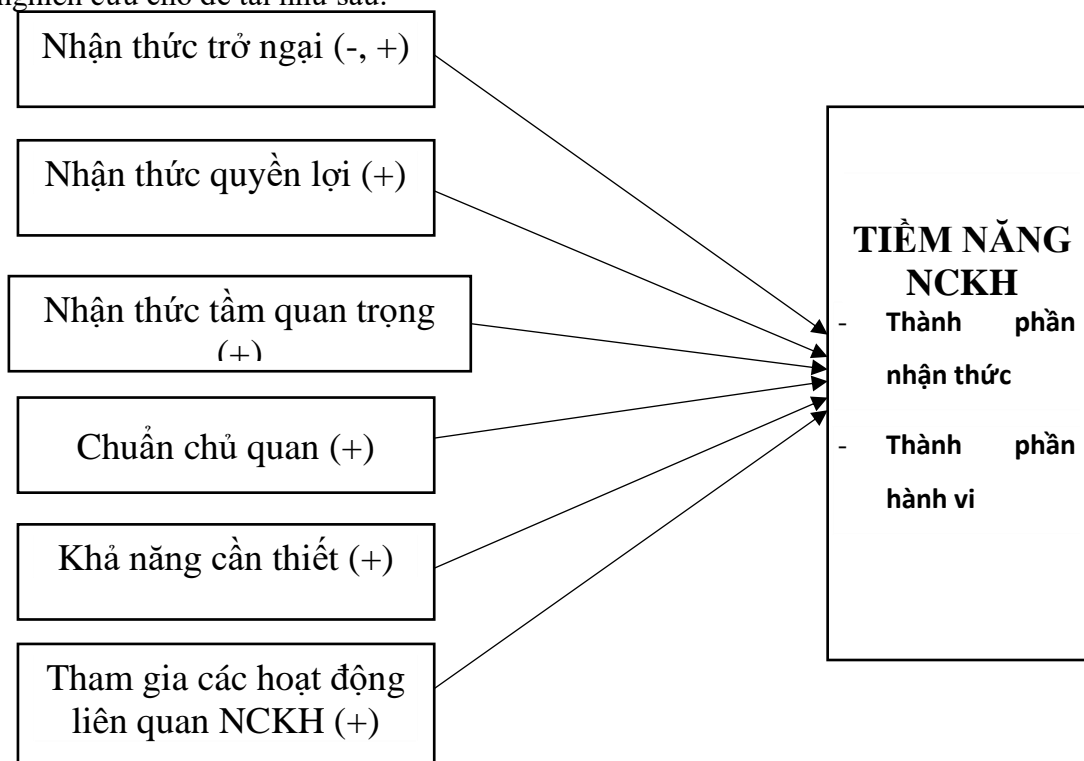
#### **Bảng Error! No text of specified style in document..10 Tóm tắt số biến quan sát và độ tin cậy của thang đo**

Tên thang đo	Số biến quan sát còn lại	Tên biến quan sát	Độ tin cậy
Thành phần nhận thức TNNC	3	NT1, NT2, NT3	0.669

Thành phần hành vi TNNC	3	HV1, HV2, HV3	0,716
Nhận thức trở ngại	4	TN3, TN4, TN5, TN6	0,744
Nhận thức quyền lợi sinh viên NCKH	3	LI2, LI3, LI4	0,789
Nhận thức tầm quan trọng NCKH	4	LI5, LI6, LI7, LI8	0,854
Chuẩn chủ quan	4	CQ1, CQ2, CQ3, CQ4	0,749
Khả năng cần thiết	6	KN1, KN2, KN3, KN4, KN5, KN6	0,830
Tham gia các hoạt động liên quan đến NCKH	3	TG1, TG3, TG4	0,738

#### 4.3. Mô hình nghiên cứu và đề xuất giả thuyết

Từ kết quả trên, tác giả đã hiệu chỉnh lại mô hình nghiên cứu chính thức và đề xuất các giả thiết nghiên cứu cho đề tài như sau:



**Hình 3.3. Mô hình nghiên cứu hiệu chỉnh**

*Nguồn: Kết quả nghiên cứu của tác giả*

Đề xuất giả thuyết:

H1a: Nhận thức trở ngại có ảnh hưởng âm đến biến nhận thức TNNC

H1b: Nhận thức trở ngại có ảnh hưởng dương đến biến hành vi TNNC

H2a: Nhận thức về quyền lợi có ảnh hưởng dương đến biến nhận thức TNNC

H2b: Nhận thức về quyền lợi có ảnh hưởng dương đến biến hành vi TNNC

H3a: Nhận thức về tầm quan trọng NCKH có ảnh hưởng dương đến biến nhận thức TNNC

H3b: Nhận thức về tầm quan trọng có ảnh hưởng dương đến biến hành vi TNNC

H4a: Chuẩn chủ quan có ảnh hưởng dương đến biến nhận thức TNNC

H4b: Chuẩn chủ quan có ảnh hưởng dương đến biến hành vi TNNC

H5a: Khả năng cần thiết có ảnh hưởng dương đến biến nhận thức TNNC

H5b: Khả năng cần thiết có ảnh hưởng dương đến biến hành vi TNNC

H6a: Mức độ tham gia các hoạt động liên quan NCKH có ảnh hưởng dương đến biến nhận thức TNNC

H6b: Mức độ tham gia các hoạt động liên quan NCKH có ảnh hưởng dương đến biến hành vi

#### 4.4. Đánh giá chung TNNC của sinh viên

Đánh giá TNNC của sinh viên dựa trên tổng điểm của 2 mặt nhận thức, hành vi của mỗi sinh viên trong mẫu khảo sát, ta được bảng sau:

**Bảng Error! No text of specified style in document..3 Tổng điểm TNNC KH của sinh viên đại học khối Kinh tế -quản lý trên 2 mặt nhận thức và hành vi**

Tổng điểm(x)	Xếp loại	Số lượng sinh viên	Tỉ lệ %
$6 \leq x < 10$	Rất thấp	7	3,11%
$11 \leq x < 15$	Thấp	19	8,44%
$16 \leq x < 20$	Trung bình	101	44,89%
$21 \leq x < 25$	Cao	76	33,78%
$26 \leq x \leq 30$	Rất cao	22	9,78%

*Nguồn: Tác giả tính toán từ kết quả khảo sát*

Dựa vào bảng trên, có thể đánh giá mức độ TNNC KH của sinh viên không đồng đều. Đa số sinh viên có TNNC KH ở mức độ trung bình (chiếm 44,89%), kể đến là 76 sinh viên có TNNC KH xếp loại cao (chiếm 33,78%). So với số sinh viên có TNNC KH rất thấp thì số sinh viên có TNNC KH rất cao gấp hơn 3 lần, cụ thể có 7 sinh viên được xếp loại TNNC KH rất thấp, 22 sinh viên có TNNC KH rất cao. Như vậy, có thể kết luận đa số sinh viên có TNNC KH mức trung bình và cao.

#### 4.5. Kết quả hồi quy đa biến

##### 4.5.1. Hồi quy theo biến phụ thuộc thành phần nhận thức của TNNC

Xét thấy, mô hình hồi quy theo QT, TG tốt nhất trong tất cả mô hình, do có độ phù hợp cao nhất ( $R^2$  hiệu chỉnh = 34,9%), hệ số hồi quy của biến QT, TG đều có ý nghĩa thống kê. Do vậy, thành phần nhận thức TNNC KH của sinh viên chịu ảnh hưởng bởi 2 biến:

Nhận thức tầm quan trọng của NCKH (QT);

Mức độ tham gia các hoạt động liên quan NCKH (TG).

Theo kết quả bảng 4.13, ta thấy chỉ có hệ số  $\beta$  của biến QT có ý nghĩa và  $\beta > 0$  chứng tỏ mối quan hệ thuận chiều giữa biến độc lập QT và biến phụ thuộc NT nên giả thuyết H3a, H6a được chấp thuận. Các giả thuyết còn lại không được chấp nhận với bộ dữ liệu nghiên cứu.

Để đảm bảo kết quả thu được có tính suy rộng cho tổng thể, tác giả sử dụng kỹ thuật Bootstrap lấy mẫu có hoàn lại để đánh giá tính chính xác của các ước lượng thông kê của mẫu ban đầu (Nguyễn Văn Chức, 2011).

Bảng 4.14: Kết quả hồi quy Bootstrap theo biến phụ thuộc NT

Model	B	Bootstrap <sup>a</sup>				
		Bias	Std. Error	Sig. (2-tailed)	BCa 95% Confidence Interval	
					Lower	Upper
1 (Constant)	.724	-.004	.261	.007	.245	1.224
TN	.036	.001	.067	.594	-.096	.166
QL	.039	.000	.072	.597	-.101	.177
QT	.414	.001	.089	.001	.244	.591
CQ	.108	-.002	.062	.079	-.005	.217
KN	.080	.000	.101	.417	-.134	.274
TG	.131	.002	.058	.027	.017	.256

a. Kết quả bootstrap của 1000 mẫu bootstrap.

Theo kết quả hồi quy cho mẫu ban đầu gồm 225 mẫu thu được hệ số hồi quy của 2 biến Nhận thức tầm quan trọng NCKH (QT); Mức độ tham gia các hoạt động liên quan NCKH (TG) đều có ý nghĩa thống kê. Bên cạnh đó, kết quả hồi quy cho mẫu mới được tạo ra nhờ kỹ thuật Bootstrap cũng cho thấy hệ số hồi quy của cả 2 biến này đều có ý nghĩa thống kê, do vậy, để suy rộng cho tổng thể, tác giả kết luận thành phần nhận thức TNNC KH của sinh viên chịu ảnh hưởng bởi 2 biến: Nhận thức tầm quan trọng NCKH (QT); Mức độ tham gia các hoạt động liên quan đến NCKH (TG), trong đó biến QT có ảnh hưởng nhiều hơn đến thành phần nhận thức của TNNC.

##### 4.5.2. Hồi quy theo biến phụ thuộc thành phần hành vi của TNNC

Từ kết quả bảng hồi quy, ta thấy chỉ có hệ số  $\beta$  của biến TN, QT, TG có ý nghĩa và đều có giá trị dương chứng tỏ ba biến này tác động thuận chiều đến biến phụ thuộc HV, do đó, giả thuyết



H1b, H3b, H6b được ủng hộ. Các giả thuyết còn lại không được chấp thuận bởi bộ dữ liệu nghiên cứu.

Thông qua hệ số hồi quy chuẩn hóa, ta biết được mức độ quan trọng của các nhân tố tham gia vào mô hình hồi quy này, cụ thể biến nhận thức tầm quan trọng của NCKH có ảnh hưởng cao nhất ( $Beta = 0,450$ ), biến nhận thức trở ngại có ảnh hưởng cao nhì ( $Beta = 0,207$ ) và thấp nhất là biến tham gia hoạt động liên quan đến NCKH ( $Beta = 0,118$ ) đến thành phần hành vi TNNC.

Để đảm bảo kết quả thu được có tính suy rộng cho tổng thể, tác giả sử dụng kỹ thuật Bootstrap lấy mẫu có hoàn lại để đánh giá độ chính xác các ước lượng thống kê của mẫu ban đầu (Nguyễn Văn Chức, 2011).

**Bảng 4.19. Hồi quy cho mẫu Bootstrap theo HV**

Mô hình	Hệ số B	Bootstrap <sup>a</sup>				
		Bias	Độ lệch chuẩn	Giá trị Sig. (2 phía)	Khoảng tin cậy 95%	
					Dưới	Trên
1 (Constant)	1.010	.014	.276	.001	.500	1.608
TN	.182	-.002	.047	.001	.086	.274
QL	.036	.001	.051	.500	-.064	.134
QT	.405	-.002	.063	.001	.280	.532
TG	.110	-.001	.059	.063	-.007	.222

Kết quả của 1000 mẫu bootstrap.

Theo kết quả hồi quy cho mẫu ban đầu (225 mẫu) thu được 3 biến Nhận thức trở ngại; Nhận thức tầm quan trọng NCKH; Mức độ tham gia các hoạt động liên quan NCKH đều có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, kết quả hồi quy cho mẫu mới được tạo ra nhờ kỹ thuật Bootstrap gồm 1000 mẫu cho thấy biến Mức độ tham gia các hoạt động liên quan NCKH (TG) có  $sig = 0.63 > 0.05$ , chứng tỏ biến TG có tác động không vững trong tổng thể, do vậy, để suy rộng cho tổng thể, tác giả kết luận thành phần hành vi TNNC KH của sinh viên chịu ảnh hưởng bởi 2 biến Nhận thức trở ngại (TN); Nhận thức tầm quan trọng của NCKH (QT, trong đó biến QT có ảnh hưởng nhiều hơn đến thành phần hành vi TNNC KH của sinh viên.

#### **4.6. Kiểm định sự khác biệt giữa các biến định tính**

Không có sự khác biệt có ý nghĩa theo giới tính; thành phần nhận thức TNNC có sự khác biệt có ý nghĩa giữa nhóm sinh viên chưa học và đã học NCKH, giữa sinh viên năm học khác nhau; thành phần hành vi TNNC có sự khác biệt có ý nghĩa giữa các nhóm sinh viên theo mức học lực và theo trường đại học với bộ số liệu nghiên cứu.

#### **4.7. Thảo luận kết quả nghiên cứu**

Kết quả nghiên cứu cho thấy biến nhận thức tầm quan trọng NCKH có ảnh hưởng thuận chiều và cao nhất đến thành phần nhận thức và thành phần hành vi TNNC. Kết quả này tương thích với kết quả của Azad và Seyyed (2007) và phù hợp thực tế.

Một điểm mới, điểm đáng chú ý của nghiên cứu là: Biến nhận thức trở ngại TN có ảnh hưởng dương đến thành phần hành vi TNNC do hệ số  $B = 0,146 > 0$  và không có ảnh hưởng có ý nghĩa đến thành phần nhận thức TNNC. Kết quả này tương thích với kỳ vọng của tác giả khi đặt giả thuyết H1b. Nhận thức trở ngại có thể giúp sinh viên nhận biết được những nhân tố cản trở của bản thân để có thể tự điều chỉnh, sửa đổi cũng là đòn bẩy giúp sinh viên nỗ lực khắc phục những hạn chế, tư tưởng đó để tạo ra những thay đổi tích cực. Do đó, có thể kết luận kết quả này phù hợp thực tế. Có thể thấy sau khi tham gia NCKH các bạn sinh viên đã có những hiểu biết đáng kể, thay đổi nhận thức, học hỏi được nhiều kinh nghiệm nghiên cứu, có cái nhìn sâu sắc hơn về hoạt động nghiên cứu (hộp 1 mục 3.2), mặc dù hoạt động NCKH của sinh viên vẫn còn nhiều hạn chế.

Mức độ tham gia các hoạt động liên quan NCKH có ảnh hưởng dương đến cả thành phần nhận thức của TNNC. Kết quả này được cho là phù hợp thực tế. Mức độ tham gia hoạt động liên quan NCKH phản ánh được mức độ rèn luyện, học tập của sinh viên. Mỗi hoạt động đều có giá

trị bổ ích riêng, nhiều hay ít đều có tác động đến người tham gia, do đó, việc tham gia hoạt động liên quan NCKH sẽ giúp sinh viên học hỏi được nhiều kinh nghiệm từ chuyên gia, thầy cô, bạn bè,... Điều này một phần phản ánh những sinh viên đã tham gia các hoạt động liên quan đến NCKH hầu hết đều có mong muốn học hỏi kinh nghiệm NCKH.

Kết quả kiểm định nghiên cứu của đề tài cho kết quả phù hợp với lý thuyết: Với điều kiện sống khác nhau, nhu cầu khác nhau... thì sinh viên khối ngành Kinh tế - quản lý lại có những TNNC KH khác nhau khi học tập tại môi trường đại học khác nhau. Kết quả này tương thích với kết quả nghiên cứu của Bordovskaia và cộng sự (2012): Sự phát triển các thành phần TNNC của sinh viên phụ thuộc vào môi trường học tập của họ.

Có thể thấy, kết quả đạt được của đề tài đem so với các kết quả nghiên cứu trước chỉ mang tính tương đối bởi vì mỗi đối tượng, mỗi đất nước, vùng, trường đại học đều có sự khác nhau về văn hóa, về nhu cầu, mong muốn của sinh viên, về điều kiện, phương pháp, môi trường đào tạo. Tuy nhiên, nghiên cứu một cách khoa học bằng phương pháp định lượng luôn đảm bảo tính khách quan về mặt cơ sở lý thuyết.

## **5. Kết luận và khuyến nghị của nghiên cứu**

### **5.1. Kết luận cho đề tài nghiên cứu**

Có thể thấy kết quả nghiên cứu đã giải quyết vấn đề nghiên cứu đặt ra, 6 yếu tố tác giả đặt giả thuyết ảnh hưởng đến TNNC KH thì có 3 yếu tố ảnh hưởng gồm: (1) Nhận thức tầm quan trọng NCKH, (2) Nhận thức trở ngại, (3) Tham gia các hoạt động liên quan NCKH. Ngoài ra, kiểm định sự khác biệt giữa các nhóm yếu tố thu được kết quả là không có sự khác biệt có ý nghĩa theo giới tính; thành phần nhận thức TNNC có sự khác biệt có ý nghĩa giữa nhóm sinh viên chưa học và đã học NCKH, giữa sinh viên năm học khác nhau; thành phần hành vi TNNC có sự khác biệt có ý nghĩa giữa các nhóm sinh viên theo mức học lực và theo trường đại học với bộ số liệu nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu được tác giả đánh giá là khá phù hợp với thực tế về TNNC KH của sinh viên Việt Nam hiện nay, có sự tương thích với các kết quả nghiên cứu trước và có những điểm mới bổ sung và khác biệt so với các kết quả trước (như đã phân tích ở phần thảo luận kết quả hồi quy).

### **5.2. Hàm ý nghiên cứu và khuyến nghị cho các đối tượng liên quan**

Các hàm ý của nghiên cứu là:

*Thứ nhất*, yếu tố Nhận thức tầm quan trọng NCKH có điểm trung bình cao nhất và có ảnh hưởng nhiều nhất đến TNNC KH của sinh viên. Điều này hàm ý rằng khi sinh viên nhận thức được tầm quan trọng của NCKH thì thúc đẩy TNNC của sinh viên.

*Thứ hai*, yếu tố Nhận thức trở ngại có ảnh hưởng thuận chiều đến thành phần hành vi của TNNC. Điều này hàm ý rằng những yếu tố cản trở khi sinh viên bắt đầu NCKH cũng là yếu tố thúc đẩy sinh viên NCKH để tiến bộ hơn, và thay đổi những quan điểm cá nhân của sinh viên về hoạt động NCKH.

*Thứ ba*, yếu tố Tham gia các hoạt động liên quan đến NCKH có ảnh hưởng dương đến thành phần hành vi của TNNC KH của sinh viên. Điều này hàm ý rằng sinh viên tham gia nhiều các hoạt động liên quan NCKH có tác động tích cực đến TNNC.

*Thứ tư*, từ kết quả kiểm định có sự khác biệt có ý nghĩa về TNNC KH của sinh viên theo các nhóm yếu tố như giữa nhóm sinh viên đã học NCKH và chưa học, giữa sinh viên năm học khác nhau, nhóm sinh viên có mức học lực khác nhau, nhóm sinh viên học trường đại học khác nhau. Điều này hàm ý cần có giải pháp riêng biệt tác động đến từng nhóm đối tượng và giải pháp phối hợp nhóm đối tượng để tranh thủ điểm mạnh của đối tượng này hạn chế điểm yếu của nhóm kia, từ đó, gia tăng TNNC của sinh viên một cách hiệu quả.

Hiện nay, hai giải pháp nâng cao nhận thức sinh viên về tầm quan trọng của NCKH và giúp sinh viên tăng cường tham gia các hoạt động liên quan đến NCKH đã được nhà trường quan tâm và đưa vào thực hiện nhiều chính sách khuyến khích. Tuy nhiên đối với giải pháp tăng cường nhận thức về trở ngại của sinh viên NCKH khá ít được quan tâm, thực chất giải pháp này chịu ảnh hưởng nhiều từ phía sinh viên.

Từ những phân tích trên, tác giả nhận thấy để thúc đẩy TNNC của sinh viên cần có sự nỗ lực thực hiện chính của ba nhóm đối tượng: sinh viên, giảng viên và nhà trường.

### **5.2.1. Đối với bản thân sinh viên**

*Một là*, xác định rõ mục tiêu NCKH, NCKH giúp bản thân đạt được gì, NCKH có ý nghĩa gì đối với bản thân trước khi thực hiện NCKH.

*Hai là*, sinh viên cần phát huy tính chủ động, tích cực tự nghiên cứu, học hỏi, noi gương theo những tấm gương sáng về NCKH, cố gắng tìm kiếm bạn bè, anh chị sinh viên khóa trước – sinh viên đã từng NCKH để có thể hỗ trợ cho nhau trong quá trình NCKH, liên hệ giảng viên để trao đổi, tự tin vào khả năng bản thân, tự xây dựng niềm hứng thú NCKH thông qua lựa chọn đề tài phù hợp, bạn cùng tham gia hoặc cách thức nghiên cứu,....

*Ba là*, sinh viên nên hình thành thói quen NCKH trong nhà trường. Tham gia nhiều các khóa học bồi dưỡng kỹ năng, năng lực và các hoạt động NCKH khác.

### **5.2.2. Đối với giảng viên**

Các thầy cô là tấm gương sáng, là người tiếp xúc nhiều với sinh viên trên giảng đường, nên có sức ảnh hưởng lớn đến sinh viên, do vậy, giảng viên sẽ người định hướng quan trọng cho sinh viên tiếp cận và thực hiện NCKH. Cụ thể: giảng viên có thể trực tiếp thông báo và khuyến khích sinh viên tham gia buổi hội thảo, tập huấn NCKH của trường tổ chức, cuộc thi NCKH. Trong quá trình giảng dạy giảng viên có thể lồng ghép trao đổi với sinh viên chủ đề liên quan NCKH để tăng sự hiểu biết của sinh viên về NCKH, nâng cao mức độ nhận thức của sinh viên tầm quan trọng NCKH. Từ đó, khích lệ sinh viên NCKH.

### **5.2.3. Đối với nhà trường**

Từ kết quả nghiên cứu yếu tố nhận thức tầm quan trọng của NCKH có ảnh hưởng nhiều nhất đến cả hai thành phần TNNC và kết quả kiểm định thành phần nhận thức TNNC có sự khác biệt có ý nghĩa giữa nhóm sinh viên chưa học và đã học NCKH, nhà trường nên đẩy mạnh chính sách gắn kết đào tạo đại học và NCKH. Xây dựng các quy định về các vấn đề NCKH một cách cụ thể, rõ ràng, phù hợp với quy định của Bộ Giáo dục và đào tạo. Quy định này phải được công bố công khai rộng rãi đến sinh viên để tăng mức độ hiểu, nâng cao nhận thức của sinh viên về hoạt động NCKH trong nhà trường. Bên cạnh những quy định thể lệ dự thi NCKH, các trường đại học nên có coi trọng thông báo về gia tăng nhận thức của sinh viên về tầm quan trọng của NCKH.

Đẩy mạnh tổ chức các hoạt động, phong trào liên quan NCKH. Mời các chuyên gia tổ chức giáo dục những kỹ năng cần thiết cho NCKH và cung cấp cho sinh viên những kiến thức NCKH. Tổ chức trao đổi, hội thảo về cách viết đề cương nghiên cứu nhằm giúp sinh viên đi đúng hướng, tiết kiệm thời gian.

Từ kết quả kiểm định thành phần hành vi TNNC khác nhau theo mức học lực và theo trường đại học, nhà trường nên coi trọng nhóm sinh viên có học lực tốt trong NCKH, kết hợp hoạt động NCKH giữa trường đại học. Lúc này các sinh viên có thể học hỏi, hỗ trợ nhau trong hoàn thiện các đề tài nghiên cứu và nhận được sự hỗ trợ phối hợp cùng lúc từ các trường, tranh thủ cơ sở vật chất, nguồn tài liệu, thế mạnh của mỗi trường... để tạo được độ lan tỏa hoạt động nghiên cứu trong sinh viên, mang lại nhiều hiệu ứng tốt và gia tăng chất lượng hoạt động NCKH.

## **5.3. Hạn chế**

Về số mẫu khảo sát, do hạn chế về điều kiện nghiên cứu (thời gian, không gian, nguồn lực) nên số mẫu nghiên cứu chỉ dừng lại ở 225 mẫu.

Về nội dung nghiên cứu: nhiều yếu tố chưa được đưa vào khảo sát trong bảng câu hỏi. Những yếu tố đưa vào bảng câu hỏi là những yếu tố tiêu biểu đã được chắc lọc. Nghiên cứu được thực hiện trong khoảng thời gian ngắn nên không so sánh được sự thay đổi của TNNC theo thời gian và sự biến đổi từ TNNC thành hoạt động NCKH thực tế.

Về thang đo: Thang đo dù đã được kiểm định, tuy nhiên được đưa ra chủ yếu dựa trên cơ sở các nghiên cứu nước ngoài và thông qua dịch thuật, chưa tìm thấy một thang đo liên quan của nghiên cứu trong nước.

Về phương pháp thu thập dữ liệu: Trong nghiên cứu định lượng phương pháp thu thập thông tin được thực hiện là khảo sát trực tiếp và khảo sát online nên mẫu nghiên cứu không tránh khỏi sự không đồng nhất.

#### **5.4. Hướng nghiên cứu tiếp theo**

Nghiên cứu đề xuất 2 hướng nghiên cứu tiếp theo là:

Một là, tiếp tục nghiên cứu để hoàn thiện đề tài với số mẫu khảo sát nhiều hơn nhằm giảm sai lệch về kết quả nghiên cứu.

Hai là, tiếp tục tìm hiểu và bổ sung thêm các biến để mô hình được hoàn thiện hơn và kiểm định lại ở các thành phố khác tương tự như TP.HCM nhằm tăng cường độ tin cậy cho mô hình nghiên cứu.

#### **TÀI LIỆU THAM KHẢO**

- [1] Ajzen, I. (1991). The Theory of Planned Behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Process*, No. 50, 179.
- [2] Azad, N. & Seyyed, J. (2007). Factors influencing faculty research productivity: evidence from AACSB accredited schools in the GCC countries. *Journal of International Business Research*, 6(1),91–112.

### **NGHIÊN CỨU CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN Ý ĐỊNH MUA SẮM LẶP LẠI CỦA NGƯỜI TIÊU DÙNG VIỆT NAM ĐỐI VỚI MỸ PHẨM HÀN QUỐC: TRƯỜNG HỢP CHO THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

**SV: Đinh Thị Thanh Huyền, Phan Kim Ngân,  
Võ Nhựt Quế, Đỗ Minh Trang  
Trường ĐH Ngân hàng TP HCM  
GVHD: Phạm Văn Kiên**

#### **TÓM TẮT**

*Nhóm tác giả thực hiện đề tài “Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến ý định mua sắm lặp lại của người tiêu dùng Việt Nam đối với mỹ phẩm Hàn Quốc: trường hợp cho thành phố Hồ Chí Minh” với mục tiêu học hỏi sự thành công của mỹ phẩm Hàn Quốc tại thị trường Việt Nam, cụ thể là thành phố Hồ Chí Minh, từ đó rút ra những kinh nghiệm và đề xuất hàm ý quản trị marketing cho các đơn vị của Việt Nam hiện đang tham gia thị trường mỹ phẩm tại TP HCM. Để thực hiện nghiên cứu này, nhóm tác giả đã khảo sát 450 người tiêu dùng tại TP HCM, họ là những người đã từng dùng qua mỹ phẩm Hàn Quốc. Từ dữ liệu thu thập được, nhóm tác giả sử dụng phương pháp định lượng nhằm xem xét sự tác động qua lại của các yếu tố được đề xuất trong mô hình nghiên cứu. Qua quá trình thực hiện, nhóm tác giả xác định được rằng ý định mua sắm lặp lại (RI – Repurchase Intention) bị tác động trực tiếp bởi yếu tố giá chấp nhận mua (PP - Perceived Price) và yếu tố truyền miệng (WOM – Word of Mouth). Tuy nhiên, khi trung gian qua yếu tố truyền miệng thì ý định mua sắm lặp lại chịu thêm sự tác động của yếu tố quốc gia xuất xứ (COO - Country of Origin). Như vậy, yếu tố truyền miệng có vai trò cực kỳ sâu sắc trong mô hình, đồng thời cũng thể hiện vai trò trung gian quan trọng đối với ý định mua sắm có tính lặp lại của khách hàng tại TP HCM đối với mỹ phẩm Hàn Quốc. Kết quả của bài nghiên cứu này không những góp phần hệ thống hóa cơ sở lý luận ngành mà còn là tài liệu tham khảo bổ ích cho các nhà marketing đang kinh doanh trong ngành nghề mỹ phẩm tại Việt Nam. Trong quá trình thực hiện đề tài nghiên cứu khoa học này, nhóm vẫn còn gặp nhiều hạn chế như kiến thức chưa đủ để thực hiện phương pháp định tính, cơ sở lý luận chủ yếu từ các nghiên cứu thực nghiệm tại nước ngoài, bên cạnh đó là các hạn chế về thời gian, kinh phí, phạm vi thực hiện đề tài. Tuy nhiên, trong thời gian sắp tới, nhóm tác giả sẽ cố gắng phát triển và hoàn thiện hơn đề tài để hỗ trợ nhiều hơn nữa cho các doanh nghiệp Việt Nam hiện đang tham gia ngành mỹ phẩm.*

**Từ khóa:** ý định mua sắm lặp lại, truyền miệng, quốc gia xuất xứ, giá chấp nhận mua.



## 1. Giới thiệu

### 1.1. Đặt vấn đề

Ngày nay, bên cạnh tiêu chuẩn của cái đẹp đang được toàn cầu hóa, mỗi châu lục trên thế giới đều gìn giữ cho mình những giá trị chuẩn mực làm nên nét đẹp truyền thống riêng. Theo Nguyễn Ngọc Ngọc (2014) ở tạp chí làm đẹp Herworldvietnam thì vẻ đẹp lý tưởng của người phụ nữ châu Á chính là vẻ đẹp đầy ngây thơ với làn da trắng mịn, đôi mắt to tròn, cơ thể mảnh mai, mái tóc óng ả buông xõa và hình ảnh người phụ nữ đẹp này cũng xuất hiện trong những phim ngắn minh họa các sản phẩm ca nhạc, phim ảnh của Hàn Quốc tạo ra cơn sóng Hàn Lưu. Hàn lưu hay Hallyu là tên gọi được bắt nguồn từ cách gọi của một số nhà báo ở Bắc Kinh về sự nổi tiếng nhanh chóng của Hàn Quốc với các sản phẩm liên quan đến K-drama, chương trình, nhạc K-pop, phim ảnh, thời trang, và cả sản phẩm làm đẹp của đất nước này tại Trung Quốc, hiện được dùng để ám chỉ sự nổi tiếng của văn hóa Hàn Quốc trên thế giới trong thế kỷ 21 (Anthony, 2006). Cụ thể, sản phẩm làm đẹp của Hàn Quốc có thể dễ dàng tìm thấy không chỉ ở cửa hàng mỹ phẩm, ở cửa hàng tiện lợi hay siêu thị, mà còn thông qua kênh mua sắm trực tuyến và mua sắm truyền hình. Theo Hiệp hội các nhà kinh doanh Dược phẩm Hàn Quốc (KPTA), năm 2012, kim ngạch xuất khẩu các sản phẩm làm đẹp tại đất nước này vượt qua hàng nhập khẩu. Trong những năm gần đây, các dòng mỹ phẩm đến từ Hàn Quốc đã được xuất khẩu sang 119 quốc gia trên thế giới. Amorepacific Corps-South (thương hiệu vẻ đẹp lớn nhất của Hàn Quốc) cho biết doanh số bán hàng tại Trung Quốc là 310 triệu đô la vào năm 2013, tăng 29% so với năm 2012 (Chung, 2014). Theo báo cáo về tổng quan thị trường Mỹ phẩm và Đồ dùng vệ sinh trong năm 2015 thì Trung Quốc đứng đầu trong việc nhập khẩu các sản phẩm làm đẹp đến từ Hàn Quốc, lên đến 27,7%, tiếp đến là Nhật Bản, Hồng Kông, Đài Loan và Hoa Kỳ. Hơn nữa, MarketLine năm 2014 báo cáo rằng thị trường sản phẩm làm đẹp thế giới đạt giá trị gần 35 tỷ đô la trong năm 2010 với tỉ lệ tăng trưởng 8,5%/năm. Ngành mỹ phẩm chiếm 35,3% thị trường toàn cầu vào năm 2014 (Statista, 2016). Trong đó thị trường Châu Á chiếm tỷ trọng lớn trong sự tăng trưởng này (Lopaciuk và Loboda, 2013).

Trong thời đại toàn cầu hóa Việt Nam cũng bị ảnh hưởng bởi cơn sốt Hallyu và công nghệ làm đẹp của đất nước này. Do đó mà ngành công nghiệp mỹ phẩm cũng dần dần phát triển tại thị trường Việt Nam, đặc biệt là các thành phố lớn như Hà Nội, Hồ Chí Minh, Đà Nẵng và Hải Phòng. Người tiêu dùng Việt Nam nói chung và phái nữ nói riêng đã đón nhận rất nồng nhiệt các dòng mỹ phẩm đến từ nhiều nước trong khu vực và trên toàn thế giới. Đặc biệt là các dòng mỹ phẩm Hàn Quốc rất phổ biến và được trưng bày tại các chuỗi cửa hàng lớn như TheFace Shop, Innisfree, Laneige,... Theo thông tin của Bộ Tài Chính các sản phẩm mỹ phẩm Hàn Quốc nhập khẩu vào Việt Nam đạt kim ngạch 12,7 triệu USD (Bộ Tài Chính, 2012). Theo cam kết cắt giảm thuế của Việt Nam trong Hiệp định Thương mại tự do với Hàn Quốc (VKFTA), đến năm 2017-2018, Việt Nam sẽ mở cửa cho các dòng mỹ phẩm Hàn Quốc được nhập khẩu với mức thuế ưu đãi 20%, vì thế dự đoán trong tương lai sản phẩm làm đẹp đến từ Hàn Quốc sẽ ngày càng phổ biến rộng rãi ở thị trường Việt Nam. Có phải mỹ phẩm Hàn Quốc gây ấn tượng ban đầu bởi mẫu mã, giá cả và chất lượng nhờ đó đã tạo ra một lượng lớn khách hàng trung thành tại thị trường Việt Nam, cụ thể là TPHCM? Tại sao mỹ phẩm Hàn Quốc lại có sức hút lớn như vậy trong khi Nhật Bản, Mỹ, Pháp,... cũng là những quốc gia nổi tiếng về ngành công nghiệp mỹ phẩm? Vậy điều gì khiến cho người tiêu dùng sẵn sàng sử dụng mỹ phẩm Hàn Quốc và còn có xu hướng lặp lại ý định tiêu dùng này?

Đã có nhiều bài nghiên cứu về ý định, hành vi mua sắm của khách hàng, trong đó cũng có ý định mua sắm lặp lại của người tiêu dùng trên thế giới nhưng nhận thấy sự ảnh hưởng khá lớn của mỹ phẩm Hàn Quốc đến người tiêu dùng tại thành phố Hồ Chí Minh nên nhóm nghiên cứu quyết định thực hiện đề tài: ***“Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến ý định mua sắm lặp lại của người tiêu dùng Việt Nam đối với mỹ phẩm Hàn Quốc: Trường hợp thành phố Hồ Chí Minh”*** để hỗ trợ phân nào cho các doanh nghiệp đang kinh doanh mỹ phẩm tại thị trường Việt Nam.

### 1.2. Câu hỏi nghiên cứu

Để có thể hoàn thành được những mục tiêu nghiên cứu đã xác định trên, nhóm nghiên cứu đã xác định đề tài và đưa ra các câu hỏi:

Thứ nhất, yếu tố nào sẽ tác động đến hành vi mua sắm lặp lại của người tiêu dùng TP.HCM đối với mỹ phẩm Hàn Quốc và có tồn tại yếu tố trung gian?

Thứ hai, trong các yếu tố đã xác định đó, yếu tố nào là yếu tố trung gian tác động đến ý định mua sắm lặp lại của người tiêu dùng TP.HCM đối với mỹ phẩm Hàn Quốc?

Thứ ba, qua quá trình nghiên cứu, yếu tố nào có vai trò quyết định ý định mua sắm lặp lại của người tiêu dùng TP.HCM đối với mỹ phẩm Hàn Quốc?

Thứ tư, rút ra bài học kinh nghiệm gì cho các đơn vị hiện đang kinh doanh trong lĩnh vực mỹ phẩm tại thị trường thành phố Hồ Chí Minh?

### **1.3. Phương pháp nghiên cứu**

Phương pháp nghiên cứu định tính được thực hiện bằng những kết hợp giữa nghiên cứu cơ sở lý luận trong ngành và thảo luận chuyên gia nhằm tìm hiểu và đề khẳng định các yếu tố ảnh hưởng đến hành vi mua sắm lặp lại của người tiêu dùng Việt Nam đối với mỹ phẩm Hàn Quốc. Phương pháp nghiên cứu định lượng ứng dụng mô hình cấu trúc SEM (Structural Equation Modeling) với dữ liệu được thu thập từ những người trong độ tuổi vị thành niên bao gồm cả nam lẫn nữ và những phụ nữ đã có gia đình, họ là những người đến từ các vùng miền khác nhau nhưng đang sinh sống và làm việc tại TP.HCM.

### **1.4. Phạm vi nghiên cứu**

Tuy nhiên, do sự hạn chế về kinh nghiệm, kiến thức, thời gian và tài chính, nên nhóm nghiên cứu chỉ tập trung nghiên cứu với hình thức khảo sát thông qua phiếu trắc nghiệm tại khu vực TP.HCM, với 450 phiếu khảo sát. Trong đó với hơn 300 phiếu khảo sát được thực hiện với hình thức khảo sát trực tiếp, đối tượng khảo sát là học sinh, sinh viên và người tiêu dùng hiện đang sinh sống, học tập và làm việc tại TP.HCM. Còn 160 phiếu khảo sát còn lại bằng hình thức nghiên cứu gián tiếp thông qua công cụ bảng hỏi trực tuyến. Theo quan sát, độ tuổi dùng mỹ phẩm tại Việt Nam là khá sớm, do vậy mà bài nghiên cứu của nhóm tập trung khảo sát với các đối tượng có độ tuổi trên 16 tuổi.

## **2. Cơ sở lý luận và mô hình nghiên cứu**

### **2.1. Các khái niệm có liên quan**

Hành vi của khách hàng: Hành vi của người tiêu dùng chủ yếu đề cập đến quá trình mà người tiêu dùng trải qua và phản ứng của họ đối với sản phẩm hoặc dịch vụ (Dowhan, 2013). Hành vi của người tiêu dùng là cả một quá trình người tiêu dùng trở thành khách hàng - hành vi đi từ việc khách hàng nhận ra nhu cầu hoặc mong muốn của bản thân, cách thức họ thoả mãn nhu cầu, mong muốn của mình bằng quá trình chọn sản phẩm hoặc dịch vụ cụ thể thông qua việc tìm hiểu thông tin, số lần và tần suất sử dụng sản phẩm, các yếu tố tác động đến việc chọn sản phẩm hoặc dịch vụ (Szwacka-Mokrzycka, 2015). Như vậy có thể thấy có rất nhiều yếu tố ảnh hưởng đến hành vi của người tiêu dùng, yếu tố nội sinh và ngoại sinh. Các yếu tố nội sinh bao gồm thái độ, nhu cầu, động cơ, sở thích và các quá trình nhận thức, trong khi các yếu tố ngoại sinh bao gồm các hoạt động tiếp thị, các yếu tố xã hội và kinh tế và các khía cạnh văn hoá (Szwacka-Mokrzycka, 2015).

Hành vi của khách hàng đối với mỹ phẩm Hàn Quốc: Một nghiên cứu của Chu Thảo (2014) cho thấy rằng lòng trung thành với thương hiệu, sự cảm nhận chất lượng và quốc gia xuất xứ có ảnh hưởng và ý nghĩa tích cực đến quyết định mua hàng đối với thương hiệu. Hình ảnh đặc trưng tiêu biểu của Hàn Quốc mà các doanh nghiệp tại quốc gia này muốn truyền tải đến khách hàng của mình hầu hết đều thông qua e-WOM (truyền miệng thông qua Internet) từ đó tác động đến quyết định mua các sản phẩm đặc biệt là mỹ phẩm (Dekui và Jinlong, 2014).

Ý định mua của khách hàng: Có nhiều định nghĩa về ý định của khách hàng. Theo nhận định của Parkvithee (2012), ý định mua sắm là những gì chúng ta nghĩ chúng ta sẽ mua. Còn Dodds (1991) thì cho rằng ý định mua sắm thể hiện khả năng mua một sản phẩm nào đó của người tiêu dùng. Ý kiến của Long và Ching (2010) thì kết luận ý định mua sắm tượng trưng cho những gì mà một cá nhân muốn mua trong tương lai. Ngoài ra, ý định mua sắm còn được định nghĩa là

quyết định hành động cho thấy được hành vi cá nhân của người tiêu dùng tùy theo đặc trưng thương hiệu (Wang và Yang, 2008).

Ý định mua sắm lặp lại của khách hàng: Ý định mua sắm lặp lại được định nghĩa là quyết định của khách hàng tham gia vào các hoạt động trong tương lai với nhà bán lẻ hoặc nhà cung cấp (Hume, Mort và Winzar 2007). Hai hình thức mua lại được xác định: ý định mua lại; ý định tham gia tích cực từ miệng và khuyến khích (Zeithaml và cộng sự, 1996). Đã có những cuộc thảo luận trong các tài liệu nghiên cứu tiếp thị về việc liệu các ý định mua hàng và hành vi mua bán trong quá khứ có tương quan với hành vi của người tiêu dùng thực tế trong tương lai (Dixon, 2005).

## **2.2. Cơ sở lý luận về sự tác động**

### **a. Những yếu tố tác động tới ý định mua sắm lặp lại**

Quốc gia xuất xứ (COO – Country-of-Origin): Nhóm nghiên cứu nhận ra rằng ý định mua sắm lặp lại của người tiêu dùng sẽ xảy ra khi họ có lòng trung thành (Ramade và Teng, 2015; Doniyor, 2013). Lòng trung thành xuất phát từ nhiều yếu tố nhưng quốc gia xuất xứ của sản phẩm là một trong các yếu tố tác động (Ramade và Teng, 2015; Doniyor, 2013). Chính “quốc gia xuất xứ” sẽ được nhóm nghiên cứu đưa ra thành một trong các yếu tố ảnh hưởng đến ý định mua sắm lặp lại của người tiêu dùng.

Giá chấp nhận mua (PP - Perceived Price): Nhóm đưa ra các nhân tố liên quan đến giá chấp nhận mua. Nghĩa là một mức giá mà tại đó người tiêu dùng có ý định sẵn sàng mua, cũng như cảm thấy hài lòng với chất lượng sản phẩm, giá trị mang lại và mức giá này (Hellier, et al., 2003; Arpita, et al., 2014). Nhóm nghiên cứu đưa ra yếu tố về giá này cũng là dựa trên kết quả giá chấp nhận mua của khách hàng có ý nghĩa ảnh hưởng quan trọng đến quá trình quyết định mua hàng của người tiêu dùng trong bài nghiên cứu của Khan (2012).

Truyền miệng (WOM – Word-of-Mouth): Trịnh Khắc Mạnh (2015) cho rằng con người vốn dĩ giao tiếp với nhau hằng ngày thông qua nhiều hình thức nhưng nhiều nhất vẫn là giao tiếp bằng miệng. Riêng tại Việt Nam lại có nền văn hoá đặc thù là văn hoá họp chợ và nền văn học dân gian với hình thức truyền miệng là chủ yếu (Cao Huy Đình, 1967). Trong bài nghiên cứu của Duan (2008), Tam và Khuong (2016) đã khẳng định lại điều này khi cho ra kết quả rằng truyền miệng chính là một trong những yếu tố ảnh hưởng sâu rộng đến việc kinh doanh. Nhưng trong ý định lặp lại và trong sự trung thành của khách hàng có còn bị tác động bởi yếu tố truyền miệng này hay không thì lại chưa khẳng định được. Do vậy, nhóm nghiên cứu sẽ bổ sung tác động của yếu tố truyền miệng đến hành vi mua hàng lặp lại của người tiêu dùng trong bài nghiên cứu này.

Ý định mua sắm lặp lại (RI – Repurchase Intention): Trong bài nghiên cứu này, không thể không nhắc đến ý định mua sắm lặp lại của người tiêu dùng đối với một sản phẩm cụ thể. Đây chính là biến mà nhóm nghiên cứu sẽ tiến hành tìm hiểu để đánh giá mức độ bị tác động bởi ba yếu tố trên – PP, COO, WOM – như thế nào.

### **b. Sự tác động qua lại của các yếu tố**

H1: PP tác động đến RI

Các nghiên cứu trước đây cho thấy PP có sự tác động rất đáng kể tới RI. Trong hơn ba thập niên qua, nhận thức về giá đã được coi là một trong những cấu trúc ảnh hưởng quan trọng nhất cho thấy nhận thức về chất lượng (Rao và Monroe, 1988) và nhận thức của người tiêu dùng ảnh hưởng tiêu cực đến sự hy sinh của họ khi phải trả giá cao cho những sản phẩm chất lượng kém (Valarie và Zeithaml, 1988). Ý định mua sắm lặp lại với cùng một sản phẩm chịu tác động bởi giá cả mà khách hàng cho là hợp lý đối với sản phẩm (Doniyor, 2013).

H2: PP tác động đến WOM

Trong ngành công nghiệp làm đẹp, khi người tiêu dùng Đài Loan cảm thấy giá của sản phẩm hợp lý, có chất lượng tốt và giá trị, họ có xu hướng chia sẻ quan điểm với bạn bè (Pham. V. K, 2016). Và trong thời kỳ toàn cầu hoá, người tiêu dùng được phép tham gia và đóng góp vào báo chí. Các nhận xét, khuyến nghị và bình luận trong báo chí được coi là nguồn thông tin cho truyền miệng (Senecal và Nantel, 2004). Thêm vào đó, Katherine (2012) cũng đã phát hiện ra rằng người tiêu dùng có khuynh hướng mang lại nhiều niềm tin hơn truyền thông thương mại.

### H3: COO tác động đến WOM

Sự cạnh tranh và ác cảm của người tiêu dùng chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến sự sẵn lòng mua hàng của người tiêu dùng và khiến họ không muốn mua sản phẩm từ quốc gia mà họ không thích. Công ty có thể bù lại hậu quả xấu đó thông qua việc thực hiện kế hoạch marketing WOM một cách tích cực (Yong và Tseng, 2014).

### H4: COO tác động đến RI

Hiệu quả có thể của hình ảnh nguồn gốc quốc gia là một yếu tố tâm lý có tiềm năng quan trọng đối với giá trị thương hiệu. Hiệu quả tiềm tàng của tên nước trên thị trường diễn ra tích cực hoặc tiêu cực có thể được đánh giá là hiệu ứng bóp méo vì nó sẽ làm giảm quá trình ra quyết định mua hàng hoặc trung thành với sản phẩm từ mức độ hợp lý (Saydan, 2013).

### H5: COO tác động đến PP

Trong quá khứ, có nghiên cứu cho thấy COO không thể trực tiếp ảnh hưởng đến ý định mua hàng của người tiêu dùng (Pecotich, 2007 và Peterson, 1995). Nhưng trong một bài nghiên cứu gần đây nhất vào năm 2012 đã nêu ra rằng COO có ý nghĩa ảnh hưởng quan trọng đến giá bán sản phẩm và giá người tiêu dùng chấp nhận mua (Samin, 2012).

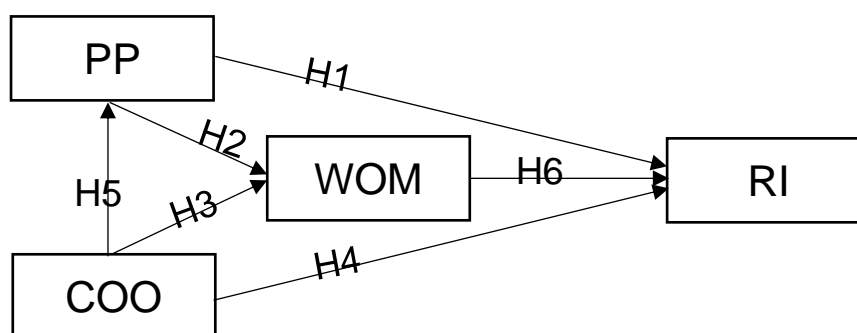
### H6: WOM tác động đến RI

Với một lượng khách hàng trung thành sẽ dẫn đến nguồn lợi nhuận sẽ được kéo dài và cao hơn (Reicheld và Schneider, 1990). Điều này là do khách hàng trung thành có nhiều khả năng mua và sẵn sàng trả giá cao hơn (Ganesh, et al., 2000) và mang lại những khách hàng mới cho doanh nghiệp những người trung thành với họ hơn (Reicheld, 1993).

Dựa vào các cơ sở lí luận nhóm đưa ra, các bài nghiên cứu trước vẫn còn hạn chế và chưa hoàn thiện trong vấn đề này. Như vậy, nhóm nghiên cứu hoàn toàn có thể thực hiện các nghiên cứu nhằm kiểm định và đánh giá sự tác động qua lại lẫn nhau giữa các yếu tố PP, COO và WOM trong thị trường mỹ phẩm Hàn Quốc tại TPHCM. Tuy nhiên, sự kiểm định của nhóm không chỉ dừng lại ở mà còn đánh giá mức độ ảnh hưởng, tác động cùng chiều hay trái chiều giữa các yếu tố này. Từ đó, nhóm nghiên cứu sẽ tìm hiểu mức độ quan trọng của các yếu tố tác động đến ý định mua hàng lặp lại của người tiêu dùng đối với mỹ phẩm Hàn Quốc tại TPHCM. Nhóm đưa ra được mô hình nghiên cứu như sau:

## 3. Phương pháp nghiên cứu

### 3.1. Thu thập dữ liệu nghiên cứu



**Mô hình 1** Mô hình đặt ra cho vấn đề nghiên cứu

Đề tài này nghiên cứu tác động từ nhận thức về PP, COO và WOM về RI trên thị trường mỹ phẩm Việt Nam. Dựa vào công trình nghiên cứu của Bradley (2001) và Davidow (2003) để làm sáng tỏ sự phụ thuộc của RI vào PP, COO và WOM bằng cách thiết kế mô hình nghiên cứu. Mô hình 1 cho thấy mô hình giả thuyết của nhóm nghiên cứu kiểm tra mối quan hệ giữa các nhân tố nội sinh và ngoại sinh với WOM làm trung gian. Bằng việc thiết kế bảng câu hỏi và áp dụng kỹ thuật lấy mẫu cụm (Cochran, 1977) sau đó gửi tới cho người trả lời. Quan điểm được dựa trên thang điểm Likert từ 1 đến 5, với điểm 1 thấp nhất nghĩa là “Hoàn toàn không đồng ý” đến điểm 5 cao nhất tương đương với “Hoàn toàn đồng ý”. Phần thứ nhất của bảng hỏi bao gồm các thông tin cá nhân của người tham gia khảo sát. Phần thứ hai bao gồm các mục để đo 4 biến số: PP,



COO, WOM và RI. Việc thiết kế bảng hỏi được dựa trên bài nghiên cứu gốc của Phạm Văn Kiên và các cộng sự người Đài Loan vào năm 2016 về ý định mua sắm lặp lại đối với mỹ phẩm Hàn Quốc của người dân Đài Loan.

Nghiên cứu này sử dụng kỹ thuật lấy mẫu cụm (Cochran, 1977) thông qua hai kênh là internet và giấy truyền thông, sử dụng ngôn ngữ là Tiếng Việt. Theo Thống kê dân số thế giới tính đến ngày 28/2/2016, dân số Việt Nam có 94,104,871 người. Tiếp theo công thức lấy mẫu của Sevilla và các cộng sự (1992) sao cho  $n = N / (1 + Ne^2)$  và chọn mức độ ý nghĩa 5% và cho kích thước quần thể (N), cỡ mẫu (n) và lẽ sai số (e). Trong trường hợp của chúng tôi, cỡ mẫu tối thiểu phải là  $n = 94,104,871 / (1 + 94,104,871 \times 0.05^2) = 400$ . Mẫu nghiên cứu này gồm 450 người Việt Nam.

### 3.2. Công cụ phân tích dữ liệu

Nhóm nghiên cứu sử dụng phần mềm SPSS (Statistical Package for the Social Sciences) 22 và AMOS 20 để phân tích dữ liệu. Bên cạnh đó, nhóm sử dụng Phân tích Nhân tố khám phá (EFA) và Phân tích Yếu tố khẳng định (CFA) để giảm các hạng mục đo lường bằng cách xác định các biến tiềm ẩn bên dưới (các nhân tố). Ngoài ra, kiểm tra tính phù hợp của mô hình thông qua (Cronbach's Alpha), Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) và thước đo kiểm tra tính đầy đủ của Bartlett nhằm kiểm tra đánh giá độ tin cậy và tính hợp lệ của mỗi cấu trúc và công cụ. Mô hình phương trình cấu trúc (SEM) sau đó được áp dụng để kiểm tra mô hình nghiên cứu.

Trên cơ sở các mối quan hệ của các biến khác nhau và tác động tiềm ẩn của chúng đến ý định mua hàng lặp lại (RI) trên thị trường mỹ phẩm, nhóm nghiên cứu xác nhận tính hợp lý của thang đo sử dụng mô hình công thức cấu trúc. Để  $\eta$  là biến tiềm ẩn của ý định mua hàng lặp lại (RI, không dễ quan sát),  $\xi_1$  được coi là nhận thức về giá (PP),  $\xi_2$  là quốc gia xuất xứ (COO), và  $\xi_3$  là tính truyền miệng (WOM). Nhóm đặt giả thiết các nhân tố tác động đến ý định mua hàng lặp lại (có thể quan sát được),  $y$ , thỏa mãn mối quan hệ sau:

$$y = f(\xi_1, \xi_2, \xi_3) + \zeta = \eta + \zeta \quad (1)$$

Trong đó  $\zeta$  là phần sai số với  $\Sigma = \text{Cov}(\zeta)$ , xem mô hình 1. Với tất cả các biến ngoại sinh,  $\xi_1$ ,  $\xi_2$  và  $\xi_3$ , được giả thuyết dẫn đến biến tiềm ẩn,  $\eta$ , biến nội sinh,  $y$ , một cách tích cực, Nhóm giả định:

$$\partial \eta / \partial \xi_i > 0 \quad i = 1, 2, 3.$$

Một phương trình tuyến tính được sử dụng để biểu diễn công thức (1):

$$y = \Gamma \xi + \zeta \quad (2)$$

Trong đó  $\xi = [\xi_1, \xi_2, \xi_3]'$ . Biến nội sinh,  $y$ , có thể quan sát thấy được nhưng các biến ngoại sinh,  $\xi_1$ ,  $\xi_2$ , và  $\xi_3$  không thể quan sát được. Như vậy, 4 trong số các quan sát được của  $x_i$ , ( $x_{ij}$ ,  $j = 1 \dots, 4$ ) được sử dụng để đo  $\xi_i$  với mỗi  $i = 1, 2$ , và 4. Mô hình đó cho vector của các biến tiềm ẩn ngoại sinh là:

$$x = \Lambda_x \xi + \delta \quad (3)$$

Với  $x = [x_{1,1}, x_{1,2}, \dots, x_{1,4}, x_{2,1}, x_{2,2}, \dots, x_{2,4}, x_{3,1}, x_{3,2}, \dots, x_{3,4}]'$  và  $\xi = [\xi_1, \xi_2, \xi_3]'$ .

Các tham số được ước lượng bằng cách sử dụng ước lượng hợp lý cực đại. Nhóm nghiên cứu bỏ qua thảo luận về chi tiết, và để hiểu chi tiết có thể tham khảo Liao và Wong (2008) và các tài liệu tham khảo trong bài nghiên cứu đó.

Trước tiên nhóm sử dụng Phân tích nhân tố khám phá (Exploratory Factor Analysis - EFA) để kiểm tra cấu trúc yếu tố tiềm ẩn. Sau đó, sử dụng Phân tích yếu tố khẳng định (CFA) để xác định các biến nội sinh tiềm ẩn và ngoại sinh tiềm ẩn và thử nghiệm mô hình giả thuyết (mô hình 1), bao gồm các phương trình tuyến tính (Phương trình 1 và 2) và phép đo các biến tiềm ẩn ngoại sinh (Phương trình 3). Các phân tích tương quan cũng được sử dụng để có được một ma trận tương quan dựa trên tất cả các biến cho mỗi kích thước, sau đó được sử dụng như một đầu vào của phân tích đường dẫn. CFA cho phép kiểm tra tính nghiêm ngặt của mô hình nghiên cứu của nhóm về tính một chiều, độ tin cậy và tính hợp lệ của thang đo (Gefen, et al., 2000). Tính một chiều là mức độ các biến liên quan chặt chẽ với nhau, và chỉ ra một nhân tố, đây là một điều kiện cần thiết để phân tích độ tin cậy và xây dựng độ chính xác (Anderson và Gerbing, 1982). Lợi ích của việc sử dụng CFA là sự sẵn có của thử nghiệm cho các hệ số tải nhân tố để kiểm tra ý nghĩa

thống kê của mô hình. Cả kiểm tra độ tin cậy và phân tích tương quan đều có thể được kết hợp vào CFA khi đánh giá tính một chiều của từng nhân tố.

Kiểm định giá trị hội tụ là quy mô mà các phương pháp khác nhau được sử dụng để xây dựng các phép đo có thể mang lại kết quả tương tự (Campbell và Fiske, 1959). Kiểm định giá trị hội tụ của thang đo có thể được tính bằng hệ số Bentler-Bonett ( $\Delta$ ) (Bentler và Bonett, 1980). Hệ số Bentler-Bonett ( $\Delta$ ) là tỷ số của chênh lệch giữa giá trị chi-square của mô hình đo lường rộng (mô hình không có hệ số giả thuyết giả định trên một cấu trúc chung) và mô hình đo lường giả thuyết được chỉ định cho giá trị chi-square mô hình rộng. Nói chung, giá trị  $\Delta$  giữa 0,80 và 0,90 được xem là chấp nhận được, trong khi 0,90 hoặc cao hơn là hoàn toàn chấp nhận (Gefen, et al., 2000). Nhóm nghiên cứu sẽ thảo luận chi tiết trong phần tiếp theo.

#### **4. Kết quả nghiên cứu**

##### **4.1 Phân tích nhân khẩu học**

Trong bài nghiên cứu này, nhóm tác giả đã khảo sát 450 người tiêu dùng hiện đang sinh sống tại thành phố Hồ Chí Minh với hình thức khảo sát bằng phiếu khảo sát giấy và bảng hỏi trên internet (dùng công cụ của Google là Goole biểu mẫu). Trong đó, với phiếu khảo sát giấy thông thường, nhóm tác giả đã gửi đi 330 phiếu, thu về 311 phiếu đã được trả lời; đối với hình thức khảo sát thông qua google biểu mẫu đã nhận được 140 câu trả lời.

Phần lớn đối tượng tham gia khảo sát thuộc giới tính nữ (75.6%) và khoảng 38% đang sống tại nội thành phố Hồ Chí Minh. Đối với hình thức thông qua phiếu khảo sát chúng tôi đã sử dụng phương pháp thuận tiện có ngẫu nhiên phi xác suất. Độ tuổi dao động từ 16-87 và tập trung phần lớn ở độ tuổi từ 20-26 (64.5%). Cũng trong những câu trả lời nhận được, phần lớn người tham gia đang trong giai đoạn còn học đại học hoặc có bằng cấp cao hơn (86.4%). Hơn nữa, có đến 95.8% trong số họ đã nghe và đã biết về mỹ phẩm đến từ Hàn Quốc.

##### **4.2. Phân tích khám phá và khẳng định yếu tố**

Để đánh giá tính khả thi của cơ sở cấu trúc nhân tố trong bài nghiên cứu này, đầu tiên nhóm nghiên cứu thực hiện phân tích nhân tố khám phá (EFA). Sau khi xác định số lượng các nhân tố sẽ được sử dụng trong nghiên cứu này bằng cách sử dụng EFA, nhóm nghiên cứu sử dụng phân tích Yếu tố khẳng định (CFA) để xác định các biến tiềm ẩn ngoại sinh và ngoại sinh, từ đó xác minh mô hình giả thuyết và xây dựng tính hợp lệ của phép đo các hạng mục của nghiên cứu này. Với phần mềm SPSS, nhóm khám phá được 4 yếu tố cơ sở: 2 yếu tố độc lập là PP và COO, 1 yếu tố trung gian là WOM và 1 yếu tố phụ thuộc là RI.

Một số số liệu thống kê mô tả tất cả các biến tiềm ẩn được trình bày trong bảng 1. Từ Bảng, nhóm tác giả nhận thấy rằng PP có giá trị trung bình cao nhất, tiếp theo là COO và RI trong khi WOM có trung bình nhỏ nhất. Mặt khác, độ lệch chuẩn cũng tương đối nhỏ.

##### **4.3. Kiểm định tính hợp lệ và độ tin cậy**

Chỉ số Kaiser-Meyer-Olkin and Bartlett's Test – chỉ số KMO và thước đo tính đầy đủ (KMO, Kaiser, 1970; Bartlett, 1950) được dùng để kiểm tra tính hợp lệ của việc xây dựng cấu trúc nhân tố. Trong nghiên cứu này, chỉ số KMO được yêu cầu lớn hơn 0.5 theo Kaiser (1970) và những người khác. Kết quả phân tích nhân tố cho thấy dữ liệu có giá trị đối với mô hình giả thuyết và đáp ứng được các yêu cầu để sử dụng cho việc phân tích sâu hơn.

Kiểm tra độ tin cậy được tiến hành để đảm bảo rằng các công cụ đo lường phù hợp theo thời gian và cũng là một đại diện chính xác của biến tiềm ẩn cụ thể. Hệ số tin cậy Cronbach's Alpha thường được sử dụng như một ước tính của kiểm tra độ tin cậy.

Bảng 1 (phụ lục) dưới đây cho thấy kết quả của các giá trị trung bình, SD, phương sai ngẫu nhiên được giải thích, hệ số tải cho mỗi yếu tố bên trong và KMO cho mỗi biến tiềm ẩn. Trong nghiên cứu này, tất cả các nhân tố bên trong đều có hệ số tải cao với tất cả các tải trọng EFA được quy ước lớn hơn 0.05 và hệ số tải này dao động trong khoảng từ 0,62 đến 0,89. Tương tự, nhóm cũng có thể thấy độ tin cậy Cronbach's alpha trong mỗi mục đều thuộc loại tốt đến tuyệt vời và là một con số chấp nhận được, độ tin cậy dao động từ 0,73 đến 0,89.

##### **4.4. Phân tích xác nhận yếu tố**

Trong quá trình này, tất cả các biến được đưa vào như một biến ngoại sinh trong mô hình đề xuất (mô hình 1) và nhóm tác giả sử dụng phần mềm AMOS. Nhóm tìm hiểu cấu trúc nhân tố cùng với phân tích EFA. Sau đó, sử dụng CFA để xác nhận cấu trúc nhân tố được trích ra từ EFA để cải thiện mô hình tổng thể cho phù hợp với mô hình. Kết quả của CFA chỉ ra rằng tỉ lệ Chi-square/Degrees of freedom là 3.75 và GFI (goodness of fit index) = 0.801, các kết quả này đáp ứng các tiêu chí thích hợp cho mô hình, điều này được nghiên cứu bởi Bentler (1980) và cộng sự. Trong nghiên cứu này, CFI là 0.9, cho thấy mô hình phù hợp với dữ liệu khá tốt. Ngoài ra, MacCallum và cộng sự (1996) gợi ý rằng mô hình này là đầy đủ nếu sai số bình phương gốc có nghĩa là xấp xỉ (RMSEA) nhỏ hơn 0.08. Trong kết quả đề tài nghiên cứu, RMSEA là 0.078, nhỏ hơn so với 0.08. Tóm lại, tất cả các thử nghiệm của CFA thể hiện trong Bảng 2 (Phụ lục) cho thấy phù hợp với mô hình giả thuyết (Mô hình 1).

#### **4.5. Giá trị hội tụ**

Giá trị hội tụ là phương pháp đo lường độ ổn định và tính đồng nhất dựa trên bình phương của tổng số các yếu tố tải cho một cấu trúc (Gerbing và Andersonn, 1988) và phương sai là thước đo tóm tắt về sự hội tụ giữa một loạt các hạng mục đại diện cho một biến (Fornell và Larcker, 1981). Nó thể hiện phần trăm trung bình của biến được giải thích.

Theo đề nghị bởi Gerbing và Anderson (1988), độ tin cậy hỗn hợp phải lớn hơn 0,7 trong khi Fornell và Larcker (1981) đề nghị phương sai ít nhất là 0,5.

#### **4.6. Giá trị phân biệt**

Ở phần này, chúng ta đánh giá mức độ mà một biến có sự khác biệt với các biến khác. Fornell và Larcker (1981) đề nghị so sánh căn bậc hai của phương sai với hệ số tương quan cực đại (max correlation) của các biến tiềm ẩn. Kết quả phải là gần hoặc lớn hơn 1. Có thể thấy ở bảng 4, tất cả căn bậc hai của phương sai chia cho hệ số tương quan tối đa dao động từ 0.88 đến 1.11, có nghĩa là cho thấy 4 biến có giá trị phân biệt mạnh.

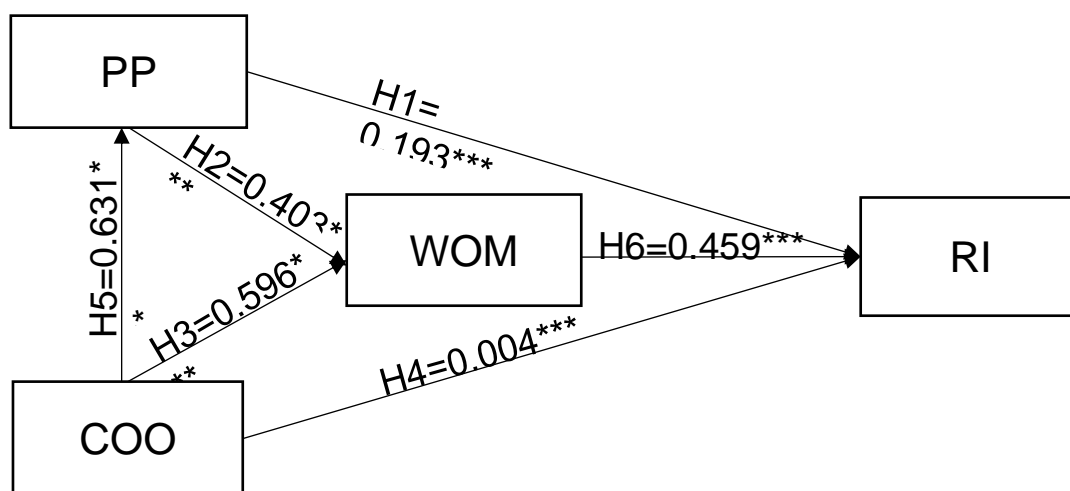
#### **4.7. Kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến**

Hệ số phóng đại phương sai (VIF) đo lường mức độ chênh lệch của hệ số ước lượng tăng lên so với trường hợp không có sự tương quan giữa các biến độc lập. Bảng 5 chỉ ra rằng không có hiện tượng đa cộng tuyến. Giá trị của độ dung sai vượt quá ngưỡng 0,2 và tất cả các giá trị của phương sai lạm phát yếu tố (VIF) dưới ngưỡng 5 (O'Brien, 2007).

#### **4.8. Mô hình phương trình cấu trúc (SEM)**

Theo như ta thấy ở bảng 6, giá trị của  $\chi^2 / df = 3,7$ , phù hợp tiêu chí với giá trị nhỏ hơn 5. Ngoài ra, sự phù hợp của mô hình hồi quy (GFI) = 0,84, hệ số điều chỉnh sự phù hợp mô hình hồi quy (AGFI) = 0,806, chỉ số đánh giá sự phù hợp của mô hình (CFI) = 0,903 và hệ số xem xét giá trị sai số của mô hình (RMSEA) = 0,078. Cuối cùng, các kết quả cho thấy sự phù hợp của mô hình khái niệm (mô hình 1) về dữ liệu thực nghiệm ở bài nghiên cứu này.

Bảng 7 thể hiện kết quả của các đề xuất giả thuyết trong khi mô hình 2 tóm tắt kết quả của mô hình nghiên cứu đề xuất. Từ bảng 7, nhóm tác giả nhận ra rằng: 1) tác động từ PP đến RI với  $\beta=0,193$  có ý nghĩa tại p-value < 0,001, kết luận H1 không đủ bằng chứng bác bỏ như PP có tác động tích cực lên RI. 2) tác động từ PP đến WOM với  $\beta=0,403$  có ý nghĩa tại p-value < 0,001, kết luận H2 không đủ bằng chứng bác bỏ như PP có ý nghĩa và tác động tích cực lên WOM, 3) tác động từ COO lên WOM với  $\beta=0,596$  có ý nghĩa tại p-value < 0,001, kết luận H3 không đủ bằng chứng bác bỏ như COO có ảnh hưởng tích cực đến WOM, 4) tác động từ COO lên RI với  $\beta=0,004$  không có ý nghĩa tại p-value > 0,001, kết luận H4 đủ bằng chứng bác bỏ tức là COO không đủ tác động lên RI, 5) tác động từ COO đến PP với  $\beta=0,631$  có ý nghĩa tại p-value < 0,001, kết luận không bác bỏ H5 và ủng hộ rằng COO có ý nghĩa và ảnh hưởng tích cực đến PP và 6) tác động từ WOM đến RI với  $\beta=0,459$  có ý nghĩa tại p-value < 0,001, kết luận chấp nhận H6 và ủng hộ cuộc tranh luận rằng WOM có ý nghĩa tích cực đối với RI. Cuối cùng, 6 giả thuyết trong đề tài nghiên cứu đã được hỗ trợ mạnh mẽ và có ý nghĩa thống kê.



Mô hình 2 - Kết quả kiểm định

## 5. Thảo luận, kết luận, hạn chế, hàm ý quản trị

### 5.1. Thảo luận

H1: PP tác động tới RI

Như đã đề cập trong phần cơ sở lý thuyết, một số bài nghiên cứu, ví dụ, Khan cùng với cộng sự (2012), Noyan, Simsek (2012) và Calabuig cùng cộng sự (2014) đã xem xét nhận thức về giá như là tiền đề của hành vi lặp lại của người tiêu dùng hàng hoá và dịch vụ. Thêm vào đó, trong bài nghiên cứu của Doniyor (2013) cho thấy rằng ý định mua sắm lặp lại với cùng một sản phẩm chịu tác động bởi giá cả mà khách hàng cho là hợp lý đối với sản phẩm. Nghiên cứu này cho kết quả tương tự, nhận thức về giá ảnh hưởng đáng kể đến ý định mua hàng lặp lại trong ngành công nghiệp sản phẩm làm đẹp, cho thấy giá cả là một trong những yếu tố quan trọng để người tiêu dùng cân nhắc khi mua lại một sản phẩm.

H2: PP tác động tới WOM

Trong quá khứ, các nghiên cứu của Katherine (2012), Trusov. et al, (2009), Senecal và Nantel (2004) đã ghi nhận WOM là một yếu tố có ảnh hưởng trong kinh doanh. Thêm vào đó, nghiên cứu của Pham (2016) cho thấy rằng tính truyền miệng đã bị ảnh hưởng đáng kể bởi nhận thức về giá của người tiêu dùng Đài Loan. Dựa trên kết quả phân tích của nhóm tác giả, nhận thức về giá của người tiêu dùng là một nhân tố quan trọng và có tác động rất đáng kể tới tính truyền miệng. Cụ thể là, người tiêu dùng sẽ chia sẻ những trải nghiệm và đánh giá của mình về sản phẩm làm đẹp cho bạn bè khi cảm thấy sản phẩm đó tốt và giá cả hợp lý.

H3: COO tác động tới RI

Theo nghiên cứu liên quan đến mối quan hệ giữa hình ảnh quốc gia xuất xứ và tài sản của thương hiệu (Saydan, 2013) đã chỉ ra rằng sự ảnh hưởng tích cực hoặc tiêu cực của yếu tố COO sẽ có tác động đáng kể đến ý định mua hàng lặp lại cũng như trở thành khách hàng trung thành với thương hiệu đang sử dụng của người tiêu dùng. Tuy nhiên trong phân tích của nhóm tác giả về ý định mua sắm lặp lại của khách hàng cho thấy yếu tố liên quan đến quốc gia xuất xứ không có ảnh hưởng cũng như tác động lớn đến với ý định mua hàng lặp lại của người tiêu dùng, với mức độ ảnh hưởng thấp nhất so với các nhóm tác động còn lại, thậm chí là dưới mức ý nghĩa cho phép.

H4: COO tác động tới WOM

Sau khi phân tích nhóm tác giả có thể kết luận rằng hình ảnh mà quốc gia xuất xứ đem lại trong mắt người tiêu dùng sẽ ảnh hưởng rất lớn đến tính truyền miệng. Cùng quan điểm với phát hiện này, theo như nghiên cứu của Chow Chee Yong, Ting-Hsiang Tseng (2014) khách hàng sẽ không lựa chọn sản phẩm của một quốc gia mà mình không thích và từ đó bằng cách lan rộng sự nhận thức về hình ảnh quốc gia gây ác cảm cho mọi người xung quanh bằng nhiều hình thức truyền miệng khác nhau. Thậm chí ngay trong ngành mỹ phẩm nổi tiếng hay bất kỳ ngành hàng hoá dịch vụ nào thì sự lan truyền về chức năng và công dụng hay thậm chí là sức ảnh hưởng của



một quốc gia sản xuất loại sản phẩm đó sẽ được truyền từ miệng người này sang người khác bằng một tốc độ rất nhanh, nhanh như tốc độ lan truyền của làn sóng Hallyu (Lin, L. 2006).

#### H5: COO tác động tới PP

Trong bài nghiên cứu về ý định mua sắm lặp lại các sản phẩm làm đẹp Hàn quốc của người tiêu dùng tại Đài Loan (Pham, 2016) cho thấy rằng sự ảnh hưởng của COO đến PP đối với mỹ phẩm Hàn Quốc của người tiêu dùng Đài Loan, và nhận thức giá trị được coi là một nhân tố quan trọng trong việc đưa ra ý định mua của người tiêu dùng (Khan, et al., 2012). Bên cạnh đó, trong kết quả bài nghiên cứu nhóm đã nhận thấy rằng COO có tác động trực tiếp và mạnh nhất đến PP. Cùng với bài nghiên cứu nhắc đến sự ảnh hưởng của truyền miệng qua internet đến hình ảnh đất nước và ý định mua sắm: trường hợp của mỹ phẩm Hàn Quốc tại thị trường Trung Quốc (Zhehui, et al., 2016) nhận ra rằng người tiêu dùng thông qua bộ phim và kịch đã trở nên quan tâm đến mỹ phẩm Hàn Quốc và đã sử dụng internet để thu thập thông tin và truyền tải thông tin về mỹ phẩm Hàn Quốc.

#### H6: WOM tác động tới RI

Ý định mua sắm lặp lại đối với sản phẩm được tác động mạnh mẽ bởi các yếu tố: nguồn gốc xuất xứ, danh tiếng sản phẩm và thói quen mua sắm của người tiêu dùng. Đồng thời danh tiếng sản phẩm đóng vai trò quan trọng đối với sự thành công của doanh nghiệp (Money và Gardiner, 2005). Và ở nghiên cứu nói về sự ảnh hưởng của truyền miệng qua internet đến hình ảnh đất nước và ý định mua sắm: trường hợp của mỹ phẩm Hàn Quốc tại thị trường Trung Quốc (Zhehui et al., 2016) cho kết quả là sản phẩm có nguồn gốc xuất xứ từ Hàn Quốc, thông qua yếu tố WOM, thì sẽ tạo sự ảnh hưởng đến ý định mua hàng của người tiêu dùng đối với các sản phẩm là mỹ phẩm, đối với các sản phẩm nói chung thì không có sự ảnh hưởng. Ở bài nghiên cứu này, kết quả cho thấy yếu tố truyền miệng vừa tác động trực tiếp và theo hướng tích cực đến ý định mua sắm lặp lại, vừa đóng vai trò trung gian rất lớn cho yếu tố PP và nguồn gốc xuất xứ tới ý định mua sắm lặp lại. Vậy ý định mua sắm lặp lại không được tạo dựng trực tiếp từ hai yếu tố trên mà phải thông qua yếu tố truyền miệng. Yếu tố truyền miệng đóng vai trò quan trọng trong việc góp phần tạo niềm tin, sự trung thành và thúc đẩy tính lặp lại trong ý định mua hàng của khách hàng.

### 5.2. Kết luận

Qua quá trình phân tích, nhóm cho ra kết quả như sau: RI chịu sự tác động trực tiếp của PP và WOM, tuy nhiên WOM lại có ý nghĩa sâu sắc hơn hẳn. Ngoài ra còn có kết quả cực kỳ quan trọng, đó là khi cho yếu tố WOM là yếu tố trung gian, chịu sự tác động của PP và COO thì COO có tác động đến RI thông qua yếu tố WOM. Từ mô hình và kết quả phân tích, việc đưa yếu tố WOM trở thành yếu tố trung gian là hoàn toàn hợp lí. Đối với PP thì WOM là yếu tố trung gian một phần nhưng đối với COO thì lại là yếu tố trung gian hoàn toàn. Khi đó, ý định mua sắm lặp lại chịu sự tác động của cả ba yếu tố WOM, PP và COO với WOM đóng vai trò là yếu tố trung gian khuếch trương sự tác động của PP và COO.

Như vậy, nhóm tác giả đã thành công trong việc tìm ra được sự tác động của giá chấp nhận mua, quốc gia xuất xứ đến ý định mua sắm lặp lại thông qua yếu tố truyền miệng. Tuy nhiên có một yếu tố thú vị mà nhóm đã phát hiện được trong quá trình thực hiện khảo sát, phỏng vấn. Đó chính là yếu tố khí hậu và thời tiết. Có khoảng 5% số người thực hiện khảo sát cho biết yếu tố khí hậu và thời tiết tại TPHCM là nguyên nhân mà họ quyết định trung thành với các dòng mỹ phẩm đến từ Hàn Quốc. Do đó, trong thời gian sắp tới, nhóm sẽ tiếp tục nghiên cứu để xác định liệu thời tiết, khí hậu có ảnh hưởng đến ý định mua sắm lặp lại hay không và có bị ảnh hưởng bởi yếu tố trung gian là WOM hay không.

### 5.3. Hàm ý quản trị

#### a. Bài học kinh nghiệm

Nhóm rút ra được các vấn đề, các bài học kinh nghiệm cho việc marketing của thị trường mỹ phẩm Việt Nam, cụ thể là thành phố Hồ Chí Minh như sau. Thứ nhất, tại thị trường Việt Nam, yếu tố truyền miệng là yếu tố quan trọng nhất, có sự tác động mạnh mẽ và sâu sắc nhất, kèm theo đó là lịch sử văn học, văn hóa dân gian của Việt Nam gắn liền với truyền miệng. Ngày nay, còn có sự xuất hiện của hình thức truyền miệng trực tuyến (eWOM) thông qua internet, do vậy mà sự

lan truyền còn mạnh mẽ hơn ngày trước. Thứ hai, các công ty, cơ sở sản xuất mỹ phẩm tại Việt Nam chưa thực sự khai thác được ba yếu tố trên, đặc biệt là yếu tố trung gian truyền miệng, do đó các thương hiệu mỹ phẩm của Việt Nam vẫn chưa được người tiêu dùng nhớ đến, thậm chí là biết đến. Thứ ba, bên cạnh yếu tố truyền miệng thì vẫn nên chú ý đến yếu tố giá chấp nhận mua, bởi giá chấp nhận mua vẫn ảnh hưởng đến ý định mua sắm mỹ phẩm lặp lại chứ không hoàn toàn bỏ qua yếu tố này.

#### **b. Kiến nghị**

Với các bài học về kinh nghiệm rút ra được phía trên, nhóm tác giả đề ra một số giải pháp về marketing mang hàm ý quản trị nhằm giúp cho ngành công nghiệp mỹ phẩm Việt Nam như sau. Trước hết, truyền miệng chính là yếu tố cần được chú trọng xây dựng nhiều nhất bởi đó là yếu tố tác động mạnh mẽ nhất. Tuy nhiên, để xây dựng cụ thể và chi tiết thì cần xem xét đến sự tác động trung gian thông qua yếu tố truyền miệng. Ở nhánh thứ nhất của mô hình là sự tác động của PP lên RI thông qua trung gian WOM, việc yếu tố truyền miệng đóng vai trò trung gian một phần hàm ý được rằng nhà quản trị marketing cần tập trung vào việc lan tỏa cảm nhận về giá. Truyền miệng về giá để cho người tiêu dùng nhận thấy sản phẩm ở mức giá có thể chấp nhận để họ có ý định mua sắm lặp lại, từ đó chuyển thành hành vi mua sắm lặp lại. Ở nhánh thứ hai của mô hình là sự tác động của WOM lên RI cũng thông qua trung gian WOM nhưng lúc này, yếu tố truyền miệng lại đóng vai trò trung gian hoàn toàn. Từ kết quả này cho thấy rằng cần tác động mạnh mẽ hơn nữa vào việc truyền miệng về hình ảnh của quốc gia sản xuất mỹ phẩm. Ngoài ra, dù WOM là chìa khóa thành công nhưng phải luôn chú trọng đến chất lượng sản phẩm. Niềm tin được xây dựng từ chất lượng sản phẩm luôn là nền tảng tốt nhất cho mọi thành công và việc truyền miệng giữa người tiêu dùng mới có thể nhanh chóng lan tỏa rộng rãi. Bên cạnh các yếu tố trên thì trong quá trình thực hiện khảo sát, những người tham gia cho biết tần suất họ mua các sản phẩm này tại cửa hàng phân phối, cửa hàng trực tiếp là 78.5%, tiếp theo đó là thông qua các trang mạng bán hàng trực tuyến là 67.6%. Do đó mà các doanh nghiệp mỹ phẩm Việt Nam cần phải mở rộng hơn nữa chuỗi cửa hàng của mình, đẩy mạnh việc xúc tiến và cung cấp sản phẩm thông qua internet. Các giải pháp trên có thể có sai sót nhưng đó là những gì tốt nhất mà nhóm nghiên cứu đề ra được từ bài nghiên cứu và phân tích dữ liệu. Nhóm mong rằng bài nghiên cứu này có thể hỗ trợ hết sức cho ngành công nghiệp mỹ phẩm nước nhà.

#### **5.4. Hạn chế**

Trong suốt quá trình thực hiện đề tài nghiên cứu, mặc dù có giảng viên hướng dẫn nhưng nhóm tác giả vẫn gặp phải những hạn chế nhất định. Đầu tiên là về các yếu tố khách quan. Vì điều kiện về chi phí và thời gian do đó nhóm tác giả vẫn chưa thể thực hiện khảo sát với số lượng lớn hơn và ở phạm vi rộng hơn. Về các yếu tố chủ quan, chủ yếu xoay quanh việc nhóm tác giả lần đầu tiên thực hiện một đề tài nghiên cứu khoa học và bản thân các tác giả của đề tài cũng chưa đủ kiến thức để thực hiện hoàn hảo phương pháp định tính, do vậy mà đề tài nghiên cứu được thực hiện chủ yếu bởi phương pháp định lượng. Xét trên góc độ khoa học của đề tài nghiên cứu này, nhóm tác giả tự nhận thấy đề tài còn nhiều hạn chế. Cụ thể là cơ sở lý luận của đề tài vẫn chưa đủ lý thuyết và lập luận chặt chẽ, cơ sở lý luận nhóm tác giả đưa ra chủ yếu là dựa trên các kết quả nghiên cứu thực nghiệm và vẫn còn dựa trên quan sát thực tiễn. Bên cạnh đó là việc khai thác kết quả tìm được. Nhóm tác giả tự thấy chưa tận dụng được kết quả của giả thuyết H5 là sự tác động của Quốc gia xuất xứ (COO) lên trung gian Giá chấp nhận mua (PP), từ đó tác động gián tiếp lên yếu tố phụ thuộc Ý định mua sắm lặp lại (RI). Đồng thời, cũng do hạn chế về kiến thức thực tiễn mà các kiến nghị của nhóm tác giả ở cấp doanh nghiệp, chưa thể tiến đến cấp ngành hay cấp quốc gia. Tuy nhiên, nhóm tác giả sẽ tiếp tục hoàn thiện đề tài ở nhiều góc độ khác nhau để đề tài phát triển cả ở chiều sâu lẫn chiều rộng.

#### **TÀI LIỆU THAM KHẢO**

##### **Tài liệu tham khảo nước ngoài**

- [1] Ajzen, I. (1991) "The theory of planned behavior", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 50 (2), 179-211.

- [2] Angeline L. (2001), “Pretend Play as Twin Earth: A Social-Cognitive Analysis”, *Developmental Review*, Vol. 21, pp.495–531.
- [3] Anthony F. (2006), “Japanese Women Catch the “Korean Wave””, 05/14/2017.
- [4] Arpita K., Dhiren A. and Manish K. (2014), “Influence of price perception and shopping motives on Indian consumers’ attitude towards retailer promotions in malls”, *Asia Pacific Journal of Marketing and Logistics*, Vol.26 No. 2, pp. 272-295.
- [5] Bartlett, M. S. (1950), “Test of significance in factor analysis”, *British Journal of Psychology*, Vol. 33 No. 3, pp. 77-85.
- [6] Bentler, P. M (1990). Comparative fit indexes in structural models. *Psychological bulletin*. 107(2). 238-246.
- [7] Bentler, P. M. and Bonett, D. G. (1980), “Significance tests and goodness of fit in the analysis of covariance structure”, *Psychological Bulletin*, Vol. 88 No. 3, pp. 588-606.
- [8] Brown, T. A. (2006). “Confirmatory Factor Analysis for Applied Research”. Guilford Press. New York.
- [9] Campbell, D. T and Fiske, D. W. (1959). Convergent and discriminant validation by the multitrait-multimethod matrix. *Psychological Bulletin*. Vol. 56 No. 2. Pp. 81-105.
- [10] Cao Longbing (2010), "In-depth Behavior Understanding and Use: the Behavior Informatics Approach", *Information Science*, Vol. 108 Issue 17, pp. 3067-3085.
- [11] Chaudhuri, A. and Holbrook M. B. (2001), “The Chain of Effects from Brand Trust and Brand Affect to Brand Performance: The Role of Brand Loyalty.” *Journal of Marketing*, Vol. 65 No. 2, pp. 81-93.

# CHANGES IN VALUE RELEVANCE OF ACCOUNTING INFORMATION AND DETERMINANTS OF CHANGES IN VALUE RELEVANCE: EMPIRICAL EVIDENCE FROM VIETNAM

SV: Vương Ánh Tuyết, Phan Thị Huỳnh Ân, Phạm Xuân Tân  
Trường ĐH Ngân hàng TP HCM  
GVHD: Ph.D Trần Quốc Thịnh

## 1. Introduction

Believing that financial statement is one of the sources of information that produce financial information for interested parties including investors, creditors, and other parties. Those people are looking for a qualified accounting standard comprising of comprehensive principles that are relevance, reliability, understandability and comparability, according to General Accepted Accounting Principles (GAAP). And the Framework for International Financial Reporting Standards (IFRS) (2010) states that relevance characteristic is met only when users are able to evaluate past, present or future events as considering taking any economic decisions.

Value relevance studies represent simultaneous testing of the relevance and reliability of accounting information and are one of the most productive areas of accounting researching for the last 20 years. Definition of value relevance in various studies is the ability of accounting information to summarize information that affects stock values (Francis & Schipper, 1999). Value relevance has to do with the summarization of accounting information that affects stock values in such a way that the investors can come up with an informed decision, that has to do with an organization. If accounting information is prepared in such a way that it plays the roles expected of it, it will lead the investors to come up with the right investment decision that at the end will give them higher return on investment and minimize risks of the investment. Value relevance is seen as proof of the quality and usefulness of accounting numbers and as such, it can be interpreted as the usefulness of accounting data for decision making process of investors and its existence is usually by a positive correlation between market values and book values (Takacs, 2012).

The higher the value relevance, the more financial statements can be relied upon to make investment decisions and thus the greater the association between financial statement items and firm stock-share prices or returns (Francis and Schipper, 1999; Sami and Zhou, 2004). Furthermore, in Vietnam, there also researches relate to value relevance as considering the relationship with book value of capital and earning starting from paper of Bui Kim Yen (2002).

From above information, it can be concluded that value relevance is a subject attracting a wide range of science researchers on over the world. However, this subject is still limited in Vietnam due to lacking of researching data, instruments and its complexity. Therefore, value relevance should be a hot and urgent field needing studying in such a globalization age. To be more specific, the authors as well as information users are now interested in the change of value relevance throughout the time and what factors affecting the change in value relevance with the view to improving and advancing the quality of accounting information and better decisions could be made. As a whole, it is for the development of accounting information systems and economy.

In this study, the authors inherit from the previous studies by both international and domestic journal regarding the change of value relevance over the time and determinant of value relevance fluctuation of listed companies on over the world. Specifically, in this research, we have developed surveys to check the relation of value relevance and three main important elements of financial statement namely Earnings, Book value and Balance sheet respectively. And the explanation for choosing these variable as processing data is based on paper of Kevin C.K. Lam who is the author of study called Changes in the value relevance of accounting information over time: Evidence from the emerging market of China. This research, which took advantage of quantity method for solving the data of 11199 firm-year observations on China Stock Market



(CSMAR) and the Taiwan Economic Journal (TEJ) from 1994 to 2008, was issued for public users in 2013. The different item is that, when considering the relation between several elements of financial statement, Kevil conducted his research with 4 models, while, the authors just consider to choose 3 of them and in the final model, earning before extraordinary items, deflated by the book value of equity at the beginning of year is eliminated due to more simplifications as collecting data.

In addition, as researching for factors impacting change in value relevance of financial, the authors also make use of Kevil's paper as the foundation of research. In which, we inherit a half of variable including in Kevil research and the rest are from two other papers namely Does IFRS adoption increase value relevance and earning timeliness in Latin America by Martha del Pilar Rodríguez García in 2016 and Value relevance of accounting information: evidence from Indonesia by Yen Sun in 2016. To be more precise, model for testing which determinant of change in value relevance has total 6 independent variables including the size of business, the growth of business over the time, long-termed debt ratio, financial statement whether or not audited by Big4 audited firms (Deloitte, KPMG, EY and PwC), the efficiency of business over the time and risk of using more liability and ability to control financial status as using leverage ratio after considering the impact of accrual and cash basic for accounting principle. The authors make decision to develop this model with the view to collecting data process more favorably and overcoming the fact that Vietnam is also an emerging market that information presentation and disclosure is still limited.

Moreover, due to lack of consensus in the literature about the determinants of share price, and given the fact that specific accounting information can play an important role, one may ask about the true position in the Vietnam capital market. Since shares are traded daily in Nigeria, it becomes imperative to find out the variables that determine share price and the relative significance of each variable. In addition, it is obviously that requirement of accounting information presentation and disclosure in Vietnam adhering to international standard which could make a great impact on value relevance is a big question to investors nowadays. That is why investigation of the value relevance on financial information with relevant to the stock prices is important matter for more truly investing decisions in such a developing country like Vietnam. The authors are also aware of this urgent situation as well as the a wide range of assumptions of economic benefits of value relevance leading to make the progress to research about this issue in Vietnam now and then.

The authors aim to achieve three specific objectives, firstly, investigating change in value relevance of accounting information of Vietnamese listed companies, secondly, determinants of change in value relevance of accounting information of Vietnamese listed companies and lastly, we try to suggest several recommendations for investors in better decision-making process.

## **2. Material and Methods**

### **2.1. Material**

The authors inherit related researches about value relevance attract many researchers on over the world. With the view to making the literature review more comprehensive, the authors divide international reviewing workings into five main parts namely change in value relevance, determinants on change in value relevance, value relevance of consolidated financial statements, IFRS affecting value relevance and notes for choosing model as processing data for value relevance study before deciding suitable material helping meet predetermined objectives.

In this paper, selected primary data are accounting information of 170 listed companies which are available on capital market in Ho Chi Minh city like Vietstock.vn and Hose website for the period from 2010 to 2016.

### **2.2. Methods**

The article mainly uses quantitative methods, namely hypothesis testing, suitable level of model and multiple regression analyzing to investigate change in value relevance and determinants of change in value relevance.

## Research models

Earning return model:

$$RET_{it} = a + \frac{bEPS_{it}}{P_{it-1}} + \frac{c\Delta EPS_{it}}{P_{it-1}} + e_{it} \quad (1)$$

Where  $RET_{it} = \frac{P_{it} + DPS_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$  and  $\Delta EPS_{it} = EPS_{it} - EPS_{it-1}$  (Barth and Clinch, 2009)

There are two independent variables:

Earnings per share ratio  $\left(\frac{EPS_{it}}{P_{it-1}}\right)$

Changes in earnings per share ratio  $\left(\frac{\Delta EPS_{it}}{P_{it-1}}\right)$

This model is widely used in previous papers of many researchers namely Alford (1993), Harris et al. (1994), Harris and Lang (1994), Collins, Maydew and Weiss (1997), M.S. Harris and K.A> Muller (1999), Kothari (2000), Niskanen et al. (2000), Barth et al. (2008), Kevin C.K. Lam (2013), Nguyen Ngoc Huong Ly (2016,... And mostly results state the positive relationship between dependent and independent variable.

Also investigating the relationship between book value and earning by EBO model by Edward and Bell (1961) and Ohlson (1991, 1995):

$$P_{it} = a + bBVPS_{it} + cEPS_{it} + e_{it} \quad (2)$$

Where: Stock price (P) on book value (BVPS) and earnings (EPS) per share

This model is mostly used in value relevance researches such as papers of Collins, Maydew and Weiss (1997), harris and Muller (1999), Barth et al. (2008), Mohd Kadri, Rozainun Abdul and Muhd Kamil Ibrahim (2009), Sanjeet Sharma (2011), Sibel Kagin (2013), Nguyen Ngoc Huong Ly (2016), etc.

After processing data and the results of two model above are used to research for the second objective: which elements impacting the change of value relevance throughout a decade from 2006. The authors develop the following model to work out the problem:

$$\Delta Val_{Relm} = a + bSize + cGrowth + dDebt + eBig4 + fEfficiency + hRisk + iTT200 + \varepsilon \quad (3)$$

Where:

$\Delta Val\_Relm$ : is the change in value relevance, calculated as the absolute value of the residuals from the yearly regressions of Models (1) to (2)

Size: the logarithm of total assets

Growth: the market to book value

Debt: long-term debt to assets ratio

Big4: a dummy variable on auditor type, coded as one if a firm is audited by one of the big 4 international auditors or one of their former bodies, and zero otherwise

Efficiency: total sales divided by total assets of company in period t

Risk: annual change rate of the total liabilities of company in period t with respect to period t-1 by using the first logarithmic differences

TT200: a dummy variable on Circular 200 application, coded as one if a firm apply circular 200 on presenting and disclosing the accounting information on financial statements, and zero otherwise.

The model is developed from 2 previous studies namely Changes in the value relevance of accounting information over time: Evidence from the emerging market of China by Kevin C.K. Lam (2013), Does IFRS adoption increase value relevance and earning timeliness in Latin America by Martha del Pilar Rodríguez García in 2016.

**Table 3.3.1. Hypothesis summary**

Independent variable	Hypothesis	Martha del Pilar Rodríguez García (2016)	Yen Sun (2016)	Kevin C.K. Lam (2013)	The authors' expectation
Size	H5	+	+	+	+
Growth	H6	+	+	+	+
Debt	H7	0	-	-	-
Big4	H8	0	0	-	-
Efficiency	H9	+	0	0	+
Risk	H10	+	+	0	+
TT200	H11				+

Sources: The author's summary

### 3.Results and discussion

**Table 1. Descriptive statistics of variables**

Statistics

	N		Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum
	Valid	Missing					
RET	949	0	.2281	.0800	.89599	-.96	5.76
A	949	0	.1084	.1000	.14204	-.89	.79
B	949	0	-.0032	-.0100	.16397	-.90	1.33
P	949	0	20848.56	14200.00	19365.956	1270	135000
BVPS	949	0	19712.20	17290.00	9348.622	3030	70980
EPS	949	0	2417.23	1700.00	2745.295	-7370	22580
Val_RelM	949	0	.7940	.4900	1.03326	.00	6.99
Size	949	0	27.0274	27.0400	1.56217	20.10	31.60
Growth	949	0	1.0042	.8000	.76507	.14	8.13
Debt	949	0	.1195	.0600	.14547	.00	.67
Big4	949	0	.32	.00	.465	0	1
Efficiency	949	0	.9797	.7800	1.01032	.02	9.58
Risk	949	0	-.4719	-.2500	1.04616	-3.97	2.26
TT200	949	0	.34	.00	.473	0	1

Source: Author's synthetic

#### 3.1.Result of investigating Change in Value Relevance

Model

1.

$$RET_{it} = a + \frac{bEPS_{it}}{P_{it-1}} + \frac{c\Delta EPS_{it}}{P_{it-1}} + e_{it}$$

The authors named  $\frac{EPS_{it}}{P_{it-1}}$  and  $\frac{\Delta EPS_{it}}{P_{it-1}}$  as A and B respectively

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF

1	(Constant)	.131	.037		3.489	.001		
	A	.922	.241	.142	3.820	.000	.717	1.395
	B	.845	.213	.148	3.973	.000	.717	1.395

Source: Data analysis results from SPSS software

From the regression model results table is defined:

$$RET = 0.142*A + 0.148*B$$

Where:

$$RET: \text{return yearly which is defined as } RET_{it} = \frac{P_{it} + DPS_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

$$A: \text{earning per share which is calculated by } \frac{EPS_{it}}{P_{it-1}}$$

$$B: \text{change in earning per share which is calculated by } \frac{\Delta EPS_{it}}{P_{it-1}}$$

For A (Earning per share) with a coefficient of  $\beta$  of 0.142 greater than zero, this represents the covariance between the independent variable and the dependent variable with the degree that A (Earning per share) increases (or decreases) a unit. RET (Return) will increase (or decrease) to 0.142 units, given that other factors remain unchanged.

For B (Change in earning per share) with a coefficient of  $\beta$  equal to 0.148 greater than zero, this represents the covariance between the independent variable and the dependent variable with the significance level that, when B (Change in earning per share) increases (or decreases) a unit the RET (Return) will rise (or decrease) to 0.148, given that other factors remain unchanged.

Model 2:

$$P_{it} = a + bBVPS_{it} + cEPS_{it} + e_{it}$$

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	783.298	1083.973		.723	.470		
	BVPS	.607	.060	.293	10.091	.000	.659	1.517
	EPS	3.348	.205	.475	16.335	.000	.659	1.517

a. Dependent Variable: P

Source: Data analysis results from SPSS software

Based on the results of the analysis, both variables BVPS and EPS had an effect on the P variable, statistically significant at the significance level of 5 %. From the regression model results table is determined:

$$P = 0.293*BVPS + 0.475*EPS$$

Where:

P: stock price

BVPS: book value per share

EPS: earning per share

For BVPS variables with a coefficient of  $\beta$  of 0.293 which is greater than zero, this represents the positive relationship of the independent variable to the dependent variable with the significance, when BVPS increases (or decreases) a unit P will increase (or decrease) to 0.293 units, given that other factors remain unchanged.

For EPS with a coefficient of  $\beta$  equal to 0.475 greater than zero, this represents a positive relationship between the independent variable and the dependent variable with the significance is that when EPS increases (or decreases) a unit, P will increase (or decrease) to 0.475 units, given that other factors are constant.



### 3.2. Result of investigating Determinants of change in value relevance

Model 3

$$\Delta Val_{Relm} = a + bSize + cGrowth + dDebt + eBig4 + fEfficiency + hRisk + iTT200 + \varepsilon$$

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.061	.597		-.103	.918		
	Size	.005	.023	.008	.232	.817	.679	1.472
	Growth	.555	.041	.411	13.533	.000	.873	1.146
	Debt	-.389	.249	-.055	-1.563	.118	.657	1.521
	Big4	-.031	.071	-.014	-.438	.661	.790	1.266
	Efficiency	-.011	.046	-.011	-.236	.813	.398	2.512
	Risk	-.099	.047	-.100	-2.089	.037	.352	2.844
	TT200	.520	.063	.238	8.292	.000	.978	1.022

a. Dependent Variable: Val\_Relms

Source: Data analysis results from SPSS software

As above result, the two independent variables were included in the regression model, Growth, Risk and TT200 variables had an effect on the Val\_Relms variable, statistically significant at the 5% significance level. From the regression model results table, the model is determined:

$$\Delta Val\_Relm = 0.411 * Growth + 0.037 * Risk + 8.292 * TT200$$

Where:

$\Delta Val\_Relm$ : change in value relevance

Growth: the market to book value

Risk: annual change rate of the total liabilities of company in period t with respect to period t-1 by using the first logarithmic differences.

TT200: a dummy variable on Circular 200 application, coded as one if a firm apply circular 200 on presenting and disclosing the accounting information on financial statements, and zero otherwise.

The growth variable has a  $\beta$  factor of 0.411 greater than zero, which represents the covariance between the independent variable and the dependent variable at the level of significance that, when growth increases (or drops) one unit, Val\_Relms will increase (or decrease) to 0.411 units.

The risk variable has a  $\beta$  factor of 0.037 greater than zero, which represents the covariance between the independent variable and the dependent variable at the level of significance that, when growth increases (or drops) one unit, Val\_Relms will increase (or decrease) to 0.037 units.

The TT200 variable has a  $\beta$  factor of 8.292 greater than zero, which represents the covariance between the independent variable and the dependent variable at the level of significance that, when growth increases (or drops) one unit, Val\_Relms will increase (or decrease) to 8.292 units.

#### 4. Conclusion

Value relevance plays an important role in present and disclose of financial information of any enterprises. If the financial statements lose the value relevance, nobody will have an interest on them. Therefore, the empirical investigation of value relevance of accounting information is a direct check of the validity and reliability of financial statements published by companies. Basing on the final result of investigation, the authors could make some conclusion for each predetermined researching question below.

For the first researching question, the authors conclude that value relevance of accounting information of Vietnamese listed companies increase over the year belonging to the growth of earning per share and book value per share. This trend which is mostly similar with previous studies on over the world, states an ordinary change in modern age. For the second researching question; growth measured by the market to book value of the company, risk defined as annual change rate of the total liabilities of company and TT200 named a dummy variable on Circular 200 application, coded as one if a firm apply circular 200 on presenting and disclosing the accounting information on financial statements, and zero otherwise; are independent variables influence on change in value relevance positively and the rest is not statistic significant in this study. We also state two main suggesting reasons for this outcome namely limitations of timing and sample population as well as different characteristics of accounting information after applying international regulation of developed countries on over the world.

To sum up, in Vietnam, value relevance of accounting information is improved over the time and it is considered to be impacted by growth speed which is measured by the market to book value of a firm. In order to improve the market value as well as the value relevance of accounting information, there are several suggesting policy of author including improving business performance, attracting more investors, establishing effective corporate governance, executing appropriate dividend policy, ensuring the quality of accounting information about both financial and non-financial one, applying international standards (IFRS/IAS) and finally are some recommendations for relevant organizations and association as mentioned in recommendations.

#### Recommendations

Our suggestions are with the view to making value relevance of accounting information increased. And basing on the final result, value relevance is significantly influenced by growth variable which is measured by the market to book value of a company. In which, book value is hardly to be changed, therefore we concentrate on the market value of listed companies. In addition, value relevance which is influenced by risk and TT200 variables, could be fluctuated by following suggesting policies.

For accounting information preparers

#### Improve business performance

According to Jan Bared CPA, principal of Financial Management Trainer, 2011. For improved business performance, all relevant key drivers should be identified and regularly evaluated against key performance indicators such as business targets and benchmark data. Implementing a continual improvement program will ensure that all key business resources are being utilized efficiently and effectively at all times. And four main items need considering to be controlled by entity namely efficient resources, profitability, risk management and innovation. And the author suggest that, in Vietnam, the most key business resource need considering to utilize is profitability which includes substantial and positive sale increase as well as better expense control, as making any decision for improving business performance comprehensively.

#### Attract more investors

According to Brandon Fishman, co-founder and CEO of Internet Marketing Inc. in order to gain more investment projects. It is necessary to maintain and improve these main key factors: network, know your industry, know your business plan inside and out, back up your valuation, pick the right investor and beware of funding consultants as well as choose your board of advisors wisely. These tips are really helpful for looking for more investors and improve business performance.

#### Establish effective corporate governance

In order to achieve purpose of establish effective corporate governance, 4 rules need considering: Firstly, commitment begins at the top. Reporting to the CEO or other key C-suite leadership can help demonstrate that a company is serious about sustainability. Secondly, accountability must be established and communicated clearly. Accountability helps ensure that sustainability is integrated with other business goals. Including sustainability performance into

the company's annual goals and employee performance review and compensation processes may be helpful mechanisms. Thirdly, alignment between the structure and the business is imperative. Sustainability governance structures that align with and complement the existing business model and organizational structures can be more successful than creating redundant or competing structures. Finally, flexibility to adapt and build up on the sustainability program across business units and regions can advance the sustainability agenda. Allowing for some adaptation can help ensure the sustainability program's relevance to a business unit's own strategies or region's local conditions. It also can generate employee engagement.

#### Execute appropriate dividend policy

As it makes a determination about which dividend payout policy is appropriate, as referring to paper of Joshua Kennon (2017), the author suggest that a company's board of directors may consider many things including, but not limited to, the following:

What are the opportunities for profitable reinvestment of surplus free cash flow? If you're a firm that is expanding across the country or world with no end in sight, it doesn't make sense to pay out cash if you can create more than cash of value by putting it back to work. If you're an asset intensive company with low returns on capital, it doesn't make a lot of sense to keep expanding. Owners would be better off paying out most of the earnings as dividends, effectively liquidating the business to some degree. Furthermore, how stable and secure is the balance sheet and income statement? Responsible companies need to have adequate cash reserves to absorb periods of economic stress. Some types of businesses have wildly volatile revenue or earnings that require greater management than different, more bucolic financial engines. For these businesses, it can be dangerous to push the dividend payout too high, too quickly. It's one thing for a diversified utility company to have a 50% dividend payout ratio and another thing entirely for a pure play mining company to have the same. The latter has a significantly higher likelihood of a dividend cut, which can be devastating to passive income investors using a high dividend strategy. Finally, what type of investors does the firm want to attract? Companies that pay regular and growing dividends tend to appeal to wealthier, more stable investors. Additionally, a strong, sustainable dividend can provide an effective floor on a stock, all else being equal, due to something called dividend support; investors rushing into buy it at the point its dividend yield becomes obscenely high, causing it to receive more bidding compared to non-dividend-paying companies when the capital markets are in a free fall. To learn more about this phenomenon, read *Why Dividend Paying Stocks Tend to Fall Less During Bear Markets*.

#### Ensure the quality of information disclosure of financial statements

Besides ensuring that financial information is fairly stated, free from material misstatement is presented and disclosed. The entity is encouraged to prepare even non-financial information with the view to helping investors to assess how directors have complied with their stewardship obligations, it would seem illogical to insist on standardised disclosures in every case. Furthermore, according to ACCA discussion, they strongly believe that additional costs of administering such disclosure are met by the benefits of risk reduction and opportunities for social, environmental and economic saving including a potential reduction in the cost of capital of an organization. Therefore, as ensuring both financial and non-financial information are both prepared and disclosed more frequently and correctly, it can help to attract more investors assisting improving business performance and increase stock price as a whole.

Update and present financial statement information according to international standards (IFRS/ IAS)

It is evident that value relevance has increased over the time after adopting international standards and regulations like IFRS/IAS according to Sibel Karğın (2013), Rida Prihatni (2016), Martha del Pilar Rodríguez García (2016). Furthermore, Circular 200 updated basing on IFRS affect value relevance positively. Therefore, the authors suggest that updating and presenting financial statement basing on these standards could help to make the entity's accounting

information gaining more value relevance. As a result, the financial statement would be more reliable and added more value for the users.

#### Germane borrowing policy

The result indicated that risk variable defined as annual change rate of the total liabilities of company is positively influence on value relevance. Therefore, it is necessary for any firm to establish suitable and safe leverage as taking advantage of liability when operation.

For relevant organizations, associations and state agencies

#### State Securities Committee

State Securities Commission co-ordinates with Ho Chi Minh City Stock Exchange to hold a seminar on "Finalizing the legal framework for disclosure of information to the securities market" for members to participate in the market. To disclose information and to ensure the rights and obligations of market participants, directly affect the investment activities of each subject participating in the stock market, disclosure of information should be in accordance with the development and the size of the stock market as well as to enhance the role and importance of disclosure to businesses and investors.

#### Ministry of Finance

Ministry of Finance should create greater motivation for enhancing the transparency of the market such as: Strengthening public information disclosure of public companies, especially raising the disclosure requirements of large corporations, stricter regulation on information disclosure obligations of major shareholders, internal shareholders; stricter requirement in fulfilling the obligations of information disclosure by securities business organizations. In addition, supervising and monitoring the compliance of listed companies' standards and regulations is extremely important and should be strengthened.

#### Vietnam Associations of Accountants

While updating and provide members with policies and laws of the State relating to the branches and fields of activities to help members to master and apply well, accounting association should also update the trend of international accounting standards like IFRS, IAS to well perform the tasks of legal consultancy, to guide and foster professional skills and professional skills for members according to the provisions of law. To supervise the members in complying with laws, regimes and policies of the State and the Association's Statutes, Rules and Regulations in order to the entity to provide more worthy accounting information with higher level of value relevance.

### **5.Limitations of the research**

Due to newly extraordinary field of accounting information research, it is obviously hardly to avoid several difficulties and limitations of study. Value relevance is studied a lot on over the world, but in Vietnam, this subject is still limited. Therefore, the author can not refer to a wide range of Vietnamese literature reviews. As a result, it might not an obviously perfect research as considering whole factors. In addition, due to lack of timing, the population is still small and it might impact on the final result of research. Finally, almost papers on over the world are consider value relevance after applying international standards and regulations as IFRS/IAS, therefore, the quality of information in Vietnam may be less reliable and worthy.

### REFERENCES

- [1] A.C.H. Lei, F.M. Song (2011). Connected transactions and firm value: evidence from China-affiliated companies.
- [2] Al Jifri, K. & Citron, D. (2009).The value-relevance of financial statement recognition versus note disclosure: evidence from goodwill accounting.
- [3] Alfaraih, M. (2009). Compliance with International Financial Reporting Standards (IFRS) and value relevance of accounting information in emerging stock markets: Evidence from Kuwait.



- [4] Al-Hares, O. M., AbuGhazaleh, N. M. & Haddad, A.E. (2012). Value relevance of earnings, book value and dividends in an emerging capital market: Kuwait evidence.
- [5] Al-Hogail, A. A. (2004). The valuation effect of investors' behaviour on the relevance of financial information.
- [6] Ali, A., & Hwang, L. S. (2000). Country specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data. *Journal of Accounting Research*, 38, 1–21.
- [7] Andrea Beltratti, Nasser Spear, Mark Daniel. (2011) . The value relevance and timeliness of write-downs during the financial crisis of 2007– 2009.
- [8] Arce, M., & Mora, A. (2002). Empirical evidence of the effect of European accounting differences on the stock market valuation of earnings and book value. *The European Accounting Review*, 11, 573–599.

# ẢNH HƯỞNG CỦA NỢ CHÍNH PHỦ LÊN QUYẾT ĐỊNH TÀI TRỢ CỦA DOANH NGHIỆP: NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM

SV: Huỳnh Lưu Đức Toàn, Đỗ Thị Như Quỳnh,  
Nguyễn Thị Cúc, Trần Thị Quỳnh  
Trường ĐH Ngân hàng TP HCM  
GVHD: ThS. Huỳnh Lưu Đức Toàn

## TÓM TẮT

Nhiều nghiên cứu gần đây trên thế giới quan tâm đến nợ chính phủ và yếu tố vĩ mô tác động đến quyết định tài trợ của công ty. Tuy nhiên, tại Việt Nam chưa có nghiên cứu quan tâm đến ảnh hưởng này. Nghiên cứu này kiểm định mối quan hệ giữa vay mượn nợ của chính phủ và lựa chọn cơ cấu vốn trong quyết định tài trợ của công ty với dữ liệu gồm hai cấp, cấp quốc gia và cấp công ty lấy từ thông tin công bố công khai và báo cáo tài chính của 250 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh, khảo sát trong giai đoạn 10 năm từ 2007 đến 2016. Nhóm nghiên cứu sử dụng phương pháp thống kê mô tả và ước lượng hồi quy GMM. Kết quả cho thấy, nợ chính phủ tác động ngược chiều cụ thể lên quyết định lựa chọn nợ trong chính sách tài chính của công ty. Việc vay mượn nợ của chính phủ tác động phủ định mạnh mẽ đối với nợ ngắn hạn hơn đối với nợ dài hạn. Bên cạnh đó, các biến vĩ mô và các yếu tố riêng có của công ty cũng ảnh hưởng đến chính sách sử dụng nợ của công ty.

**Từ khóa:** nợ chính phủ, nợ công ty, cấu trúc vốn, GMM, Viet Nam

## GOVERNMENT BORROWING AND CORPORATE FINANCING: EMPIRICAL FROM VIETNAM

### Abstract

*This paper investigates how government borrowing can influence the corporate financing regarding capital structure. It is one of recent studies to attempt to shed a further light on empirical evidence of government debt's effect on firm's choices with 250 non-financial firms on Hochiminh Stock Exchange (HoSE) during the period of 10 years from 2007 to 2016 by employing the system Generalized Method of Moments (system-GMM) for estimation. Our results indicate that the government borrowing and debt financing for Vietnamese listed companies have negative relationship. The more important finding of our research is that short-term debts' corporate is influenced more strongly than the long-term one. We also define each threshold for quadratic term for government borrowing and financial corporate decisions by capturing U-shaped curve. In addition, the macroscopic factors for country economy also have a statistically significance impact on corporate financing decisions.*

**Keywords:** government borrowing, corporate debt, capital structure, GMM, Vietnam

**JEL Classification:** G32, G38, H63, H50

### 1. GIỚI THIỆU

Chủ đề nợ công hay việc vay mượn nợ của chính phủ và hệ quả của nó luôn là chủ đề được quan tâm và bàn luận trên khắp thế giới. Trong nhiều tài liệu và thực tế cho thấy, nợ công đóng vai trò quan trọng trong việc giải quyết thâm hụt ngân sách, phát triển và bù đắp tổn thất cho nền kinh tế trong ngắn hạn, tuy nhiên trong dài hạn, nợ chính phủ trở thành gánh nặng cho các nhà quản lý và hoạch định chính sách. Nó là nguyên nhân gây ra nhiều hệ lụy trong nền kinh tế phải kể đến như: áp lực tăng lạm phát, giảm tiết kiệm, tăng lãi suất, gây hiện tượng “thoái lui đầu tư” (crowd out) khu vực tư nhân, nền kinh tế trì trệ (Friedman (1978)).

Những nghiên cứu trên thế giới cuối những năm 90 đến nay quan tâm đến yếu tố vĩ mô và được thêm vào như biến độc lập trong mô hình kinh tế lượng để kiểm định tác động của chúng lên biến phụ thuộc.

Nghiên cứu của Graham và cộng sự (2014) đã giải thích nợ chính phủ tác động đến bộ phận doanh nghiệp thông qua tăng nợ bằng việc tăng phát hành trái phiếu trên thị trường chứng khoán Mỹ. Bên cạnh đó, nghiên cứu của Ayturk (2017) chứng minh mối quan hệ giữa nợ chính phủ và quyết định tài trợ của công ty bằng phương pháp hồi quy theo mô hình FEM trên bộ dữ liệu các

công ty và dữ liệu vĩ mô của 15 quốc gia ở Châu Âu. Tác giả kết luận nợ chính phủ và việc sử dụng nợ của công ty có mối quan hệ với nhau, cụ thể nợ chính phủ tác động ngược chiều lên vay nợ của doanh nghiệp, tuy nhiên, nó không ảnh hưởng đến sử dụng vốn từ nguồn chủ sở hữu khi doanh nghiệp sử dụng trong chính sách tài trợ. Hơn nữa, tác giả cũng kết luận có tương quan ý nghĩa giữa nợ chính phủ, các yếu tố đặc trưng của công ty và các yếu tố vĩ mô lên quyết định tài trợ của công ty.

Nghiên cứu của Fan và cộng sự (2012) xem xét môi trường thể chế ảnh hưởng như thế nào đến cơ cấu vốn và sự lựa chọn dùng nợ của các công ty ở 39 nước phát triển và đang phát triển. Tác giả thấy rằng hệ thống pháp lý và thuế của một quốc gia, tham nhũng và ưu đãi của các nhà cung cấp vốn giải thích một phần đáng kể sự biến động về tỷ lệ sử dụng nợ. Cụ thể, các công ty ở các quốc gia có tình trạng tham nhũng nhiều hơn và những nước có hệ thống pháp luật kém hơn thường có xu hướng sử dụng nhiều nợ hơn, đặc biệt là nợ ngắn hạn; luật phá sản hoàn toàn và bảo hiểm tiền gửi có liên quan đến đòn bẩy cao hơn và nợ dài hạn hơn. Nợ được sử dụng càng nhiều ở những nước có lợi ích từ lá chắn thuế cao.

Ngoài những nghiên cứu cho thấy tác động của nợ chính phủ lên các quyết định tài trợ của công ty từ việc thay đổi cơ cấu vốn. Nhiều tài liệu tập trung tiên đoán rằng khi nợ chính phủ tăng sẽ làm giảm đầu tư thông qua tăng lãi suất. Sự biến động của nợ có thể thay đổi tỉ suất sinh lời của các tài sản có yếu tố liên quan trong danh mục đầu tư của nhà đầu tư (Friedman (1986)).

Kế thừa kết quả các nghiên cứu trước đây, và so thấy vấn đề tác động của nợ chính phủ lên quyết định tài trợ của công ty chưa được nhiều tác giả khám phá tại thị trường Việt Nam. Nhóm nghiên cứu đã chọn đề tài “Ảnh hưởng của nợ chính phủ lên quyết định tài trợ của doanh nghiệp: thực nghiệm tại Việt Nam” để kiểm chứng tác động này. Nhóm tác giả sử dụng bộ dữ liệu gồm cấp quốc gia lấy từ các trang web uy tín như World Bank, IMF, tổng cục thống kê quốc gia và dữ liệu cấp công ty gồm 250 công ty phi tài chính niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Việt Nam, với phương pháp thống kê, tiếp cận và giải thích kết quả nghiên cứu bằng ước lượng hồi quy theo phương pháp system-GMM (Generalized Method of Moments) để khắc phục các khuyết tật của mô hình.

## **2. CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU**

Quyết định tài trợ quan trọng của doanh nghiệp là xác định cơ cấu vốn công ty. Các lý thuyết nền tảng nhấn mạnh đến các yếu tố riêng có trong quyết định cơ cấu vốn của công ty phải kể đến ba lý thuyết trọng tâm: Lý thuyết đánh đổi (trade-off), lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order) và lý thuyết thời điểm thị trường (market timing theory).

Lý thuyết đánh đổi (trade-off theory) giải thích rằng các công ty có cơ cấu vốn tối ưu, đồng nghĩa giá trị doanh nghiệp sẽ cao nhất khi kết hợp giữa lợi ích từ lá chắn thuế từ việc sử dụng nợ vay vừa cân bằng với chi phí kiệt quệ (Kraus và Litzenberger, 1973). Các doanh nghiệp khi tiếp cận với lý thuyết đánh đổi phải cân bằng tỉ trọng nợ mục tiêu để hưởng lợi từ lá chắn thuế song phải cân nhắc đến chi phí kiệt quệ sau đó điều chỉnh dần dần về cơ cấu cân đối hợp lý gồm nợ và vốn cổ phần (Myers, 1984). Lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory) giải thích sự ưa thích sử dụng nguồn vốn bên trong như lợi nhuận giữ lại. Điểm quan trọng trong lý thuyết này là đưa ra thứ tự ưu tiên khi lựa chọn nguồn vốn để tài trợ cho dự án mới. Doanh nghiệp sẽ ưu tiên sử dụng nguồn lực bên trong (lợi nhuận giữ lại) kế đó mới là vay nợ và cuối cùng là huy động vốn từ cổ đông bao gồm phát hành cổ phiếu ưu đãi hoặc phát hành cổ phiếu thường (Myers, 1984). Lý thuyết thời điểm thị trường (market timing theory) đề xuất rằng các nhà quản lý cố gắng gia nhập thị trường cổ phiếu đúng thời điểm, thị trường tốt, giá cổ phiếu cao lúc đó doanh nghiệp phát hành cổ phiếu để huy động vốn và ngược lại. Một cuộc điều tra của Graham và Harvey (2001) trên các công ty ở Mỹ cung cấp bằng chứng mạnh mẽ chứng minh các nhà quản trị cố xác định thời điểm mà lãi suất thay đổi để họ có thể phát hành trái phiếu khi họ kì vọng lãi suất thị trường giảm.

Từ ba lý thuyết trên cho thấy quan điểm chiếm phần lớn của mỗi lý thuyết là khuyến khích doanh nghiệp cân nhắc sử dụng nợ vay và ưu tiên nguồn tài trợ từ nợ vay trước khi cân nhắc đến vốn cổ phần. Nợ vay đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu vốn của công ty.

Nhiều nghiên cứu gần đây quan tâm đến yếu tố vĩ mô tác động đến quyết định tài trợ của công ty. Graham và cộng sự (2014) nghiên cứu tác động của vay mượn chính phủ lên quyết định tài trợ của công ty, dữ liệu của bài nghiên cứu sử dụng là dữ liệu của các công ty phi tài chính ở 3 Sở giao dịch chứng khoán Mỹ: NYSE kể từ năm 1925, ở NASDAQ kể từ năm 1972 và ở AMEX từ năm 1962 và dữ liệu quốc gia từ 1970 đến năm 2013. Cuối cùng là bảng dữ liệu thống kê theo năm bắt đầu từ năm 1920 đến năm 2012. Các nhà nghiên cứu sử dụng phương pháp thống kê và phương pháp hồi quy OLS. Kết quả của bài nghiên cứu chỉ ra rằng nợ chính phủ đóng vai trò quan trọng trong việc hình thành hành vi của doanh nghiệp. Cụ thể, tăng nguồn cung trái phiếu làm thay đổi giá của tài sản có liên quan, điều này dẫn tới các công ty giảm phát hành nợ và đầu tư, và theo đuổi những tài sản có tính thanh khoản. Mọi quan hệ này tập trung vào những công ty có xếp hạng tín nhiệm cao, có tiềm lực tài chính mạnh.

Ayturk (2017) nghiên cứu về ảnh hưởng của vay mượn của chính phủ lên quyết định tài trợ của công ty ở các quốc gia ở châu Âu. Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu cấp công ty và cấp quốc gia, lấy từ 15 quốc gia ở Châu Âu. Cụ thể, cấp công ty, dữ liệu của tất cả các công ty phi tài chính được niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán của mỗi nước trong 15 quốc gia trong giai đoạn từ năm 1989 đến năm 2014. Bài dùng phương pháp thống kê và hồi quy tuyến tính theo mô hình FEM. Bài nghiên cứu kết luận có mối quan hệ ngược chiều giữa nợ công ty và nợ chính phủ. Trong khi không tồn tại mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa vốn chủ sở hữu và vay mượn chính phủ. Mọi quan hệ này đúng ngay cả khi kiểm định dòng tài sản và nợ. Cụ thể hơn, khi chính phủ mượn nợ càng nhiều, càng làm nợ mà công ty phát hành ra bị giảm cạnh tranh.

Nghiên cứu của Fan và cộng sự (2012) cũng xem xét môi trường thể chế ảnh hưởng như thế nào đến cơ cấu vốn và sự lựa chọn kì hạn nợ của công ty mà đặt tại quốc gia đó. Bài nghiên cứu 36,767 công ty ở 39 nước phát triển và đang phát triển, sử dụng phương pháp thống kê kết hợp với phương pháp OLS, phương pháp ước lượng hồi quy GMM để kiểm tra mối tương quan của cả biến cấp công ty và cấp quốc gia. Tác giả thấy rằng hệ thống pháp lý và thuế của một quốc gia, mức độ tham nhũng và ưu đãi của các nhà cung cấp vốn giải thích một phần đáng kể sự biến động về tỷ lệ sử dụng nợ. Cụ thể, các công ty ở các quốc gia có tình trạng tham nhũng nhiều hơn và những nước có hệ thống pháp luật kém hơn thường có xu hướng sử dụng nhiều nợ hơn, đặc biệt là nợ ngắn hạn; luật phá sản hoàn toàn và bảo hiểm tiền gửi có liên quan đến đòn bẩy cao hơn và nợ dài hạn hơn.

Graham và cộng sự (2015) cũng xem xét cấu trúc vốn của các công ty ở Mỹ thay đổi như thế nào trong thế kỉ 20. Bài nghiên cứu điều tra các công ty phi tài chính ở Mỹ niêm yết trên ba sàn chứng khoán là NYSE, Amex và Nasdaq từ năm 1920 đến năm 2010. Nhóm tác giả sử dụng phương pháp thống kê kết hợp phương pháp hồi quy OLS. Kết quả thực nghiệm cho thấy, trước năm 1945 các công ty có tỉ lệ nợ thấp và ổn định. Giai đoạn từ 1945 đến năm 1946 tỉ lệ nợ tăng gấp 3 lần từ 11% trước đó lên mức 35%, thậm chí tăng vượt trội lên 47% vào những năm đầu 90. Đối với những công ty trung bình vào năm 1946 không sử dụng nợ nhưng đến năm 1970, tỉ lệ nợ cũng chiếm đến 31%. Có xu hướng tăng tỉ lệ nợ và duy trì tỉ lệ nợ trong cấu trúc vốn của công ty. Bài nghiên cứu điều tra các yếu tố dẫn đến nhu cầu tăng sử dụng nợ trong cấu trúc vốn của các công ty Mỹ. Sự thay đổi các đặc điểm riêng có của công ty không giải thích cho sự gia tăng này. Thay vào đó, tác giả thấy rằng sự thay đổi trong nợ chính phủ và các yếu tố vĩ mô đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích sự gia tăng này.

### ***Giả thuyết nghiên cứu***

Để kiểm tra ảnh hưởng của nợ chính phủ, các yếu tố vĩ mô, và các yếu tố riêng có của doanh nghiệp đối với các quyết định tài trợ ở Việt Nam, nhóm tác giả xem xét bằng chứng lý thuyết và thực nghiệm của De Jong và cộng sự (2008), Fan, Titman & Twite (2012), Graham, Leary & Roberts (2014). Hầu hết các ý kiến cho rằng vay mượn của chính phủ có ảnh hưởng đáng kể đến tài trợ doanh nghiệp ở Hoa Kỳ trong thế kỷ qua, ngoài ra lý thuyết Miller (1977), McDonald (1983), Taggart Jr (1985) cũng góp phần vào những khái niệm này. Điều thú vị là, Graham, Leary & Roberts (2014) cho thấy việc phát hành nợ của chính phủ Mỹ có ảnh hưởng lớn đến các quyết định tài trợ của công ty thông qua ảnh hưởng của nó đối với sự kết hợp giữa phân bổ danh



mục và chi phí của các tài sản có liên quan. Ngoài ra, vay nợ của Chính phủ và sử dụng nợ của công ty có mối quan hệ tiêu cực. Các kết quả này tương tự như trong nghiên cứu của Ayturk (2017), khảo sát 15 nước phát triển Châu Âu từ 1989 đến 2014. Về phạm vi của Việt Nam, chúng tôi xây dựng hai giả thuyết chính như sau: (H1): Chính phủ vay nợ và quyết định tài trợ bằng nợ của các công ty phi tài chính Việt Nam đang được niêm yết có mối quan hệ tiêu cực ở mức độ ý nghĩa cụ thể. (H2): Ngưỡng nợ vay mượn chính phủ tác động đến quyết định tài trợ của công ty là bao nhiêu? Trong báo nghiên cứu này, nhóm tác giả sẽ trả lời các câu hỏi nghiên cứu về vay nợ của chính phủ và các quyết định về vay nợ của doanh nghiệp: (i) liệu có mối quan hệ giữa vay mượn của chính phủ và các quyết định tài trợ trong cơ cấu vốn cho các công ty niêm yết ở Việt Nam? (ii) nợ quốc gia ảnh hưởng như thế nào đến một số biến số nợ ròng, tỷ suất nợ ngắn hạn và dài hạn trên tổng tài sản cho các công ty nghiên cứu? Dựa trên các nghiên cứu của Ayturk (2017), Graham, Leary & Roberts (2014), nhóm tác giả xem xét lại các giả thuyết này về mối liên hệ giữa nợ chính phủ và các quyết định tài trợ trong bối cảnh các công ty niêm yết tại Việt Nam. Nhóm tác giả cũng gợi ý thêm về nghiên cứu của Ayturk (2017), Graham, Leary & Roberts (2014) để đặt câu hỏi nghiên cứu thứ ba (iii) Ngưỡng nợ mà chính phủ vay ở mức bao nhiêu sẽ ảnh hưởng đến quyết định tài trợ của các công ty niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu? Đây là cách tiếp cận mới để nhóm tác giả xác định chính xác ngưỡng cho tỷ lệ vay của chính phủ.

### 3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu.

#### 3.1. Mô hình nghiên cứu.

Nhóm nghiên cứu dựa trên mô hình của Graham và cộng sự (2014), nhóm nghiên cứu đã áp dụng một phần mô hình của Graham và cộng sự (2014) để kiểm định giả thuyết H<sub>1</sub>

Mô hình:

$$\frac{Q_t^c}{A_t} = \alpha + \beta \frac{Q_t^g}{A_t} + \sum \bar{X}_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Với biến phụ thuộc LEV là đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp, được tính bằng công thức  $(\frac{Q_t^c}{A_t})$ . Trong đó  $Q_t^c$  là tổng nợ của doanh nghiệp vào năm t, và  $A_t$  là tổng tài sản trên giá trị sổ sách của doanh nghiệp vào năm t.

Các biến độc lập: GDTA là tỷ lệ của nợ chính phủ ( $Q_t^g$ ) trên tổng tài sản của quốc gia ( $A_t$ ) ở năm t, biến  $X_t$  là tập hợp các biến kiểm soát biến phụ thuộc dựa trên sự tìm kiếm của Frank và Goyal (2009),  $\bar{X}_t$  là một vectơ tập hợp các biến kiểm soát gồm bộ biến vĩ mô (TB là lãi suất trái phiếu 10 năm, INF là tỉ lệ lạm phát quốc gia, EMR giá trị vốn hóa thị trường, Real-GDP tốc độ tăng trưởng GDP của quốc gia, GETA là tỉ lệ chi tiêu chính phủ trên tổng tài sản quốc gia, EA là tỉ lệ lợi nhuận trước thuế và lãi vay trên tổng tài sản doanh nghiệp, MTBAR là hệ số giá ghi sổ trên giá thị trường của doanh nghiệp). Để kiểm tra tính chính xác của kết quả, nhóm nghiên cứu cũng thực hiện hồi quy các mô hình thay thế với biến độc lập tương tự, kiểm định kết quả thay đổi của biến phụ thuộc.

Mô hình (1): Biến phụ thuộc là LEV: đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp

$$LEV_t = \beta_0 + \beta_1 GDTA_t + \sum \beta_k \bar{X}_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

Mô hình (2): Biến phụ thuộc là NDTA: Tỉ lệ nợ ròng trên tổng tài sản doanh nghiệp

$$NDTA_t = \beta_0 + \beta_1 GDTA_t + \sum \beta_k \bar{X}_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

Mô hình (3): Biến phụ thuộc là LDTA: Tỉ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản doanh nghiệp

$$LDTA_t = \beta_0 + \beta_1 GDTA_t + \sum \beta_k \bar{X}_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

Mô hình (4): Biến phụ thuộc là SDTA: Tỉ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản doanh nghiệp

$$SDTA_t = \beta_0 + \beta_1 GDTA_t + \sum \beta_k \bar{X}_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

Mô hình (5): Biến phụ thuộc giống với mô hình (1) là LEV: đòn bẩy tài chính doanh nghiệp, nhưng khác mô hình (1) ở số lượng các biến kiểm soát  $X_t$ , ngoài những biến kiểm soát đã có ở mô hình (1),  $X_t$  thêm biến UR là tỉ lệ thất nghiệp, MSG là tốc độ tăng trưởng cung tiền  $M_1$  (Ayturk (2017).

$$LEV_t = \beta_0 + \beta_1 GDTA_t + \beta_2 UR + \beta_3 MSG + \sum \beta_k \bar{X}_t + \varepsilon_t \quad (6)$$

Mô hình (6): Biến phụ thuộc là ETA: tỉ lệ của vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản doanh nghiệp

$$EAT_t = \beta_0 + \beta_1 GDTA_t + \sum \beta_k \bar{X}_t + \varepsilon_t \quad (7)$$

Để giải quyết với ngưỡng vay của chính phủ, nhóm nghiên cứu thực hiện hồi quy GLS-Generalized Least Squares tổng quát với bình phương của biến vay mượn chính phủ để bắt đường cong dạng chữ U và xác định giá trị tới ngưỡng bằng  $-\frac{\beta_1}{2\beta_2}$  cho mô hình nghiên cứu (8) ở dưới. Nhóm nghiên cứu cũng loại trừ các biến mà có thể gây ra nội sinh để đảm bảo tính nhất quán và chệch. Nhóm nghiên cứu cũng thêm bình phương của GDTA vào mô hình (3) (4) (5) (6) và (7) để ước lượng cho dù hình dạng bậc hai tồn tại hay không mà không có các biến nội sinh. Do đó nhóm tác giả không cần phải sử dụng các biến kiểm soát đối với dự đoán.

$$LEV_t = \beta_0 + \beta_1 GDTA_t + \beta_2 GDTA_t^2 + \sum \beta_k \bar{X}_t + \varepsilon_t \quad (8)$$

Nhóm nghiên cứu đề xuất sử dụng mô hình ước lượng GMM (General Method of Moments) nhằm giải quyết vấn đề nội sinh. Bên cạnh đó, sử dụng kiểm định đa cộng tuyến để kiểm tra sự tương quan giữa các biến với nhau trong mô hình. Từ những kiểm định và phân tích trên để đưa ra mô hình phù hợp nhất.

**Bảng 3.1 Các nhân tố được đưa vào mô hình**

Tên biến	Dấu kì vọng	Tên gọi	Cách tính	Cơ sở lí thuyết
GDTA	-	Tỉ lệ nợ chính phủ trên tổng tài sản quốc gia	Tổng nợ chính phủ chia cho tổng tài sản quốc gia.	Ayturk (2017) và Graham, Leary và cộng sự (2014)
TB	+	Lãi suất trái phiếu 10 năm	Thu thập dữ liệu từ Asiabondonline.adb.org	Friedman (1984); Ayturk (2017); Graham, Leary và cộng sự (2014)
INF	+	Tỉ lệ lạm phát	Thu thập dữ liệu từ tổng cục thống kê quốc gia.	Friedman (1984); Ayturk (2017); Graham, Leary và cộng sự (2014)
EMR	+	Giá trị vốn hóa thị trường	Chênh lệch chỉ số VNINDEX năm t so với năm t-1 chia chỉ số VNINDEX năm t-1	Friedman (1984)
Real-GDP	-	Tốc độ tăng trưởng của GDP	Chênh lệch GDP năm t so với năm t-1 chia tổng sản phẩm quốc nội năm t-1.	Shivdasani và Zenner (2005); Graham, Leary và cộng sự (2014)
GETA	-	Tỷ lệ chi tiêu chính phủ trên tài sản quốc gia	Chi tiêu chính phủ chia tổng tài sản quốc gia.	Ayturk (2017); Graham, Leary và cộng sự (2014)
EA	+	Tỉ lệ EBIT mà công ty tạo ra trên một đồng tài sản	Tổng lợi nhuận trước thuế và lãi vay chia cho tổng tài sản công ty.	Ayturk (2017); Graham, Leary và cộng sự (2014)
MTBAR	-	Tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của doanh nghiệp	Giá trị thị trường chia cho giá trị sổ sách	Ayturk (2017); Graham, Leary và cộng sự (2014)
UR	-	Tỉ lệ thất nghiệp	Thu thập dữ liệu từ worldBank	Ayturk (2017); Graham, Leary và cộng sự (2014)
MSG	-	Tốc độ tăng trưởng cung tiền $M_1$ <sup>11</sup>	Thu thập dữ liệu từ WorldBank	Ayturk (2017); Graham, Leary và cộng sự (2014)

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

### 3.2. Dữ liệu

Nghiên cứu này sử dụng bộ dữ liệu thứ cấp của 250 doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HoSE), không bị ngừng niêm yết. Giai đoạn thu thập số liệu là 10 năm từ năm 2007 đến năm 2016.

<sup>11</sup> $M_1$  (cung tiền giao dịch) = Tổng lượng tiền mặt  $M_0$  + Tiền mà các ngân hàng thương mại gửi tại ngân hàng trung ương.

Nhóm sử dụng cung tiền  $M_1$  vì  $M_1$  linh hoạt hơn  $M_2$ .

**Bảng 3.2 Thống kê mô tả các biến trong mô hình**

Variable	Obs	Mean	Std.Dev	Min	Max
LEV	2,500	0.4927	0.2321	0	0.9729
GDTA	2,500	0.4949	0.07024	0.394	0.624
TB	2,500	0.1041	0.0671	0.0106	0.218
INF	2,500	0.0914	0.0641	0.0088	0.2312
EMR	2,500	-0.0001	0.0040	-0.0107	0.0046
Real-GDP	2,500	0.0604	0.0058	0.0525	0.7130
GETA	2,500	0.0514	0.0065	0.0429	0.0660
EA	2,500	0.0048	0.0498	-0.0156	0.8752
MTBAR	2,500	1.0459	0.7207	0	8.606
NDTA	2,500	0.1191	0.3918	-0.9999	7.3531
LDTA	2,500	0.139	0.1692	0	0.9342
SDTA	2,500	0.3539	0.2119	0	0.9595
ETA	2,500	0.5082	0.2377	0	1
UR	2,500	0.0219	0.0028	0.018	0.0264
MSG	2,500	0.2565	0.6564	-0.6833	1.8102

*(Nguồn: Từ kết quả mô hình)*

Dựa trên số liệu thống kê mô tả, được trích từ dữ liệu mẫu của nhóm nghiên cứu, là hợp lí cho nền kinh tế Việt Nam và đặc điểm công ty. Vì vậy, nhóm nghiên cứu tiếp tục ước tính dữ liệu để kiểm tra các giả thuyết và câu hỏi nghiên cứu.

#### **4. PHÂN TÍCH KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU**

##### **4.1. Phương pháp ước lượng hồi quy system-GMM**

Dựa vào bảng kết quả hồi quy (Bảng 4.6 – Phụ lục), hệ số biến giải thích của nợ chính phủ của các mô hình đa phần đều âm (trong đó mô hình (3) và mô hình (6) có hệ số của biến giải thích nợ chính phủ dương lần lượt là 4710.078 và 0.1546195), cao nhất là -0.2433305 và nhỏ nhất là -420.4964 tất cả đều nhỏ hơn 0. Trong đó, ở mô hình (1), hệ số biến giải thích của nợ chính phủ có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, tức là có mối liên hệ ngược chiều giữa vay mượn của chính phủ và các quyết định liên quan đến chính sách tài trợ của doanh nghiệp. Để kiểm tra hiệu quả của kết quả trên, nhóm tác giả cũng sử dụng các định nghĩa khác của đòn bẩy của công ty trong các mô hình (2), (3) và (4). Nhóm tác giả đã phát hiện mối quan hệ tương đối tiêu cực có mức ý nghĩa thống kê từ 1% đến 5% giữa nợ ròng của công ty và nợ chính phủ. Quan trọng hơn, kết quả của các mô hình (3) và (4) cho thấy độ lớn và mức ý nghĩa thống kê của hệ số nợ chính phủ tương quan với mô hình nợ ngắn hạn của công ty tiêu cực hơn so với mô hình nợ dài hạn của công ty.

Theo đề xuất của Graham và cộng sự (2014b), nhóm tác giả cũng bổ sung thêm một vài biến số có thể đại diện cho đầu tư của doanh nghiệp và nguồn cung nợ công. Các biến này là tỷ lệ thất nghiệp, tốc độ tăng cung tiền  $M_1$ . Nhưng sau khi kiểm định đa cộng tuyến thì biến tốc độ tăng cung tiền  $M_1$  (MSG) có hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng, nhóm nghiên cứu đã tiến hành loại biến này ra khỏi mô hình (5) và thêm 2 biến trễ của đòn bẩy tài chính (gồm có 1 kì và 2 kì) Lev.lag1 (Lev.L1) và Lev.lag2 (Lev.L2) vào mô hình chứng minh mức độ tương quan qua các năm đều có ảnh hưởng nhau. Kết quả ước tính của mô hình khả quan hơn (mô hình 5) cho thấy mối quan hệ giữa nợ công ty và nợ chính phủ âm (tác động ngược chiều) phù hợp với dấu kì vọng nhóm tác giả dự kiến ở mức ý nghĩa 5%. Ở mô hình (6), nhóm nghiên cứu phân tích về mối tương quan giữa nợ chính phủ và vốn chủ sở hữu của công ty. Theo kết quả hồi quy ở Bảng 4.6 thì nợ chính phủ không có tác động đối với vốn chủ sở hữu của công ty, tức là khi tăng nợ chính phủ thì vốn chủ sở hữu bằng quang (không theo quy luật).

Xét các hệ số AR(1), AR(2) và Sargan Test của các mô hình đều tốt ( $AR(1) < 0.05$ ,  $AR(2) > 0.1$ ) cho thấy phương pháp ước lượng hồi quy system – GMM đã giải quyết tốt hiện tượng nội

sinh mà các mô hình mà các phương pháp ước lượng trên (Pooled OLS, FEM, REM) chưa giải quyết được. Sargan Test còn cho thấy các biến công cụ được sử dụng trong các mô hình là phù hợp và các biến công cụ đã giải quyết tốt hiện tượng nội sinh ( $p\text{-value} > 0.05$ ).

Nhìn chung, kết quả của nhóm tác giả phù hợp với những phát hiện của Graham và cộng sự (2014) về dữ liệu của Hoa Kỳ và Ayturk (2017) về dữ liệu của 15 quốc gia phát triển ở Châu Âu. Các dấu của biến có phần tương đồng với các nghiên cứu trước, nhưng cũng có biến không tương đồng với những nghiên cứu trước như biến nợ dài hạn của công ty (LDTA) và biến nợ ngắn hạn của công ty (SDTA). Kết quả hồi quy cuối cùng của nhóm nghiên cứu cho thấy, trong số tất cả 9 biến chỉ có một số biến không có ý nghĩa thống kê như biến tỷ lệ EBIT mà công ty tạo ra trên 1 đồng tài sản (EA) và biến tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách của doanh nghiệp (MTBAR), có nghĩa là phần lớn các biến đưa vào mô hình đều có tác động tới sự ảnh hưởng hoặc không ảnh hưởng của nợ chính phủ đến đòn bẩy công ty, giải thích khá đúng tình hình kinh tế trong giai đoạn này tại Việt Nam.

#### **4.2. Kiểm định kết quả hồi quy**

##### **4.2.1. Kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi**

Để kiểm định hiện tượng phương sai của sai số thay đổi của các mô hình, nhóm tác giả đã sử dụng kiểm định Breusch – Pagan. Qua bảng kết quả kiểm định (bảng 4.5 – Phụ lục) cho thấy cả 6 mô hình đều xuất hiện hiện tượng phương sai sai số thay đổi ( $p\text{-value} > 0.05$ ) khi hồi quy theo FEM, REM. Do đó nhóm tác giả đề xuất sử dụng mô hình system GMM.

##### **4.2.2. Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến**

Có 2 cách để phát hiện đa cộng tuyến: dựa vào hệ số phóng đại phương sai VIF hoặc dựa vào ma trận hệ số tương quan. Tuy nhiên, nhóm tác giả sử dụng chỉ số VIF để phát hiện hiện tượng đa cộng tuyến. Qua bảng kết quả kiểm định (bảng 4.5 – Phụ lục) cho thấy cả 6 mô hình đều xuất hiện đa cộng tuyến ( $VIF > 10$ ). Điều đó có nghĩa là cả 6 mô hình đều xuất hiện hiện tượng đa cộng tuyến.

Mặc dù phần lớn VIF của các hệ số lớn hơn 10, tuy nhiên nhóm nghiên cứu vẫn giữ nguyên các biến vì: Thứ nhất, đa cộng tuyến là một khuyết tật nhẹ, không ảnh hưởng đáng kể đến kết quả tính toán và thứ hai là khi chạy mô hình cho ra kết quả thì dấu của các biến trên đều phù hợp với dấu kỳ vọng. Vậy nên nhóm nghiên cứu không loại bỏ các biến có hệ số VIF lớn hơn 10.

##### **4.2.3. Kiểm định hiện tượng tự tương quan**

Qua bảng kết quả kiểm định (bảng 4.5 – Phụ lục) cho thấy cả 6 mô hình đều xuất hiện hiện tượng tự tương quan ( $p\text{-value} < 0.05$ ).

Nhóm tác giả đề xuất mô hình khắc phục khuyết điểm trong các mô hình là phương pháp ước lượng hồi quy system – GMM. Phương pháp hồi quy system – GMM có điểm mạnh nổi bật là khắc phục hiện tượng nội sinh trong mô hình mà các bộ phương pháp ước lượng khác chưa thể khắc phục được bởi vì phần dư của mô hình trong tình trạng không hoàn toàn độc lập với biến được giải thích, phát sinh mối ảnh hưởng hai chiều giữa các biến độc lập như bộ phương pháp ước lượng hồi quy tác động cố định (FEM), bộ phương pháp ước lượng hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) hay phương pháp ước lượng hồi quy Pooled OLS. Ngoài ra, phương pháp ước lượng hồi quy system – GMM còn có thể khắc phục được các khuyết điểm trong mô hình như hiện tượng phương sai của sai số thay đổi, hiện tượng đa cộng tuyến và hiện tượng tự tương quan và phương pháp ước lượng hồi quy system – GMM có thể phân tích tương quan giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc để ước lượng những ảnh hưởng thực tế của các biến giải thích lên các biến phụ thuộc.

#### **4.3. So sánh kết quả hồi quy**

##### **4.3.1. Phương pháp ước lượng Pooled OLS và FEM**

Dựa vào hệ số  $R^2$  của các mô hình theo 2 phương pháp ước lượng hồi quy ta thấy, hệ số  $R^2$  của các mô hình theo phương pháp ước lượng Pooled OLS nhỏ hơn so hệ số  $R^2$  của các mô hình theo phương pháp ước lượng tác động cố định (FEM), tức là biến giải thích nợ chính phủ giải thích được sự biến động của chính sách tài trợ doanh nghiệp của 6 mô hình theo phương pháp ước lượng hồi quy Pooled OLS không tốt bằng biến giải thích nợ chính phủ giải thích được sự



biến động của chính sách tài trợ doanh nghiệp của 6 mô hình theo phương pháp ước lượng tác động cố định (FEM). Điều này dẫn đến việc chọn phương pháp ước lượng tác động cố định (FEM) cho tất cả các mô hình sẽ đáng tin cậy hơn.

#### **4.3.2. Phương pháp ước lượng FEM và REM**

Kiểm định Hausman Test làm cơ sở để lựa chọn giữa phương pháp ước lượng tác động cố định (FEM) hay phương pháp ước lượng tác động ngẫu nhiên (REM). Từ kết quả của kiểm định Hausman Test, ta thấy p-value của các 6 mô hình  $> 0.05$  có nghĩa là các hệ số ước tính bởi bộ phương pháp ước lượng hiệu quả ngẫu nhiên (REM) hiệu quả hơn phương pháp ước lượng các ước tính cố định (FEM). Điều này dẫn đến việc chọn lựa phương pháp ước lượng hiệu quả ngẫu nhiên (REM) cho tất cả các mô hình sẽ vững và tin cậy hơn.

#### **4.3.3. Phương pháp ước lượng REM và system-GMM**

Qua các hệ số AR (1), AR (2) và Sargan Test ( $AR(1) < 0.05$ ,  $AR(2) > 0.05$ ), có nghĩa là phương pháp ước lượng hồi quy system – GMM đã giải quyết tốt các hiện tượng nội sinh, hiện tượng phương sai sai số thay đổi, hiện tượng tự tương quan, hiện tượng đa cộng tuyến mà mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) chưa giải quyết được. Vì thế, nhóm tác giả quyết định chọn phương pháp ước lượng hồi quy system – GMM với hệ biến công cụ đã lựa chọn.

Về việc xác định ngưỡng cho vay của Chính phủ, khi loại bỏ sự đa dạng có thể trong mô hình nghiên cứu, nhóm tác giả hướng đến việc xác định ngưỡng đi vay của Chính phủ có ảnh hưởng như thế nào đến việc sử dụng nợ của công ty thông qua phương pháp ước lượng bình phương tổng quát GLS (Generalized Least Square) với hình chữ U và hình chữ U ngược, được minh họa trong Bảng 4.7 – Phụ lục. Nhóm tác giả cũng thực hiện kiểm tra t-test để đảm bảo rằng cả hai hệ số không đồng thời bằng không, có nghĩa là nắm bắt được thuật toán bậc hai cho họ. Chỉ có mô hình NDTA (2) và ETA (6) có ý nghĩa thống kê. Điều này hàm ý rằng Chính phủ vay vốn để tài trợ các quyết định của công ty (đối với nợ ròng trên tổng tài sản và vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản) theo hình chữ U. Ngược lại, LEV (1), LDTA (3), SDTA (4) và LEV (5) chứng minh đường cong hình chữ U đảo ngược cho thuật toán bậc hai. Điều này hàm ý rằng giá trị nằm dưới ngưỡng giá trị, các quyết định tài chính của công ty có tương quan dương với nợ chính phủ. Khi giá trị này là lớn hơn ngưỡng, chúng sẽ tiêu cực. Chúng ta có thể giải thích rằng có tồn tại một giá trị ngưỡng trong việc vay mượn của Chính phủ. Cụ thể, đối với đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp LEV(1), nếu Chính phủ tăng vay nợ dưới ngưỡng 46.927% thì công ty sẽ có xu hướng sử dụng nợ tăng theo, nghĩa là với việc Chính phủ duy trì ngưỡng vay dưới giá trị 46.927% thì sẽ tác động tích cực đến việc sử dụng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Nếu Chính phủ vay nợ đến ngưỡng là 46.927%, doanh nghiệp không có bất kỳ phản ứng gì, thậm chí khi mà Chính phủ vay nợ quá ngưỡng 46.927% thì sẽ tác động tiêu cực đến việc sử dụng đòn bẩy của công ty, công ty sẽ có xu hướng giảm dùng đòn cân nợ. Hướng giải thích này tương tự đối với tỉ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản doanh nghiệp LDTA (3), tỉ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản doanh nghiệp SDTA (4) và đòn bẩy tài chính của công ty LEV (5) khi có thêm sự hiện diện của biến UR và MSG. Đối với nợ ròng trên tổng tài sản của công ty NDTA (2) nếu Chính phủ vay nợ dưới ngưỡng 52,955% thì tác động tiêu cực đến tỉ lệ nợ ròng của một công ty. Tuy nhiên, khi tỷ lệ vay nợ của Chính phủ trên 52,955%, tác động tích cực lên nợ ròng của một công ty. Hướng giải thích này cũng lý giải cho tỉ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản của công ty ETA (6).

### **5. KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH**

Căn cứ vào kết quả hồi quy cuối cùng cho thấy, trong số tất cả 10 biến, chỉ có một số biến không có ý nghĩa thống kê, có nghĩa là phần lớn các biến đưa vào mô hình có tác động tới các quyết định của chính sách tài trợ của doanh nghiệp, giải thích khá đúng thị trường kinh doanh trong giai đoạn 2007-2016 tại Việt Nam. Kết quả hồi quy cho thấy, nợ chính phủ tác động phủ định lên quyết định sử dụng nợ, đặc biệt là tác động ngược chiều với việc lựa chọn nợ ngắn hạn tài trợ cho doanh nghiệp, đồng thời việc chính phủ sử dụng nợ không ảnh hưởng đến nguồn tài trợ bằng nguồn vốn chủ sở hữu. Từ đó, giúp doanh nghiệp có thể đưa ra quyết định lựa chọn nguồn vốn tài trợ với chi phí vốn hợp lý và phù hợp với mục tiêu kinh doanh nhà đầu tư trong từng giai đoạn thị trường để có thể đạt lợi nhuận cao nhất. Ngoài ra, từ kết quả hồi quy, nhóm tác

giả còn thấy được mối tương quan tác động của nợ chính phủ, các biến vĩ mô và các biến riêng có của công ty. Đồng thời kết quả hồi quy cuối cùng cũng phản ánh chính xác tình hình kinh tế Việt Nam trong giai đoạn từ 2006 đến 2016, nợ chính phủ đạt cao nhất trong năm 2016 (64.9% GDP).

Từ kết quả phân tích chứng minh rằng Chính phủ mượn nợ và quyết định tài trợ của công ty có quan hệ thống kê. Nghiên cứu này cho thấy việc Chính phủ vay mượn ảnh hưởng tiêu cực đến các quyết định tài trợ của công ty cho cả thời kỳ. Tuy nhiên, nhóm tác giả cũng nắm bắt được hình dạng bậc hai để xác định ngưỡng cho nợ chính phủ đối với mỗi quyết định. Tồn tại một giá trị ngưỡng trong nợ chính phủ mượn. Cụ thể, đối với đòn bẩy tài chính của công ty, Chính phủ duy trì ngưỡng vay dưới giá trị 46.927% thì sẽ tác động tích cực đến việc sử dụng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Khi mà Chính phủ vay nợ quá ngưỡng 46.927% thì sẽ tác động tiêu cực đến việc sử dụng đòn bẩy của công ty, công ty sẽ có xu hướng giảm dùng đòn cân nợ. Rõ ràng, nó ảnh hưởng đến việc sử dụng nợ ngắn hạn của chính sách tài chính của công ty, trong khi không có đủ bằng chứng để có bất kỳ sự khác biệt đáng kể giữa nợ chính phủ và vốn cổ phần. Kết quả của nhóm tác giả kiểm tra rằng có sự tương quan giữa các biến cấp quốc gia và các yếu tố cụ thể - công ty với một số biến kiểm soát. Nghiên cứu này rất hữu ích cho không chỉ các nhà quản lý nhà nước mà còn cho các nhà quản trị doanh nghiệp. Nghiên cứu này có thể là một tài liệu tham khảo cho các nghiên cứu trong tương lai có liên quan đến mối quan hệ giữa vay mượn của chính phủ và các quyết định tài chính. Ngoài ra, nghiên cứu này mở ra hướng như tác động của các yếu tố kinh tế vĩ mô khác đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp ở Việt Nam.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Ayturk, Y. (2017). "The effects of government borrowing on corporate financing: Evidence from Europe." *Finance Research Letters* 20(Supplement C): 96-103.
- [2] Badoer, D. C. and C. M. James (2016). "The Determinants of Long-Term Corporate Debt Issuances." *The Journal of Finance* 71(1): 457-492.
- [3] Baker, M., et al. (2003). "The maturity of debt issues and predictable variation in bond returns." *Journal of financial economics* 70(2): 261-291.
- [4] Brounen, D., et al. (2006). "Capital structure policies in Europe: Survey evidence." *Journal of Banking & Finance* 30(5): 1409-1442.
- [5] De Jong, A., et al. (2008). "Capital structure around the world: The roles of firm-and country-specific determinants." *Journal of Banking & Finance* 32(9): 1954-1969.
- [6] Elmendorf, D. W. "N. Gregory Mankiw, 1998." "Government Debt." NBER Working Paper(6470).

# CẤU TRÚC PHỤ THUỘC SUẤT SINH LỜI VÀ MÔ PHÒNG DANH MỤC ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU TỐI ƯU THÔNG QUA MÔ HÌNH COPULA-GJR GARCH-EVT-CONDITIONAL VAR: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM CÁC NƯỚC ASEAN

SV: Nguyễn Phú Sang, Dương  
Trường ĐH Ngân Hàng TP.HCM  
GVHD: Huỳnh Lưu Đức Toàn

## TÓM TẮT

*Đề tài sử dụng phương pháp phi tham số (non-parametric) và phương pháp tham số (parametric) trong việc xác định cấu trúc phụ thuộc giữa thị trường chứng khoán các nước ASEAN. Phương pháp phi tham số trong việc xác định cấu trúc phụ thuộc là một trong những điểm mới của nghiên cứu định lượng từ những năm 2016 khi chỉ dựa trên các mô phỏng hình ảnh để đưa ra khuyến nghị. Tuy nhiên, để đảm bảo sự chắc chắn và chặt chẽ, nhóm sử dụng phương pháp tham số (Copulas) để kiểm định lại sự chắc chắn trong nghiên cứu một lần nữa. Công trình nghiên cứu tích hợp các nhân tố mới trong việc xây dựng cấu trúc danh mục đầu tư tối ưu: mức độ phụ thuộc cấu trúc (Copula), mức độ biến động trong giai đoạn đặc trưng (GJR-GARCH), giá trị rủi ro tổn thất tối đa có điều kiện (Conditional VaR) từ lý thuyết giá trị cực (EVT) trong việc xây dựng đường biên danh mục đầu tư tối ưu trong cân nhắc tỷ suất sinh lợi và rủi ro và ứng dụng mô phỏng Monte Carlo trong việc xây dựng giả lập các vòng lặp của thiết kế danh mục đầu tư tối ưu với số lần giả lập (trials)  $n = 5500$  lần để tạo được mức độ tin cậy trong việc xác định giả lập của xây dựng danh mục đầu tư tối ưu từ thị trường chứng khoán ASEAN từ 2001 đến 2007.*

**Từ khóa:** Copula, GJR-GARCH, CVAR, EVT

## 1. Giới thiệu và tính mới của đề tài

Từ sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 2007, rất nhiều mô hình quản trị rủi ro tài chính được ra đời nhằm ước tính rủi ro và những nguy cơ xảy ra đổ vỡ hệ thống toàn cầu. Trong những năm gần đây, ứng dụng Copulas đa chiều được sử dụng không còn trong lĩnh vực vật lý, sinh học hay khoa học cơ bản mà đã trở thành một phần của các nghiên cứu trong lĩnh vực tài chính, kinh tế lượng, kinh tế học và quản trị rủi ro. Trong lịch sử tài chính đã từng có nhiều mô hình quản trị rủi ro tài chính như: Value-at-Risk (tổ chức J.P.Morgan giới thiệu vào năm 1980), Expected Shortfall, Spectral Risk Measure. Tuy nhiên, các mô hình này được đánh giá là xây dựng riêng lẻ và cơ bản là chưa tích hợp nhiều yếu tố ngoại vi như: cú sốc bên ngoài, hiệu ứng lây lan, mức độ tương quan phụ thuộc phi tuyến... Khi mở rộng mô hình Expected shortfall (Conditional VaR) các yếu tố về trung bình tổn thất sau VaR ở mức độ tin cậy nhất định được thiết lập nhưng cũng chưa kể đến sự phụ thuộc của các tài sản tài chính (hoặc các thị trường tài chính). Việc sử dụng các phân phối ước tính thông thường đơn chiều sẽ có những hạn chế nhất định trong việc quản trị rủi ro. Hệ số tương quan ( $R_{h_0}$ ) thường được dùng cho các phụ thuộc tuyến tính, nhưng lại là thước đo thiếu tính chuẩn xác nhất bởi bị quan sát theo một phía và có thể bị ảnh hưởng thiên lệch. Xisong Jin và các cộng sự (2018) cho rằng việc sử dụng Copulas sẽ cho kết quả nhất quán, vững và linh hoạt hơn trong việc xây dựng các mô hình về quản trị rủi ro tài chính. Do đó, nhóm tác giả nhận thấy việc tích hợp các nhân tố khác: cụ thể là sự phụ thuộc cấu trúc (được xem như một phần của quá trình lây lan rủi ro) là nội dung quan trọng trong việc hỗ trợ các mô hình quản trị rủi ro và đưa ra quyết định cho nhà đầu tư. Trong bối cảnh sau khủng hoảng tài chính năm 2007 và đặc biệt là sự kiện Brexit (Anh tuyên bố rời khỏi Liên minh Châu Âu) ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán của toàn khu vực Châu Âu đã đặt ra một vấn đề mới cho các nhà đầu tư: mức độ phụ thuộc giữa thị trường các quốc gia này như thế nào? Nên lựa chọn hình thức liên kết chặt chẽ hoặc phát triển độc lập riêng lẻ của từng thị trường? Sự phụ thuộc giữa các thị trường là điểm mạnh cho việc đầu tư hay lại là trở ngại trong việc gây ra các rủi ro lan tỏa trên thị trường

chứng khoán? Những vấn đề này hiện tại đang trở thành một nội dung thú vị và thu hút nhiều học giả. Bên cạnh đó, Việt Nam đang trong tiến trình đàm phán gia nhập Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP), Cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC),... là một phần của việc hội nhập kinh tế quốc tế và mở cửa thị trường tài chính với thế giới và khu vực.

Từ những lý do được đề cập phía trên, nhóm tác giả thực hiện đề tài nghiên cứu khoa học “Cấu trúc phụ thuộc tỷ suất sinh lợi và mô phỏng danh mục đầu tư cổ phiếu tối ưu thông qua mô hình Copula- GJR GARCH-EVT-Conditional VaR: Bằng chứng thực nghiệm từ các nước ASEAN” từ việc xây dựng các mô hình thực nghiệm từ tỷ suất sinh lợi của tài sản, thông qua việc khắc phục nhược điểm của chọn lựa mô hình danh mục đầu tư Markowitz (1952), mô hình mà chỉ tuân thủ theo dạng phân phối chuẩn, dựa trên khung lý thuyết tỷ suất sinh lợi trung bình và phương sai truyền thống. Nhóm nghiên cứu đã quyết định tối thiểu hóa rủi ro của danh mục đầu tư thông qua chỉ số ước tính rủi ro CVaR (Conditional VaR) và tỷ suất sinh lợi cao nhất theo nghiên cứu của Xisong Jin và các cộng sự (2018) bằng việc tích hợp thêm những yếu tố mới vào trong mô hình.

Một danh mục được gọi là đầu tư tối ưu trên thị trường chứng khoán quốc tế sẽ cho ra mức độ rủi ro (được đo lường bằng Conditional VaR) thấp nhất chấp nhận được và đem lại tỷ suất sinh lợi cao nhất cho nhà đầu tư. Danh mục đầu tư được mô phỏng từ dữ liệu lịch sử của nhóm nghiên cứu cũng đã chứng minh được rằng mô hình Copulas-GARCH GJR-EVT-Conditional VaR đã chứng tỏ sự tối ưu hơn khi cân nhắc đến mức độ phụ thuộc, mức độ biến động, cấu trúc đuôi và tổn thất tối đa chấp nhận được của nhà đầu tư. Với bối cảnh hiện tại, xây dựng danh mục đầu tư từ mô hình này sẽ giúp cho nhà đầu tư cân nhắc rõ ràng hơn những ưu điểm và nhược điểm của các mô hình quản trị rủi ro tài chính trước trong việc đưa ra quyết định đầu tư trước những thay đổi của hội nhập tài chính khu vực toàn cầu và trên thế giới.

Đề tài đạt được những tính mới cụ thể trong nghiên cứu như sau:

- Thứ nhất, sử dụng phương pháp phi tham số (non-parametric) và phương pháp tham số (parametric) trong việc xác định cấu trúc phụ thuộc giữa thị trường chứng khoán các nước ASEAN. Phương pháp phi tham số trong việc xác định cấu trúc phụ thuộc là một trong những điểm mới của nghiên cứu định lượng từ những năm 2016 khi chỉ dựa trên các mô phỏng hình ảnh để đưa ra khuyến nghị. Tuy nhiên, để đảm bảo sự chắc chắn và chặt chẽ, nhóm sử dụng phương pháp tham số (Copulas) để kiểm định lại sự chắc chắn trong nghiên cứu một lần nữa.

- Thứ hai, tích hợp các nhân tố mới trong việc xây dựng cấu trúc danh mục đầu tư tối ưu: mức độ phụ thuộc cấu trúc (Copula), mức độ biến động trong giai đoạn đặc trưng (GJR-GARCH), giá trị rủi ro tổn thất tối đa có điều kiện (Conditional VaR) từ lý thuyết giá trị cực (EVT) trong việc xây dựng đường biên danh mục đầu tư tối ưu trong cân nhắc tỷ suất sinh lợi và rủi ro.

- Thứ ba, ứng dụng mô phỏng Monte Carlo trong việc xây dựng giả lập các vòng lặp của thiết kế danh mục đầu tư tối ưu với số lần giả lập (trials)  $n = 5500$  lần để tạo được mức độ tin cậy trong việc xác định giả lập của xây dựng danh mục đầu tư tối ưu.

- Thứ tư, nhóm tác giả sử dụng phần mềm Matlab với việc tự xây dựng các phương trình lập trình trong việc đạt được những mục tiêu nghiên cứu cụ thể của mình như: trích xuất các giá trị của mô hình GJR-GARCH để xây dựng danh mục đầu tư, mô phỏng Q-Q plot trong việc xác định cấu trúc dữ liệu mô hình, mô phỏng dữ liệu danh mục đầu tư tối ưu trên đường biên hiệu quả...

- Thứ năm, không gian nghiên cứu và thời gian nghiên cứu tương đối mới, so với các nghiên cứu trước đây chỉ tập trung nghiên cứu trong phạm vi quốc gia hoặc một thị trường mà không hình thành các danh mục đầu tư quốc tế. Nhóm tác giả mạnh dạn thực hiện nghiên cứu về danh mục đầu tư các nước ASEAN là thị trường bao gồm các nước phát triển, đang phát triển và các những thị trường chứng khoán ngoại biên. Mức độ phụ thuộc của các thị trường trong khối ASEAN cũng tương đối khác biệt nhau để có thể xây dựng danh mục đầu tư tối ưu hay sự khác biệt của tốc độ phát triển, sự phát triển thị trường chứng khoán các nước chính là cơ sở xây dựng danh mục đầu tư tối ưu. Thời gian nghiên cứu được chọn tương đối dài từ năm 2001 đến năm 2017 với bộ dữ liệu được thu thập điều chỉnh theo tuần trong suốt 16 năm, bao gồm cả những



giai đoạn biến động đột xuất như khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007 để nghiên cứu (như là một sự kiện ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi trên chỉ số chứng khoán các đề tài khác).

## 2. Cơ sở lý thuyết

Markowitz (1952) cho rằng việc kết hợp giữa các danh mục cổ phiếu với tỷ trọng khác nhau sẽ tạo ra một danh mục có rủi ro thấp hơn so với việc đầu tư vào danh mục chỉ bao gồm một cổ phiếu riêng lẻ, đồng thời ông cũng khẳng định tầm quan trọng của việc phải đa dạng hóa đầu tư để giảm thiểu tổng rủi ro cho danh mục. Bên cạnh đó, ông cũng chỉ ra rằng đường tập hợp các danh mục tài sản có lợi nhuận kỳ vọng cao nhất ứng với mỗi mức rủi ro sẽ hình thành đường biên hiệu quả. Mỗi một nhà đầu tư đều mong muốn tạo ra danh mục mà có thể đem lại lợi nhuận cao nhất với rủi ro tối thiểu, hoặc ngược lại một danh mục với rủi ro thấp nhất với lợi nhuận cao nhất. Thông thường những danh mục nằm trên đường biên hiệu quả sẽ được ưu tiên lựa chọn (tức tối ưu về mặt rủi ro và cả lợi nhuận).

Với giả định trong danh mục đầu tư gồm  $n$  tài sản, tỷ suất sinh lời kỳ vọng của danh mục là lợi nhuận trung bình theo tỷ trọng của các tỷ suất sinh lời kỳ vọng cho từng tài sản:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n W_i E(R_i)$$

Rủi ro của danh mục chính là độ biến động về lợi nhuận hay (độ lệch chuẩn) khi kết hợp các tài sản trong một danh mục, phụ thuộc vào mối tương quan (mức độ phụ thuộc) của các tài sản độc lập trong danh mục đó.

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \text{cov}_{i,j} \quad (i \neq j)}$$

Mỗi nhà đầu tư có mức yêu cầu lợi nhuận và chấp nhận rủi ro khác nhau. Mối quan hệ giữa lợi nhuận kỳ vọng và mức chấp nhận rủi ro của nhà đầu tư được thể hiện qua đường hữu dụng (U). Các đường hữu dụng (U) của họ cho thấy sự đánh đổi mà người đó sẵn lòng bỏ ra giữa lợi nhuận kỳ vọng và rủi ro. Danh mục hiệu quả nhất là danh mục tại tiếp điểm của đường giới hạn hiệu quả và đường đẳng dụng cao nhất.

Ưu điểm mô hình của Markowitz (1952) là xây dựng được danh mục đầu tư phù hợp với từng mức lợi nhuận kỳ vọng hay từng mức rủi ro mà nhà đầu tư mong muốn. Mục đích cuối cùng của danh mục là tối đa hóa lợi nhuận kỳ vọng và tối thiểu hóa rủi ro. Tuy nhiên, mô hình của Markowitz (1952) gặp một trở ngại trong việc tính toán nếu số lượng tài sản trong danh mục là quá lớn và chưa đề cập đến yếu tố cú sốc bên ngoài.

Về yếu tố *Value-at-risk*, mục tiêu chính của quản trị rủi ro là đánh giá được rủi ro của hoạt động và từ đó cải thiện một các hiệu quả các rủi ro ấy để mang đến lợi nhuận cho tổ chức. Theo Pearson và Neil (2002), các thông số chung VaR thường là có xác suất 1% và 5% và thời gian được chọn là ngày và tuần. Có thể được xác định toán học như sau:

$$VaR = \zeta_\alpha(\xi) = \inf\{\zeta | P(\xi \leq \zeta) \geq \alpha\}$$

Với  $\alpha$  là khoảng tin cậy và  $\xi$  là biến ngẫu nhiên. Khi giả sử tỷ lệ lợi nhuận của một danh mục đầu tư có thể đạt được theo phân phối chuẩn, Uryasev (2000) đưa ra cách tính Var:

$$VaR = \zeta_\alpha(\xi) = \Phi^{-1}(\alpha) = \mu + k(\alpha)\sigma,$$

$$k(\alpha) = \sqrt{2} \text{erf}^{-1}(2\alpha - 1),$$

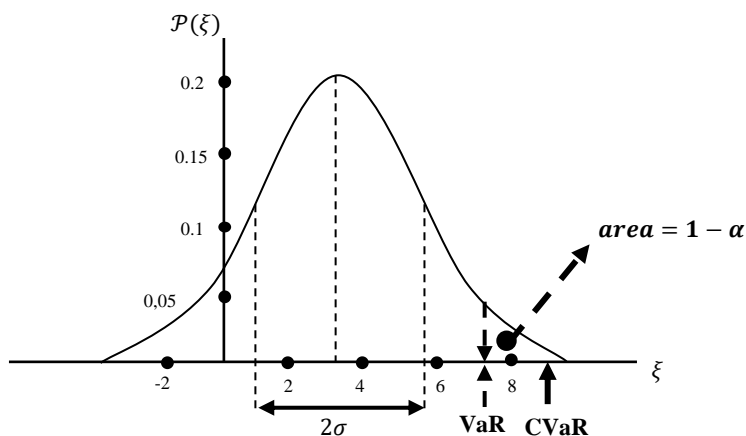
$$\text{erf}(z) = \frac{2}{\sqrt{\pi}} \int_0^z e^{-t^2} dt$$

Với  $\xi$  là biến phân phối ngẫu nhiên với ý nghĩa  $\mu$  và độ lệch chuẩn  $\sigma$ .

Giả định ở đây là đường phân phối chuẩn với các sự kiện xảy ra là hoàn toàn ngẫu nhiên. Tuy nhiên, thực tế thì khi giá cổ phiếu giảm sẽ làm nhiều người bán hơn và sự gia tăng quá nhanh của lượng bán đã đẩy giá cổ phiếu để điểm cùng cực vượt quá đường phân phối chuẩn cho thấy. Để khắc phục vấn đề này, thay vì sử dụng phương pháp tiếp cận tham số thì việc sử dụng phương pháp thực nghiệm để tính giá trị rủi ro của danh mục đầu tư sẽ hiệu quả hơn.

Thêm vào đó, theo định nghĩa, CVaR là tổn thất dự kiến và tổn thất đó lớn hơn VaR khi đánh giá cùng một tài sản ( $CVaR \geq VaR$ ). Đồng thời, có thể xem CVaR là dạng mở rộng của VaR khi công thức tính CVaR được xây dựng trên cơ sở của VaR:

$$CVaR = E[\xi | \xi \geq \zeta_\alpha(\xi)] = E[\xi | \xi \geq VaR]$$



Hình 2.6: Đồ thị biểu diễn CVaR

Nguồn: Kaura, V (2005)

Thay vì sử dụng phương pháp tiếp cận tham số, CVaR có thể được tính bằng phương pháp tiếp cận thực nghiệm khi sử dụng các mô phỏng ở quá khứ hoặc ngẫu nhiên để dự đoán cho giá ở tương lai và tính CVaR. Dựa vào mô hình, CVaR có giá trị gần với đuôi của phân phối, lớn hơn giá trị VaR của danh mục đầu tư. Do đó, việc phân phối đuôi  $\alpha$  có thể sử dụng để tính CVaR không phụ thuộc đến dạng phân phối.

Đối với ứng dụng của CVaR, theo nghiên cứu của Uryasev và cộng sự (2002) thì có thể giảm thiểu tổn thất của danh mục bằng CVaR như một ràng buộc và ngược lại cũng có thể giảm thiểu CVaR của danh mục đầu tư với ràng buộc về lợi nhuận. Từ đó, có thể tìm cách tối ưu hóa danh mục đầu tư và tìm ra giá trị chính xác hơn VaR bằng cách tạo ra các giả thuyết S cho giai đoạn tiếp theo.

### 3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

#### 3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Các biến chính được sử dụng phân tích bao gồm chỉ số của các thị trường chứng khoán các nước ASEAN được lấy trong giai đoạn từ tháng 1 năm 2001 đến tháng 12 năm 2017 bao gồm VN Index, SET Index, FTSE Straits Times Index, PSEi Index, FTSE Bursa Malaysia KLCI Index, Jakarta SE Composite Index lần lượt đại diện cho thị trường chứng khoán của sáu nước ASEAN bao gồm Việt Nam, Thái Lan, Singapore, Philippine, Malaysia và Indonesia.

#### 3.2. Phương pháp nghiên cứu

Sau khi tiến hành thu thập dữ liệu chỉ số chứng khoán, nhóm tác giả tiến hành xử lý dữ liệu thô bằng Excel và tính toán lợi nhuận chỉ số chứng khoán của từng quốc gia thông qua hàm logarit tự do cơ số  $e$  theo lý thuyết của Miller (1972):

$$r_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$$

Trong đó:  $r_t$  là tỷ suất sinh lời của chỉ số chứng khoán ở thời điểm  $t$ .

$P_t$  là giá của chỉ số chứng khoán ở thời điểm  $t$ .

$P_{t-1}$  là giá của chỉ số chứng khoán ở thời điểm  $t-1$ .

Khi xác định hệ số tương quan ta có hai biến  $X, Y$  ngẫu nhiên, hệ số tương quan Pearson được tính bằng công thức:

$$\rho_{X,Y} = \frac{cov(X,Y)}{\sigma_X \sigma_Y}$$

Trong đó:

$\rho_{X,Y}$ : Hệ số tương quan Pearson giữa  $X$  và  $Y$

$cov(X, Y)$ : Hiệp phương sai giữa X và Y

$\sigma_X, \sigma_Y$ : Độ lệch chuẩn của X và Y

Về ước lượng Copulas, nhà nghiên cứu có thể đánh giá: Cho các biến  $X_1, X_2, \dots, X_n$  là các biến ngẫu nhiên với các hàm phân phối liên tục  $F_1, F_2, \dots, F_n$  và hàm phân phối đồng thời H. Khi đó:

$$\exists C: [0,1]^d \rightarrow [0,1]$$

Sao cho:

$$H(x) = C\{F_1(x_1), \dots, F_d(x_d)\} \quad x \in R^d$$

Trong đó, hàm C được gọi là hàm Copula và hàm phân phối đa biến với các hàm cận biên là các hàm phân phối chuẩn tắc.

Từ định lý Sklar (1959) cho thấy, đối với một vector ngẫu nhiên n chiều, thì phân phụ thuộc giữa các biến ngẫu nhiên trong đó được xác định bởi một copula, và có thể tách rời nó ra khỏi phần các phân phối cận biên. Hai phần này kết hợp lại với nhau thì cho phân phối chung n chiều.

Giả quan sát (pseudo-observations):

$$\hat{U}_i = \frac{R_i}{m+1}, i \in \{1, \dots, m\}$$

Hệ số  $\frac{1}{m+1}$  nhằm tránh những vấn đề nảy sinh tại biên. Copula thực nghiệm của mẫu được xác định là:

$$C_m(u) = \frac{1}{m} \sum_{i=1}^m I(\hat{U} \leq u) \quad , \quad u \in [0,1]^n$$

(với  $I(A)$  là hàm chỉ báo của tập A).

Trong phương pháp copulas, quan trọng nhất là hệ số đuôi thấp (đuôi trái) và đuôi cao (đuôi phải) lần lượt được ký hiệu là  $\lambda_l$  và  $\lambda_u$  có giới hạn và công thức:

$$\tau_l := \lim_{t \downarrow 0} \mathbb{P}(Y \leq G^-(t) | X \leq F^-(t)),$$

$$\tau_l = \lim_{t \downarrow 0} \frac{C(t, t)}{t}$$

và

$$\tau_u := \lim_{t \uparrow 1} \mathbb{P}(Y > G^-(t) | X > F^-(t)),$$

$$\tau_u = \lim_{t \uparrow 1} \frac{1 - C(t, t)}{1 - t}$$

Trong đó, nếu  $\tau_l = 0$  thì biến X và Y được gọi là độc lập với phân bố đuôi i thấp; nếu  $\tau_u = 0$  thì X và Y độc lập với phân bố đuôi thấp. Khi được khai triển Taylor đối với  $C(t, t)$ , ta có thể biểu diễn công thức như sau:

$$\tau_l = \lim_{t \downarrow 0} \left( \frac{\partial}{\partial u} C(u, v) + \frac{\partial}{\partial v} C(u, v) \Big|_{u=v=t} \right),$$

$$\tau_u = 2 - \lim_{t \uparrow 1} \left( \frac{\partial}{\partial u} C(u, v) + \frac{\partial}{\partial v} C(u, v) \Big|_{u=v=t} \right)$$

Mô hình GJR-GARCH được công bố vào năm 1993 bởi Glosten, Jagannathan và Runkle khi đánh giá mối quan hệ giữa giá trị kỳ vọng và sự biến động phần dư của tỷ suất sinh lời trên thị trường cổ phiếu, được xem là một phiên bản bất đối xứng của mô hình GARCH. Mô hình GJR-GARCH (p,o,q) được mô tả như sau:

$$\begin{aligned} r_t &= \mu_t + e_t \\ e_t &= \sigma_t \varepsilon_t, \quad \varepsilon_t \sim N(v_{i,t}, \lambda_{i,t}) \\ \sigma_t^2 &= \omega + \sum_{i=1}^p \alpha_i e_{t-i}^2 + \sum_{k=1}^o \gamma_k \varepsilon_{t-k}^2 I_{[e_{t-k} < 0]} + \sum_{j=1}^q \beta_j \sigma_{t-j}^2 \end{aligned}$$

Khi  $\mu_t$  có thể là bất cứ phương trình cho giá trị trung bình có điều kiện và

$$I_{[e_{t-k} < 0]} = \begin{cases} 1 & e_{t-k} < 0 \\ 0 & e_{t-k} \geq 0 \end{cases}$$

Đối với quan sát thực tế, sự kiện tiêu cực tại điều kiện t-1 có tác động mạnh mẽ hơn vào phương sai ở thời điểm t hơn là tác động dương và sự bất đối xứng ở mô hình GJR-GARCH được gọi là hiệu ứng đòn bẩy. Dù mô hình tổng quát rất khó để mô tả, mô hình GJR-GARCH(1,1,1) lại khá đơn giản:

$$\sigma_t^2 = \omega + \alpha_1 e_{t-1}^2 + \gamma_1 \epsilon_{t-1}^2 I_{[e_{t-1} < 0]} + \beta_1 \sigma_{t-1}^2$$

Với giá trị  $\omega > 0$ ,  $\alpha_1 \geq 0$ ,  $\alpha_1 + \gamma_1 \geq 0$  và  $\beta_1 \geq 0$ . Đồng thời, nếu trong điều kiện bình thường, mô hình GJR-GARCH là hiệp phương sai chỉ cần điều kiện của giá trị tham số được thỏa mãn và  $\alpha_1 + \frac{1}{2}\gamma_1 + \beta_1 < 1$ .

Ngoài ra, đối với mô hình có điều kiện bậc cao đối với chuỗi dữ liệu, theo Hansen (1994), Jondeau và Rockinger (2003) giả định một phân phối sai lệch t (skewed t) đối với các mô hình GARCH cải tiến, cụ thể như mô hình GJR-GARCH, và nhận thấy phân phối sai lệch t phù hợp với chuỗi thời gian (Time-varying) hơn các đối với mô hình bình thường. Giả định rằng:

$$\epsilon_t \sim \text{SkewedT}(\epsilon_t | v_{i,t}, \lambda_{i,t})$$

Trong đó, phương sai không đổi và độc lập,  $v_{i,t}$  là tham số mức độ tự do ước tính (DoF) và  $\lambda_{i,t}$  là tham số độ nghiêng (skewness) khi cả hai tham số phụ thuộc giá trị độ trễ của biến giải thích trong dạng phi tuyến tính và theo chuỗi thời gian. Từ đó, nhóm nghiên cứu nhận thấy sử dụng t-copulas theo chuỗi thời gian hiệu quả hơn khi đánh giá phần dư.

Với điều kiện các cấu trúc họ Copula không thay đổi trên mẫu nghiên cứu trong khi các tham số khác được tính theo các phương trình cấp tiến. Để xác định các tham số thay đổi như thế nào theo thời gian phụ thuộc vào các biến bất buộc trong phương trình cấp tiến và từ đó, Patton (2006) đã đề xuất một phương trình cấp tiến cho mô hình Joe-Clayton đối xứng dựa trên hệ số phụ thuộc đuôi:

$$\tau_t^U = \Lambda \left( \omega_U + \beta_U \tau_{t-1}^U + \alpha_U \cdot \frac{1}{m} \sum_{j=1}^m |u_{t-j} - v_{t-j}| \right)$$

Và

$$\tau_t^L = \Lambda \left( \omega_L + \beta_L \tau_{t-1}^L + \alpha_L \cdot \frac{1}{m} \sum_{j=1}^m |u_{t-j} - v_{t-j}| \right)$$

Trong đó,  $\Lambda(x) \equiv (1 + e^{-x})^{-1}$  là một hàm biến đổi logistics để  $\tau_t^U, \tau_t^L \in (0,1) \forall t$ . Đồng thời,  $\beta_U \tau_{t-1}^U$  và  $\beta_L \tau_{t-1}^L$  là giới hạn tự hồi quy, cùng với  $|u_{t-j} - v_{t-j}|$  là các biến bất buộc trong phương trình cấp tiến. Trong khi đối với mô hình Gaussian đối xứng có cấu trúc phụ thuộc giữa hai biến thông thường được hình thành bởi:

$$C(u, v | \rho) = \int_{-\infty}^{\Phi^{-1}(u)} \int_{-\infty}^{\Phi^{-1}(v)} \frac{1}{2\pi\sqrt{(1-\rho^2)}} \exp \left\{ \frac{-(r^2 - 2\rho rs + s^2)}{2(1-\rho^2)} \right\} dr ds,$$

Với  $-1 < \rho < 1$  và khi  $\Phi^{-1}$  là nghịch đảo của hàm phân phối tích lũy liên tục tiêu chuẩn thì phương trình cấp tiến được xây dựng:

$$\rho_t = \tilde{\Lambda} \left( \omega_\rho + \beta_\rho \cdot \rho_{t-1} + \alpha \cdot \frac{1}{m} \sum_{j=1}^m \Phi^{-1}(u_{t-j}) \cdot \Phi^{-1}(v_{t-j}) \right)$$

Với  $\tilde{\Lambda}(x) \equiv (1 - e^{-x})(1 + e^{-x})^{-1} = \tanh(x/2)$  là hàm biến đổi logistics để giữ  $\rho_t \in (0,1) \forall t$ ,  $\rho_{t-1}$  là một hàm hồi quy và các quan sát của cặp biến  $\Phi^{-1}(u_{t-j})$  và  $\Phi^{-1}(v_{t-j})$  có thể tìm ra bất kỳ sự tồn tại của các tham số phụ thuộc tương tự với một quy trình dạng ARMA(1, 10).

Đến năm 2014, theo giả thuyết hệ số tương quan thay đổi theo mô hình DCC (Dynamic Conditional Correlation) của Engle (2002):



$$R_t = \text{diag}\{Q\}^{-\frac{1}{2}} Q_t \text{diag}\{Q\}^{-\frac{1}{2}}$$

$$Q_t = \Omega(1 - \alpha - \beta) + \alpha Y_{t-1} Y_{t-1}' + \beta Q_{t-1}$$

$$\tau_t = \frac{2}{\pi} \arcsin(\rho_t), \quad \theta_t = \gamma(\tau_t)$$

Khi  $Y_{it} = \Phi^{-1}(u_{t,i})$  và  $Y_t = (Y_{1t}, Y_{2t})'$ . Từ đó, nghiên cứu của Kang (2014) đã đưa ra ma trận tương quan theo thời gian của t-copula:

$$Q_t = (1 - \alpha - \beta)S + \alpha(\zeta_{t-1}\zeta'_{t-1}) + \beta Q_{t-1}$$

Với  $S$  là ma trận hiệp phương sai của  $\zeta_t$ ,  $\alpha, \beta > 0$ ,  $\alpha + \beta < 1$ . Và phương trình cấp tiến có:

$$\rho_{i,j,t} = \frac{q_{i,j,t}}{\sqrt{q_{i,i,t}q_{j,j,t}}}$$

Với  $q_{i,j,t}$  là một phần tử của ma trận  $Q_t$  và  $i, j$  là thành phần của ma trận tương quan có điều kiện  $R_t$ .

Trong nghiên cứu của Kang (2014) đã đưa ra mô hình GARCH-Copula với sự kết hợp giữa mô hình GJR-GARCH và t-Copula với cấu trúc phụ thuộc DCC theo thời gian. Mô hình này cho thấy sự hiệu quả khi cơ cấu tham số linh hoạt để tính các đặc điểm phụ thuộc khác nhau giữa các cặp biến và nắm bắt được các mối tương quan có điều kiện theo thời gian. Từ đó có thể mô hình hóa được lợi nhuận của nhiều tài sản để quản lý rủi ro và phân bổ tài sản một cách hợp lý.

### 3.3. Ước lượng EVT và CVaR

EVT là một cách tiếp cận phù hợp đối với mô hình cấu trúc đuôi và sự lựa chọn  $u$  và  $N$  là yếu tố quan trọng nhất khi thực hiện EVT. Tuy nhiên, việc áp dụng EVT vào các biến ngẫu nhiên  $r_t$  không phù hợp vì chưa chắc chắn được các  $r_t$  là độc lập và phân bố như nhau. Cho nên việc xây dựng mô hình biên dựa trên mô hình GARCH-EVT trở nên phù hợp hơn vì mô hình GARCH đơn giản phù hợp với dữ liệu quá khứ và vì sự đổi mới của tiêu chuẩn bởi hai phân phối: GPD ở đuôi thấp và đuôi cao, phân bố thực nghiệm ở phân còn lại. Mô hình phân bố mới được Coles (2001) đưa ra có dạng:

$$F(z) = \begin{cases} \frac{N_{u^L}}{N} \left\{ 1 + \xi^L \frac{u^L - z}{\beta^L} \right\}^{-\frac{1}{\xi^L}}, & z < u^L \\ \phi(z) & u^L < z < u^R \\ 1 - \frac{N_{u^R}}{N} \left\{ 1 + \xi^R \frac{u^R - z}{\beta^R} \right\}^{-\frac{1}{\xi^R}}, & z > u^R \end{cases} \quad (*)$$

Với  $\beta, \xi$  là tham số quy mô và tham số riêng có độ chính xác phụ thuộc vào việc lựa chọn ngưỡng  $u$  phù hợp và  $u^L, u^R$  lần lượt là ngưỡng của đuôi thấp và đuôi cao của mô hình.

CVaR được tính từ phân phối đuôi  $\alpha$  của biến ngẫu nhiên  $X$  được thực hiện bởi Rockafellar và Uryasev (2002):

$$CVaR_\alpha(X) = \int_{VaR_\alpha(X)}^{\infty} z \frac{f_X(z)}{1 - \alpha} dz$$

Theo công thức của Acerbi và Tasche (2002), một biến mới là  $\beta$  với  $\beta = F_X(z)$  liên hệ với  $z$  thông qua công thức:

$$\frac{d}{dz} \beta = f_X(z) \Leftrightarrow f_X(z) dz = d\beta$$

Thêm vào đó thì giữa  $\beta, z$  và  $VaR_\alpha(X)$  có mối quan hệ lần lượt với nhau, trong đó  $z = VaR_\beta(X)$ . Đồng thời, điều chỉnh các giới hạn tích phân ( $F_X(VaR_\beta(X)) = \alpha$  và  $F_X(\infty) = 1$ ), nhận được:

$$CVaR_\alpha(X) = \frac{1}{1 - \alpha} \int_{\alpha}^1 VaR_\beta(X) d\beta$$

Để tối ưu hóa danh mục đầu tư bằng CVaR, gọi  $S$  là một tập hợp giá trị lỗi của  $x$  và giả thuyết  $X(x, r)$  là một điểm lỗi của  $x$ . Khi đó giá trị tối thiểu của  $CVaR_\alpha$  đối với tổn thất của  $x$  tương đương với giá trị tối thiểu của  $\phi_\alpha(x, c)$  với mọi  $(x, c) \in S \times R$ , cụ thể Rockafellar và Uryasev (2000) đã đưa ra công thức:

$$\min_{x \in S} CVaR_\alpha(X) = \min_{(x,c) \in S \times R} \phi_\alpha(x, c)$$

Đối với quyết định đầu tư  $x$  giảm thiểu CVAR của danh mục đầu tư với ở mức độ thích hợp  $\alpha$  còn có thể được biểu diễn dưới dạng:

$$\min_{x \in S} CVaR_\alpha(X) = \min_{(x,c) \in S \times R} \left( c + \frac{1}{1-\alpha} E[(X(x, r) - c)^+] \right)$$

#### 4. Kết quả nghiên cứu

##### 4.1. Kiểm định tính dừng

Đầu tiên, nhóm tác giả sử dụng phương pháp Dickey Fuller (Stata 14) và lược đồ tự tương quan (ACF – phụ lục 1,2) để kiểm định tính dừng của chuỗi dữ liệu. Nhóm tác giả nhận thấy chuỗi dữ liệu dừng ở bậc gốc với mức ý nghĩa là 5%. Điều này phù hợp với điều kiện để nhóm tác giả có thể sử dụng mô hình AR-GJR-GARCH (1,1) cho việc đo lường độ biến động của sáu nước ASEAN.

##### 4.2. Theo phương pháp ước lượng hệ số tương quan

Sau khi thực hiện thống kê mô tả, nhóm tác giả tiếp tục sử dụng phương pháp hệ số tương quan để đo lường mức độ phụ thuộc giữa thị trường chứng khoán của các quốc gia với nhau.

**Bảng 4.1. Ma trận hệ số tương quan**

	Indonesia	Philippine	Singapore	Thailand	Vietnam	Malaysia
Indonesia	1					
Philippine	0.5307	1				
Singapore	0.5191	0.4891	1			
Thailand	0.4966	0.4738	0.5064	1		
Vietnam	0.1722	0.1759	0.1774	0.1595	1	
Malaysia	0.5284	0.4635	0.5665	0.4717	0.1357	1

*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

Bảng 4.1 mô tả mối quan hệ giữa các nước trong khu vực ASEAN thông qua hệ số tương quan. Nhìn chung, thị trường chứng khoán của các nước trong khu vực ASEAN có biến động cùng chiều với nhau. Tuy nhiên, mức độ tác động giữa các thị trường này khác nhau về giá trị. Giá trị của các hệ số này dao động từ 0.1357 đến 0.5665, điều này cho thấy giả sử mỗi tương quan giữa thị trường Malaysia và Singapore là 0.5665 có ý nghĩa rằng khi thị trường chứng khoán Malaysia biến động một đơn vị thì thị trường Singapore có thể biến động ở mức 0.5656 và ngược lại (theo cùng chiều). Việt Nam - Malaysia có mối tương quan thấp hơn so với các nước trong khu vực (0.1357) và cặp Malaysia - Singapore có mức tương quan cao trong khu vực (0.5665). Việt Nam là nước có mức độ tương quan thấp hơn so với các nước còn lại trong khu vực, giá trị hệ số tương quan giữa Việt Nam với các nước này chỉ vào khoảng 0.1357 đến 0.1774. Trong hội nghị “Tổng giám đốc các Sở GDCK khu vực Asean lần thứ 25”, đặc điểm của thị trường chứng khoán Việt Nam được các giám đốc sở chứng khoán các quốc gia đề cập có nhiều sự khác biệt so với các nước trong khu vực. Cụ thể, khi xét về vốn hóa thị trường, tỷ lệ vốn hóa trên GDP của thị trường chứng khoán Việt Nam chỉ vào khoảng 35% GDP, trong khi các nước như Thái Lan là 104% và Singapore đạt 227%. Mặt khác, thị trường chứng khoán Thái Lan đã triển khai sản phẩm phái sinh từ năm 2006 trong khi đến tận giữa năm 2017, thị trường chứng khoán Việt Nam mới đưa hợp đồng tương lai vào hoạt động. Một vài đặc điểm khác có thể kể đến như sự khác nhau về điều kiện niêm yết, số lượng cổ phiếu tự do chuyển nhượng tối thiểu (Singapore và Thái Lan vào khoảng 25%), hay số lượng cổ đông tối thiểu. Sự khác nhau về các điều kiện, vị trí địa lý, chính sách giữa Việt Nam và các nước trong khu vực cũng có tác động đến mối tương quan giữa các thị trường này. Đối với các cặp thị trường Malaysia, Singapore, Indonesia, Philippine và Thái Lan, sự tương đồng về vị trí địa lý (Malaysia-Singapore), cấu trúc

dân số hay tôn giáo và các đặc điểm trên thị trường chứng khoán như đã được đề cập ở trên làm tăng tính tương đồng giữa các thị trường này với nhau. Từ kết quả này cho thấy, thị trường chứng khoán Việt Nam chịu tác động thấp hơn so với các nước này. Do đó, khi xem xét phân bổ lợi nhuận danh mục đầu tư vào thị trường Việt Nam so với các nước còn lại sẽ mang lại hiệu quả cao hơn.

#### **4.3. Theo phương pháp phi tham số**

Để xác định có sự tồn tại cấu trúc phụ thuộc giữa thị trường chứng khoán của các quốc gia trong khu vực ASEAN với nhau, nhóm tác giả sử dụng phương pháp Chi-plots và K-plots lần lượt cho từng cặp lợi nhuận của thị trường các nước. Từ phụ lục 3 và 4 nhóm tác giả nhận thấy giữa các quốc gia ASEAN có tồn tại cấu trúc phụ thuộc ngoại trừ Việt Nam. Cụ thể, mô hình Chi-plots ở phụ lục 3 cho thấy, phần lớn đồ thị của các cặp quốc gia trong khu vực ASEAN có các điểm nằm ngoài đường kiểm soát  $(-0,05; 0,05)$ . Nghĩa là các cặp biến có mối quan hệ tương quan với nhau ở tại mức ý nghĩa 0.95. Mặt khác, đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, đồ thị Chi-plots cho thấy cấu trúc phụ thuộc giữa quốc gia này đối với phần còn lại của khu vực gần như không tồn tại vì phần lớn các điểm nằm bên trong hai đường kiểm soát.

Khi nhận xét mô hình K-plots ở phụ lục 4, nhóm nghiên cứu nhận thấy phần lớn các cặp biến đều có phân bố lợi nhuận nằm xa đường 45 độ, tương đương với việc tồn tại sự phụ thuộc giữa thị trường chứng khoán của các quốc gia với nhau. Tuy nhiên, mức độ phụ thuộc được đánh giá là thấp do các điểm dịch chuyển không quá xa đường 45 độ. Đối với các cặp biến có quan hệ với Việt Nam, kết quả từ mô hình K-plots cho thấy sự tương đồng với mô hình Chi-plots. Hầu hết các thị trường này gần như không phụ thuộc hoặc mức độ phụ thuộc rất thấp đối với thị trường chứng khoán Việt Nam.

Từ kết quả của hai phương pháp tham số và phi tham số, nhóm nghiên cứu nhận thấy có sự tồn tại cấu trúc phụ thuộc giữa các nước ASEAN với nhau. Trong đó, các cặp tương quan giữa Việt Nam và các quốc gia trong khu vực ASEAN tồn tại mức độ phụ thuộc thấp. Đối với các nước còn lại trong khu vực này, mức độ phụ thuộc giữa các cặp biến này tương đối tương đồng. Điều này làm tiền đề cho nhóm tác giả tiếp tục thực hiện phương pháp Copula và Copula động trong việc xác định cấu trúc và mức độ phụ thuộc cũng như cho thấy sự hiệu quả của phương pháp Copula so với phương pháp truyền thống.

#### **4.4. Kiểm định goodness-of-fit**

Tác giả sử dụng mô hình kiểm định Goodness-of-fit để xem xét các biến quan sát có phù hợp với từng họ Copula cụ thể hay không. Trong đó, nhóm tác giả sử dụng bốn họ chính là Clayton Copula, Gumbel Copula, Gaussian Copula (Normal Copula) và t-Copula lần lượt đại diện cho cấu trúc phụ thuộc đuôi trái, đuôi phải và không đuôi. Nhóm tác giả tiến hành kiểm định với giả thiết  $H_0: C = C_0$  tương ứng với họ Copula phù hợp với mô hình và có thể đại diện cho giá trị phụ thuộc của cặp biến quan sát. Bảng 4.2 cho thấy kết quả của mô hình kiểm định Goodness-of-fit. Dựa trên kết quả kiểm định, nhóm tác giả thống kê được có 100% giá trị p-value của họ t-Copula bác bỏ giả thuyết  $H_0$ , 87% giá trị p-value của họ Gaussian bác bỏ giả thuyết  $H_0$  trong khi có khoảng 27% giá trị p-value của Clayton và Gumbel vượt qua điều kiện kiểm định này. Điều này cho thấy phần lớn giá trị tỷ suất sinh lời của các nước ASEAN phù hợp với các họ Gaussian và t-Copula. Dù vậy, theo nghiên cứu của Embrechts (2009) thì có đến khoảng 99,99% các ứng dụng của Copula đều bỏ qua bước kiểm định này do không vượt qua được điều kiện. Bên cạnh đó, ngoài việc sử dụng mô hình Goodness-of-fit, nhóm tác giả sử dụng hàm Log-likelihood để lựa chọn họ Copula phù hợp cho việc giải thích cấu trúc, mức độ phụ thuộc cũng như việc khởi dựng để ước tính tỷ suất sinh lời của danh mục đầu tư.

#### **4.5. Hệ số parameter và giá trị phụ thuộc đuôi của các cặp chỉ số chứng khoán**

Tác giả ước lượng hệ số parameter thông qua hàm số Log-likelihood từ đó chọn ra hệ số parameter phù hợp nhất cho việc ước lượng mức độ phụ thuộc của mô hình. Phụ lục 5 và 6 biểu hiện các giá trị parameter và giá trị Log-likelihood cũng như giá trị phụ thuộc đuôi của các cặp tỷ suất sinh lời. Nhóm nghiên cứu dựa vào giá trị Log-likelihood lớn nhất để chọn giá trị phù hợp. Kết quả của kiểm định Goodness-of-fit và Log-likelihood đều cho thấy hầu như các cặp tỷ suất

sinh lợi giữa các thị trường chứng khoán trong khu vực ASEAN có cùng cấu trúc phụ thuộc họ t-Copula. Điều này phản ánh đúng với thực tế vì như kết quả của thống kê mô tả cho thấy, các giá trị tỷ suất sinh lợi của các quốc gia trong khu vực ASEAN đều không tuân theo phân phối chuẩn (do có hệ số Kurtosis cao). Vì vậy, phương pháp Copula đã khắc phục được một trong những điểm yếu của hệ số tương quan truyền thống đó là việc giả định hai biến có phân phối chuẩn và tương quan tuyến tính với nhau. Bằng cách sử dụng phương pháp Copula, chúng ta chỉ xem xét đến phân phối đồng thời của cặp biến ngẫu nhiên mà không phải quan tâm đến phân phối của từng tài sản. Nhìn chung, cặp biến Singapore – Malaysia có mức độ phụ thuộc cao nhất trong khu vực ASEAN (0.547) và cặp Việt nam – Malaysia có mức độ phụ thuộc thấp nhất trong khu vực. Dựa trên phụ lục 5, hệ số tương quan được tính theo phương pháp t-Copula có sự tương đồng với phương pháp hệ số tương quan truyền thống ví dụ đối với cặp Indonesia-Philippine, giá trị phụ thuộc theo phương pháp t-Copula và hệ số tương quan truyền thống lần lượt là 0.491 và 0.537. Điều này cho thấy, khi thị trường chứng khoán Indonesia có sự biến động, thị trường chứng khoán Philippine sẽ có thể bị ảnh hưởng cùng chiều ở mức 0.491 (dựa trên phương pháp Copula).

Tóm lại, ở mục này, nhóm tác giả đã sử dụng phương pháp Copula để chọn ra họ Copula phù hợp cho các cặp biến (t-Copula) và mức độ phụ thuộc của từng cặp thị trường này. Bên cạnh đó, phương pháp Copula còn cho thấy ưu điểm về việc giải quyết được điểm yếu của mô hình hệ số tương quan truyền thống trong việc giả định các biến có mối tương quan tuyến tính. Dựa trên kết quả nghiên cứu ở mục này, nhóm tác giả sẽ sử dụng phương pháp t-Copula để mô phỏng lợi nhuận của danh mục đầu tư, từ đó tính toán các giá trị VaR, CVaR và tỷ trọng đầu tư tối ưu. Ở phần kế tiếp, nhóm tác giả sẽ sử dụng phương pháp Copula động để giải thích cấu trúc phụ thuộc giữa các cặp biến kinh tế đối với biến động có điều kiện và độ trễ của thông tin.

#### **4.6. Kết quả ước lượng time-varying Copulas**

Để có thể ước tính được các hệ số parameter của mô hình Time varying Copula này, nhóm tác giả thực hiện các bước như sau:

- Bước 1: Nhóm tác giả sử dụng mô hình AR-GJR-GARCH (1,1) để ước lượng phần dư chuẩn hóa được trích ra từ mô hình.

- Bước 2: Nhóm tác giả sử dụng chuỗi phần dư chuẩn hóa này để đưa vào mô hình Time varying Copula được xây dựng bởi Patton (2001) từ đó ước tính được các hệ số parameter của mô hình. Như ở mục trước, nhóm tác giả sử dụng giá trị Log-likelihood để lựa chọn mô hình Copula phù hợp.

#### **4.7. Kết quả ước lượng mô hình AR-GJR-GARCH(1,1)**

Dựa trên kết quả kiểm định tính dừng của chuỗi dữ liệu lợi nhuận của sáu nước ASEAN ở mục 4.1. Nhóm tác giả nhận thấy chuỗi dữ liệu này là chuỗi dừng ở bậc gốc tại mức ý nghĩa 5%. Từ đó, nhóm tác giả sử dụng mô hình AR-GJR-GARCH (1,1) để tiến hành đo lường mức độ biến động của sáu nước ASEAN qua đó trích phần dư từ mô hình này để ước lượng các hệ số (parameter) trong mô hình Copula động. Qua kết quả thống kê mô tả, tác giả nhận thấy các chuỗi suất sinh lợi không tuân theo phân phối chuẩn (do có Kurtosis >3) và hầu như chuỗi dữ liệu đều lệch trái (negative skew). Do đó, tác giả sử dụng mô hình AR-GJR-GARCH (1,1) với phương sai tuân theo phân phối Skew-t.

Từ kết quả của mô hình AR-GJR-GARCH (1,1) (phụ lục 7), nhóm tác giả tiến hành trích phần dư sai số của từng chuỗi lợi nhuận để tiến hành. Vì mô hình Copula chỉ nhận phân phối thuộc [0,1], do đó sau khi thu được kết quả phần dư, tác giả chuyển đổi chuỗi phần dư này về hàm phân phối tích lũy skew-t (skew-t CDF).

#### **4.8. Kết quả ước lượng tham số time-varying Copulas**

Phụ lục 7 và phụ lục 8 mô tả kết quả của mô hình time varying copula theo các họ T-DCC, G-DCC, Time varying Clayton và time varying SJC. Nhìn chung, mức độ phụ thuộc của các thị trường chứng khoán có sự gia tăng sau một số sự sụt giảm, kết quả này gần giống với kết quả nghiên cứu của Hansen's (1994). Dựa trên kết quả ước lượng, nhóm tác giả nhận thấy có 12 trên tổng 15 cặp biến có cấu trúc phụ thuộc theo mô hình t-Copula (dựa trên việc so sánh ba hệ số



chính là Akaike, BIC và Log likelihood lớn nhất). Các cặp biến còn lại có cấu trúc phụ thuộc theo mô hình SJC động, đó là các cặp Indonesia – Vietnam, Philippines – Vietnam và Philippines – Singapore. Như vậy, kết quả của mô hình Copula động và mô hình Copula tĩnh gần như giống nhau ở việc lựa chọn cấu trúc phụ thuộc của các chuỗi dữ liệu thông qua mô hình t-Copula. Trong các cặp biến phụ thuộc, mối quan hệ giữa thị trường chứng khoán Philippines và Thái Lan (cấu trúc phụ thuộc t-Copula) có thay đổi nhiều trong giai đoạn quan sát. Cụ thể, từ giai đoạn 2001-2006 mối quan hệ phụ thuộc này có xu hướng giảm dần theo thời gian, điều này tương ứng với khi thị trường chứng khoán Philippine tăng điểm thì thị trường Singapore có xác suất tăng điểm ở mức 42% trong giai đoạn đầu 2001 và đến giai đoạn giữa 2006, khi thị trường Philippine tăng điểm, thị trường Thái Lan có xác suất tăng điểm chỉ ở mức sấp xỉ 31%. Từ giai đoạn 2008-2014, mức độ phụ thuộc giữa cặp biến này tăng đáng kể. Tương ứng với việc khi thị trường chứng khoán Philippine tăng điểm, xác suất tăng điểm của thị trường chứng khoán Thái Lan vào khoảng 57% (giai đoạn đầu 2008).

Qua kết quả thống kê từ mô hình time varying Copula, nhóm tác giả nhận thấy giá trị phụ thuộc giữa các cặp biến theo mô hình copula tĩnh cũng như theo mô hình hệ số tương quan truyền động thường có xu hướng di chuyển xung quanh giá trị trung bình của mô hình Copula động. Do đó, để ước tính tương đối giá trị hệ số phụ thuộc giữa hai cặp biến phụ thuộc, ta có thể sử dụng mô hình Copula tĩnh. Trong trường hợp để theo dõi xu hướng cũng như mức độ phụ thuộc giữa hai cặp biến, việc sử dụng mô hình copula động sẽ được ưu tiên hơn so với mô hình Copula tĩnh và hệ số tương quan. Ngoài ra, nhóm tác giả cũng nhận thấy, thị trường chứng khoán của các nước ASEAN có cấu trúc phụ thuộc theo mô hình t-Copula, tức có mối quan hệ phụ thuộc hai đuôi (đuôi trái và đuôi phải). Khi thị trường của một nước trong khu vực ASEAN có khả năng tăng hoặc giảm giá, các thị trường còn lại có xu hướng tăng hoặc giảm giá với xác suất tương ứng trong phụ lục 9.

#### **4.9. Kết quả tính toán dữ liệu đầu vào tính toán CVaR**

Ở mục này, nhóm tác giả sử dụng kết quả cấu trúc phụ thuộc theo mô hình Student's t-Copula dựa trên kết luận của mục 4.2.2.2 Nhóm tác giả sử dụng kết quả của mô hình GJR-GARCH (1,1) để đo lường mức độ biến động của thị trường sáu nước ASEAN. Đồng thời ứng dụng mô hình EVT và mô phỏng Monte Carlo để ước lượng VaR, CVaR cho danh mục đầu tư sáu nước ASEAN. Phần đầu của quy trình, nhóm tác giả sẽ trích phần dư đã được lọc từ các chuỗi lợi nhuận với mô hình GJR-GARCH (1,1), sau đó sẽ xây dựng hàm phân phối tích lũy (CDF) cho từng thị trường thông qua phân bố Pareto chuẩn hóa (GPD) cho việc ước lượng đuôi cao và đuôi thấp. Dựa trên kết quả giả lập tỷ suất sinh lời của danh mục, tác giả ước lượng giá trị Value-at-Risk (VaR) và Conditional Value-at-Risk (CVaR) với thời hạn 1 ngày. Cuối cùng, bằng công cụ Tài chính trong Matlab để đo lường đường biên hiệu quả của danh mục đầu tư dựa trên CVaR.

Sau khi đã trích được phần dư chuẩn hóa từ phần trước, nhóm tác giả ước lượng hàm phân phối tích lũy thực nghiệm CDF của mỗi chỉ số thị trường với Gaussian kernel. Mô hình này giúp làm mượt ước lượng CDF, loại bỏ các mẫu hình bậc thang của các mẫu không mượt CDF.

Đầu tiên, nhóm tác giả sử dụng đồ thị Q-Q để đánh giá phân phối của các chuỗi dữ liệu nghiên cứu (Phụ lục 10). Thông qua đồ thị Q-Q nhóm tác giả nhận thấy phần lợi nhuận của sáu chỉ số các nước ASEAN có các giá trị phía trái và phía phải lệch xa ra khỏi đường phân phối chuẩn. Điều này có thể kết luận rằng chuỗi dữ liệu nghiên cứu của thị trường các nước ASEAN có phân phối không chuẩn, do phần đuôi trái và phải của các chuỗi này có độ dày cao hơn. Từ kết quả này, nhóm tác giả sử dụng phương pháp POT để ước lượng phần đuôi của hàm phân phối lợi suất của các nước ASEAN.

#### **4.10. Kết quả ước lượng phân phối vượt ngưỡng**

Có rất nhiều nghiên cứu đã chỉ ra việc lựa chọn ngưỡng tối ưu. Cụ thể, Fernandez (2008) đưa ra một ứng dụng thỏa đáng trong phương pháp ước lượng dựa trên các dữ liệu chứng khoán Mỹ. Neftci (2000) chọn ngưỡng phù hợp là 1.65. Du-Mouchel đã đưa ra giải thích về sự thỏa hiệp giữa nhu cầu thực tế trong đủ để ước tính một cách đáng tin cậy các tham số zeta và lý thuyết nhu cầu đối với hành vi của CDF. Từ đó Du-Mouchel đã đưa ra đề nghị cho ngưỡng vượt quá là

phần trăm thứ 90 (hoặc thứ 10). Cũng trong nghiên cứu của Wang (2010), tác giả này cũng đã chọn ngưỡng đề xuất bởi Du-Mouchel là phần trăm thứ 10 và thứ 90 cho mẫu. Do đó, dựa trên hai nghiên cứu này, nhóm tác giả áp dụng mức ngưỡng phù hợp là phần trăm thứ 10 và thứ 90. (Phụ lục 11)

**Bảng 4.2. Kết quả ước lượng hệ số zeta và beta cho ngưỡng vượt quá tại mức phần trăm thứ 10 và thứ 90**

	Quốc gia					
	Indonesia	Philippine	Singapore	Thailand	Vietnam	Malaysia
Ngưỡng uL	-1.18618	-1.28317	-1.28967	-1.31916	-1.22241	-1.18552
Zeta	0.183267	0.118996	0.268292	0.469784	0.0402659	0.130575
Beta	0.690174	0.602632	0.488017	0.392856	0.64052	0.667022
Ngưỡng UR	1.14407	-1.28317	1.18019	1.13057	1.24703	1.16239
Zeta	0.04378	0.37298	-0.01595	-0.18474	-0.001225	0.087044
Beta	0.502851	0.329641	0.512862	0.561918	0.620945	0.463454

*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

Dựa vào kết quả ước lượng từ bảng 4.2, nhóm tác giả tính toán được hệ số zeta và beta của các chỉ số chứng khoán tại hai ngưỡng này. Cụ thể, đối với thị trường chứng khoán Việt Nam, tại ngưỡng phần trăm thứ 10, giá trị Zeta và Beta tương ứng là (0.0402659 và 0.64052). Các kết quả trên được tính toán dựa trên hàm paretotails trong phần mềm Matlab. Từ các kết quả ước lượng trên, nhóm tác giả vẽ đồ thị ứng với GPD phù hợp và ước lượng đuôi cao của các phần dư (phụ lục 12 và 13).

Sau khi tính toán được các hệ số của phân phối GPD và phần dư chuẩn hóa  $z(it)$ ;  $i = 1, 2, 3, 4$ ;  $t = 1, 2, \dots, T$ , nhóm tác giả thế các giá trị này vào phương trình: (\*) để ước lượng hàm phân phối biên của giá trị phần dư. Dựa trên kết quả ước lượng, tác giả thu được ma trận hệ số Copulas giữa các thị trường chứng khoán với nhau (Bảng 4.3) và bậc tự do Degree of Freedom (DoF) = 16.7411.

**Bảng 4.3. Ma trận hệ số t-Copula giữa thị trường chứng khoán sáu nước ASEAN tại mức DoF = 16.7411**

	Indonesia	Philippine	Singapore	Thailand	Vietnam	Malaysia
Indonesia	1.000	0.480	0.472	0.441	0.081	0.475
Philippine	0.480	1.000	0.479	0.425	0.087	0.422
Singapore	0.472	0.479	1.000	0.465	0.151	0.519
Thailand	0.441	0.425	0.465	1.000	0.137	0.422
Vietnam	0.081	0.087	0.151	0.137	1.000	0.112
Malaysia	0.475	0.422	0.519	0.422	0.112	1.000

*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

#### **4.11. Kết quả tính toán VaR và CVaR theo mô phỏng Monte Carlo**

Đối với phương pháp EVT-Copula, dựa trên thuật toán ở công thức (\*), nhóm tác giả sử dụng phương pháp mô phỏng Monte Carlo với nTrials = 5500 lần và thu được chuỗi lợi nhuận của sáu nước ASEAN tại ngày  $t + 1$  theo cấu trúc phụ thuộc t-Copula. Trong đó, nhóm tác giả sử dụng 5000 lần làm giá trị để ước lượng VaR, CVaR và 500 quan sát còn lại sẽ được sử dụng nhằm mục đích hậu kiểm mô hình VaR. Với tỷ trọng bằng nhau giữa các thị trường chứng khoán  $w =$

[1/6, 1/6, 1/6, 1/6, 1/6, 1/6], nhóm tác giả ước tính được giá trị lợi nhuận của danh mục đầu tư. Với 5000 giá trị lợi nhuận của danh mục, nhóm tác giả sắp xếp theo thứ tự từ thấp đến cao, với mức ý nghĩa 95% và 99%, giá trị VaR của danh mục đầu tư tương ứng ở quan sát thứ 50 và thứ 250 tương ứng là 1.45% và 2.57%. Kết quả này cho thấy mức thiệt hại lớn nhất của danh mục đầu tư mô phỏng theo phương pháp EVT-Copula là 1.45% và 2.57%.

Đối với phương pháp Multivariate Normal, cho danh mục P:  $(w_1, w_2, \dots, w_n)$ , tác giả sử dụng giả thiết lợi nhuận của các chỉ số chứng khoán tuân theo phân phối chuẩn. Lợi nhuận, lợi nhuận trung bình và phương sai của danh mục đầu tư P tương ứng

$$r_p = \sum_{i=1}^N w_i * r_i;$$

$$\bar{r}_p = \sum_{i=1}^N w_i * \bar{r}_i;$$

$$\sigma_p^2 = W' * V * W$$

Vì  $r_i \sim N(\mu, \sigma_i^2)$  với  $i = 1/N$ . Do đó  $r_p \sim N(\bar{r}_p, \sigma_p^2)$  từ đó giá trị VaR của danh mục được ước tính theo công thức như sau:

$$VaR(1 \text{ ngày}, (1 - \alpha) * 100\%) = \bar{r}_p + N^{-1}(\alpha)\sigma_p$$

Với:  $\bar{r}_p$  là lợi nhuận kỳ vọng của danh mục

$\sigma_p$  là độ lệch chuẩn của danh mục

$V$  là ma trận hiệp phương sai giữa các tài sản.

Tương tự phương pháp EVT, nhóm tác giả cũng tiến hành mô phỏng Monte Carlo với nTrials = 5500. Trong đó, tác giả sử dụng suất sinh lời kỳ vọng của chuỗi dữ liệu quá khứ, giá trị hiệp phương sai của chuỗi dữ liệu để tiến hành ước lượng giá trị lợi nhuận.

**Bảng 4.4: Kết quả ước lượng VaR và CVaR**

Mức ý nghĩa	95%	99%
Copula VaR (1 ngày)	1.46%	2.66%
Copula CVaR (1 ngày)	2.23%	3.71%
Multivariate Normal VaR (1 ngày)	3.01%	4.37%
Multivariate Normal CVaR (1 ngày)	3.81%	5.10%

*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

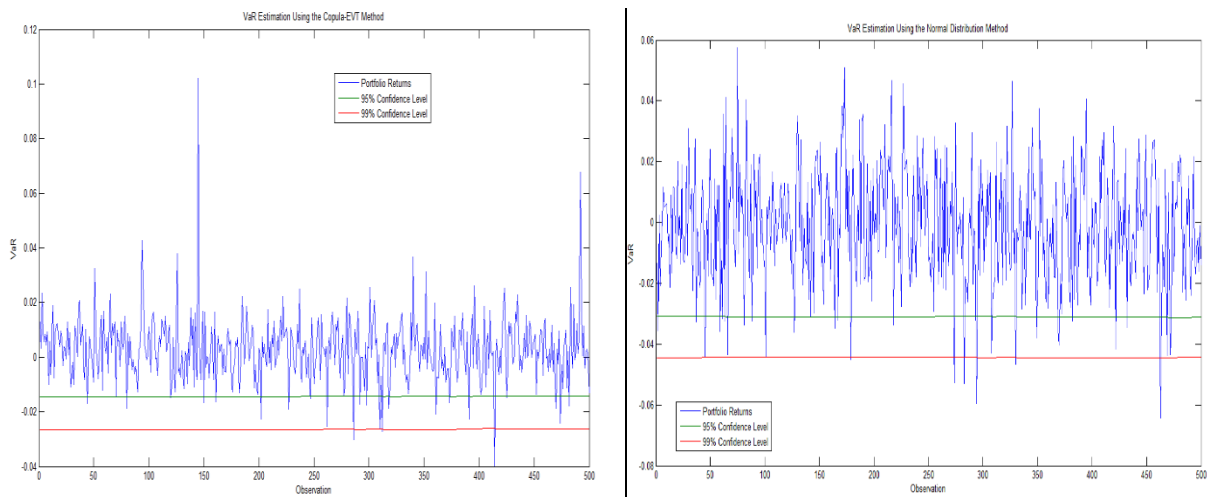
Bảng 4.4 cho thấy, dựa trên phương pháp mô phỏng tỷ suất sinh lợi theo phân phối chuẩn, giá trị tổn thất tối đa của danh mục đầu tư sáu nước ASEAN theo ngày với mức  $\alpha$  là 95% và 99% tương ứng 3.01% và 4.37%. Trong khi đó, bằng phương pháp EVT-Copula, giá trị VaR tại mức 95% và 99% tương ứng là 1.46% và 2.66%.

### 5. Hậu kiểm Value-at-risk

Sau khi tiến hành tính toán giá trị Value-At-Risk theo phương pháp EVT-Copula và Multivariate Normal, nhóm tác giả tiến hành hậu kiểm để xem xét liệu rằng giá trị VaR ước lượng theo hai phương pháp này có đúng hay không. Nhóm tác giả đánh giá mô hình bằng cách thực hiện hậu kiểm VaR với 500 quan sát tiếp theo (từ quan sát thứ 501 đến 5500). Để thực hiện hậu kiểm, nhóm tác giả cho khoảng thời gian ước lượng giá trị VaR là 5000 quan sát và dịch chuyển 500 lần liên tục. Sau đó, nhóm tác giả tiến hành so sánh giá trị VaR được tính toán theo hai phương pháp EVT-Copula và Multivariate Normal so với các quan sát lợi nhuận mô phỏng tiếp theo. Hình 5.1 mô tả lợi nhuận và giá trị VaR tại mức 95% và 99%.

Phương pháp EVT-Copula

Phương pháp Multivariate Normal



**Hình 5.1: Giá trị VaR và lợi nhuận theo chuỗi quan sát**

*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

Một mô hình VaR được đánh giá là phù hợp theo Basel II khi mà số vượt ngưỡng sau khi hậu kiểm nằm trong mức cho phép của số vượt ngưỡng tối đa cho phép. Cụ thể, giá EVT-Copula VaR (95%) có số vượt ngưỡng sau hậu kiểm là 23 lần trong khi đó, số vượt ngưỡng tối đa cho phép nằm trong vùng từ [16,35]. Điều này cho thấy giá trị VaR (95%) theo phương pháp EVT-Copula là phù hợp. Giải thích tương tự với các giá trị VaR còn lại.

**Bảng 5.1. Kết quả hậu kiểm Value-at-Risk**

	Số vượt ngưỡng tối đa cho phép	Số vượt ngưỡng sau khi hậu kiểm	Độ sai lệch tuyệt đối trung bình (MAE)	Độ sai lệch bình phương trung bình (MSE)
EVT-Copula VaR (95%)	[16,35]*	23	0.0176	0.000431
EVT-Copula VaR (99%)	[1,9]*	3	0.0294	0.000995
Multivariate Normal (95%)	[16,35]	30	0.0305	0.0013
Multivariate Normal (99%)	[1,9]	7	0.0434	0.0022

*\*Value-At-Risk, Glyn A.Holton*

*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả*

Bên cạnh kết quả từ bảng 5.1, bằng việc so sánh giữa số lượng vượt ngưỡng sau khi hậu kiểm, nhóm tác giả nhận thấy các giá trị của mô hình EVT-Copula có số vượt ngưỡng thấp hơn so với mô hình Multivariate Normal. Bên cạnh đó, giá trị độ sai lệch tuyệt đối trung bình (MAE) và độ sai lệch bình phương trung bình (MSE) của phương pháp EVT-Copula thấp hơn so với mô hình Multivariate Normal. Điều này chứng tỏ được rằng, các phân phối lợi nhuận biên không tuân theo phân phối chuẩn, do đó ta khó có thể ước tính lợi nhuận bằng việc dựa trên mô hình phân phối chuẩn. Từ kết quả này, nhóm tác giả sẽ sử dụng dữ liệu lợi nhuận mô phỏng của mô hình EVT-Copula để ước tính tỷ trọng tối ưu cho danh mục đầu tư.

## 6. Kết quả xây dựng danh mục đầu tư theo mô phỏng

Dựa trên lợi nhuận mô phỏng của sáu nước ASEAN theo cấu trúc phụ thuộc t-Copula, nhóm tác giả sử dụng hàm tối ưu CVaR để ước lượng đường biên hiệu quả cho danh mục đầu tư tại mức ý nghĩa 5% và 1%. Như đã trình bày ở mục 4.5, kết quả hậu kiểm cho thấy mô hình VaR được xây dựng dựa trên phương pháp EVT-Copula là phù hợp và tối ưu hơn so với phương pháp Multivariate Normal. Sau khi ước tính được hàm tối ưu CVaR với đường biên hiệu quả cho mỗi mức ý nghĩa 5% và 1%. Tác giả trích 20 danh mục của mỗi mức ý nghĩa làm đại diện cho danh mục tối ưu dựa trên phương pháp EVT-Copula-CVaR.

Từ kết quả từ phụ lục 14 cho thấy, giả sử các nhà đầu tư quốc tế đang đầu tư với tỷ trọng tối đa vào danh mục thị trường Malaysia với mức CVaR (5%) và mức lợi nhuận kỳ vọng tương ứng là -2.26% và 0.22%. Họ có thể tối ưu hóa lợi nhuận của mình với việc kết hợp tỷ trọng của thị trường sáu nước ASEAN bao gồm Indonesia, Philippine, Singapore, Thailand, Vietnam,



Malaysia với tỷ trọng của danh mục đầu tư tương ứng là [10%, 0%, 0%, 17%, 31%, 42%]. Danh mục này sẽ mang về cho nhà đầu tư mức rủi ro CVaR (5%) là -2.22% thấp hơn so với việc đầu tư 100% vào thị trường Malaysia và mức lợi nhuận kỳ vọng là 0.42% cao hơn so với việc đầu tư vào thị trường Malaysia. Ngoài ra, theo phương pháp EVT-Copula, thị trường Vietnam gần như nằm hoàn toàn trên đường biên hiệu quả. Điều này cho thấy với các nhà đầu tư quốc tế có mức chấp nhận rủi ro cao (CVaR (5%) tương ứng -5.11%) việc đầu tư vào thị trường Việt Nam sẽ giúp cho các nhà quản lý danh mục đem về mức lợi nhuận kỳ vọng tương ứng 0.83%. Điều này giúp cho các nhà đầu tư quốc tế có khẩu vị ưa thích rủi ro, sẽ có thể ưu tiên thị trường Việt Nam vào danh mục đầu tư của mình. Giải thích tương tự đối với danh mục CVaR (1%).

Như vậy, khi các nhà đầu tư có ý định đầu tư vào thị trường các nước trong khu vực ASEAN, cụ thể là Indonesia, Philippine, Singapore, Thailand, Vietnam và Malaysia. Dựa trên mức độ ngại rủi ro (mức lỗ tối đa mà nhà đầu tư có thể chấp nhận được - CVaR), bên cạnh đó là mức sinh lời kỳ vọng của mình ( $E_p$ ). Nhà đầu tư quốc tế có thể đa dạng hóa danh mục đầu tư của mình theo tỷ trọng tối ưu để có thể thu về mức sinh lời cũng như mức rủi ro có thể chấp nhận được (Phụ lục 15).

## 7. Kết luận, hàm ý chính sách và hạn chế

Dựa trên kết quả nghiên cứu về cấu trúc phụ thuộc, nhóm tác giả khuyến nghị các nhà chính sách có thể sử dụng mô hình Copula Động trong việc dự đoán những biến động có thể xảy ra khi xác định được xu hướng và độ lớn của cấu trúc phụ thuộc. Qua đó, các nhà chính sách có thể đưa ra các biện pháp kịp thời nhằm giảm thiểu tổn thất.

Đối với các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán các nước ASEAN, mối liên hệ giữa các quốc gia trong khu vực này với nhau là khá cao (ngoại trừ Việt Nam). Do đó, nhóm nghiên cứu mạnh dạng các nhà đầu tư nên thực hiện chiến lược đa dạng hóa danh mục đầu tư, mở rộng danh mục đầu tư của mình ra các quốc gia khác đặc biệt là Việt Nam. Thông qua đó, giúp nhà đầu tư có thể giảm thiểu rủi ro danh mục đầu tư của họ.

Bên cạnh đó, nhóm nghiên cứu cũng đề xuất các nhà đầu tư nên sử dụng mô hình Copula-GARCH-EVT-CVaR trong việc quản lý rủi ro của danh mục đầu tư do hiệu quả của mô hình này cao hơn so với phương pháp Multivariate Normal. Nhà đầu tư còn có thể tối ưu hóa danh mục đầu tư của họ bằng cách lựa chọn các danh mục đầu tư tối ưu nằm trên đường biên hiệu quả. Qua đó, các nhà đầu tư có thể giảm thiểu rủi ro nhưng vẫn tạo ra được lợi nhuận kỳ vọng đáng kể.

Mặc dù bài nghiên cứu đã làm rõ được nhiều khía cạnh về cấu trúc phụ thuộc và việc áp dụng mô hình EVT-Copula-CVaR trong việc quản lý danh mục đầu tư. Tuy nhiên, bài nghiên cứu vẫn còn nhiều hạn chế.

Thứ nhất, về phạm vi nghiên cứu. Bài nghiên cứu chỉ dừng lại ở chuỗi dữ liệu của sáu nước ASEAN do đó vẫn chưa làm rõ được mức độ tối ưu của việc áp dụng mô hình Copula trong việc đo lường cấu trúc phụ thuộc cũng như mô hình EVT-Copula-CVaR trong việc quản lý danh mục đầu tư đối với các tài sản khác trên những thị trường ngoài khu vực ASEAN.

Thứ hai, về phương pháp nghiên cứu. Bài nghiên cứu chỉ sử dụng mô hình EVT-tCopula-CVaR trong việc quản lý danh mục đầu tư, tuy nhiên vẫn chưa sử dụng các phương pháp khác như phương pháp thực nghiệm, các họ Copula động khác như tDCC, DVine trong việc đo lường CVaR của danh mục đầu tư.

Hướng nghiên cứu kế tiếp có thể kể đến đó là việc mở rộng phạm vi nghiên cứu. Ngoài việc nghiên cứu trên thị trường các nước ASEAN, các nhà nghiên cứu có thể mở rộng phạm vi nghiên cứu sang thị trường các nước mới nổi (emerging markets), G7, EU. Ở không gian nghiên cứu, bài nghiên cứu có thể mở rộng lên những loại tài sản khác nhau như vàng, crypto-currencies, trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp để chứng minh tính hiệu quả của phương pháp Copula trong việc đo lường cấu trúc phụ thuộc và mô hình EVT-Copula-CVaR trong việc quản lý danh mục đầu tư.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Acerbi, C. and D. Tasche (2002). "On the coherence of expected shortfall." *Journal of Banking & Finance* 26(7): 1487-1503.
- [2] Coles, S., J. Bawa, L. Trenner and P. Dorazio (2001). *An introduction to statistical modeling of extreme values*, Springer.
- [3] Embrechts, P. (2009). "Copulas: A personal view." *Journal of Risk and Insurance* 76(3): 639-650.
- [4] Engle, R. (2002). "Dynamic conditional correlation: A simple class of multivariate generalized autoregressive conditional heteroskedasticity models." *Journal of Business & Economic Statistics* 20(3): 339-350.
- [5] Fama, E.F. and Miller, M.H., 1972. *The theory of finance*. Holt Rinehart & Winston.
- [6] Fernandez, V. (2008). "Multi-period hedge ratios for a multi-asset portfolio when accounting for returns co-movement." *Journal of Futures Markets* 28(2): 182-207.
- [7] Glosten, L. R., R. Jagannathan and D. E. Runkle (1993). "On the relation between the expected value and the volatility of the nominal excess return on stocks." *The journal of finance* 48(5): 1779-1801.
- [8] Hansen, B. E. (1994). "Autoregressive conditional density estimation." *International Economic Review*: 705-730.
- [9] Kaura, V., 2005. *Portfolio optimisation using value at risk* (Doctoral dissertation, Master's thesis, Imperial College London, 2005.[cited at p. 14]).
- [10] Jondeau, E. and M. Rockinger (1999). "The tail behavior of stock returns: Emerging versus mature markets."

# CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ, DÒNG TIỀN VÀ ĐẦU TƯ: NGHIÊN CỨU TRONG DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM

SV: Trần Mỹ Linh, Nguyễn Việt Linh Chi, Bùi Vũ Linh Chi  
Trường ĐH Ngân Hàng TP.HCM  
GVHD: ThS. Huỳnh Lưu Đức Toàn

## TÓM TẮT

Việc nghiên cứu ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đến đầu tư là vô cùng quan trọng, vì từ đó cho thấy được mức phụ thuộc của doanh nghiệp vào nguồn tài chính từ bên ngoài, tức xét xem khi chính sách tiền tệ mở rộng có kéo theo đầu tư gia tăng hay không. Đồng thời, ngoài yếu tố vĩ mô là chính sách tiền tệ, các yếu tố xuất phát từ bên trong doanh nghiệp như dòng tiền nội bộ, lượng tiền nắm giữ hay giá trị thị trường cũng được cho là các yếu tố tác động mạnh mẽ đến đầu tư. Nghiên cứu của nhóm tác giả cho kết quả rằng với chính sách tiền tệ cung tiền mở rộng, sự tiếp cận nguồn vốn vay dễ dàng hơn, đầu tư của các doanh nghiệp càng nhiều hơn. Tuy nhiên, các doanh nghiệp có quy mô lớn vẫn đề cao vai trò của việc nắm giữ tiền đến đầu tư và dòng tiền nội bộ tác động đến đầu tư mạnh hơn so với các doanh nghiệp có quy mô nhỏ, cho thấy sự cẩn trọng của các doanh nghiệp quy mô lớn với rủi ro tín dụng và biến động của thị trường. Nhóm tác giả sử dụng kiểm định GMM trên phần mềm định lượng Stata 14.2 để thực hiện bài nghiên cứu này.

**Từ khóa:** chính sách tiền tệ, dòng tiền, đầu tư, GMM.

**ABSTRACT:** Studying the impact of monetary policy on investment is very important, since it shows the degree of dependence of enterprises on external finance, which is considered when monetary policy is expanded whether it pulls on increased investment or not. Besides, apart from the macroeconomic factors such as monetary policy, internal factors such as internal cash flow, cash holdings or market values are also considered strongly influencing factors to investment. The research by the authors shows that with broader monetary policy, accession to credit is easier, and investment by businesses is more. Large-scale enterprises, however, emphasize the role of holding money to investment and internal cash flow which affects investment more aggressively than small-scale firms, showing caution of large-scale enterprises with credit risks and market volatility. The authors used the GMM test on quantitative software Stata 14.2 to conduct this study.

**Keywords:** monetary policy, cash flow, investment, GMM.

## 1. GIỚI THIỆU

Chính sách tiền tệ (CSTT) là một trong những chính sách kinh tế vĩ mô quan trọng nhất trong nền kinh tế thị trường, nó tác động trực tiếp đến việc lưu thông tiền tệ, góp phần thúc đẩy các hoạt động trong nền kinh tế mà trong đó quan trọng nhất là hoạt động đầu tư. CSTT được thực hiện bởi Ngân hàng trung ương (NHTW), đó là những biện pháp nhằm tác động vào mức cung tiền trong nền kinh tế, từ đó ảnh hưởng đến lãi suất trên thị trường. CSTT được cho là có tác động đáng kể đến việc cho vay của doanh nghiệp (Kashyap và Stein, 1993) và đầu tư của doanh nghiệp (Morck và cộng sự, 2013).

Theo thông tin số liệu về mức cung tiền lấy từ trang web chính thức của World Bank, mức cung tiền của Việt Nam trong nhiều năm gần đây liên tục tăng, thể hiện cho chính sách cung tiền mở rộng từ NHTW. Nhóm tác giả chúng tôi đặt ra câu hỏi liệu mức đầu tư ở Việt Nam có tỉ lệ thuận với mức cung tiền của NHTW hay không, tức liệu đầu tư ở Việt Nam có gia tăng khi NHTW áp dụng CSTT mở rộng? Thực hiện bài nghiên cứu này, nhóm tác giả chúng tôi muốn đo lường mức độ tác động của CSTT đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp ở Việt Nam, so sánh xem liệu chính sách kinh tế vĩ mô có tác động như thế nào so với sự tác động của các yếu tố bên trong doanh nghiệp (lượng tiền nắm giữ, dòng tiền, quy mô, đòn bẩy tài chính,..).

Độ nhạy cảm trong việc đầu tư của công ty đối với thay đổi CSTT phụ thuộc vào khả năng tài chính của doanh nghiệp và sự phụ thuộc vào các quỹ nội bộ. Theo Gertler và Gilchrist (1994), việc thắt chặt tiền tệ gây áp lực lên quyết định đầu tư của doanh nghiệp, lúc này tầm quan trọng của lượng tiền nắm giữ quan trọng hơn bao giờ hết, “cấp cứu” kịp thời khi doanh nghiệp khó khăn trong việc vay tiền từ bên ngoài. Và không hẳn với CSTT mở rộng thì đầu tư của doanh nghiệp chỉ phụ thuộc vào nguồn tiền vay từ bên ngoài khi việc vay mượn này bị ràng buộc bởi những điều kiện có tính chất pháp lý. Đặc biệt, khi đầu tư không hiệu quả, chi phí lãi vay phải trả làm gia tăng xác suất phá sản. Chính vì lý do này, nhóm tác giả chúng tôi quyết định nghiên cứu thêm độ nhạy cảm của đầu tư với dòng tiền bên trong của các doanh nghiệp ở Việt Nam, so sánh xem giữa doanh nghiệp ít HCTC và doanh nghiệp bị hạn chế nhiều về mặt tài chính thì mức độ nhạy cảm khác nhau như thế nào.

## **2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT**

### **2.1. Lý thuyết về chính sách tiền tệ**

#### **2.1.1. Vai trò của Ngân hàng trung ương đối với chính sách tiền tệ**

NHTW là cơ quan trong bộ máy quản lý Nhà Nước, được độc quyền phát hành tiền, thực hiện nhiệm vụ ổn định giá trị tiền tệ, thiết lập trật tự, bảo đảm sự hoạt động an toàn, ổn định và hiệu quả của toàn bộ hệ thống ngân hàng nhằm thực hiện các mục tiêu kinh tế vĩ mô của Nhà Nước. Để điều hành CSTT, NHTW phải hình thành và sử dụng hệ thống công cụ của nó. Đặc điểm của các công cụ CSTT là tạo cho NHTW khả năng tác động có hiệu lực đến các yếu tố tiền đề buộc các tổ chức tín dụng phải tự điều chỉnh hoạt động của mình theo hướng chỉ đạo của NHTW nhưng vẫn đảm bảo quyền tự chủ trong kinh doanh cũng như sự bình đẳng trong môi trường cạnh tranh giữa các ngân hàng.

#### **2.1.2. Mục tiêu của chính sách tiền tệ**

Đảm bảo tăng trưởng kinh tế. Đây là mục tiêu quan trọng nhất, bao quát cho tất cả các mục tiêu khác.

Ổn định giá cả và ổn định tiền tệ

Tạo việc làm, giảm tỷ lệ thất nghiệp

Cân bằng cán cân thanh toán.

### **2.2. Lý thuyết về đầu tư**

#### **2.2.1. Lý thuyết dòng tiền nội bộ của đầu tư**

Theo lý thuyết dòng tiền nội bộ của đầu tư, các doanh nghiệp thường chọn biện pháp sử dụng dòng tiền nội bộ để tài trợ cho đầu tư, lợi nhuận gia tăng sẽ làm cho mức đầu tư của doanh nghiệp lớn hơn.

Lý thuyết này chỉ ra rằng đầu tư có quan hệ tỷ lệ thuận với lợi nhuận thực tế. Chính vì vậy, dự án nào có tiềm năng mang lại lợi nhuận cao sẽ được ưu tiên lựa chọn. Dòng tiền bên ngoài được cho là kém hấp dẫn đối với đầu tư vì những ràng buộc về mặt pháp lý. Đặc biệt, với những trường hợp xấu xảy ra như doanh nghiệp đầu tư không hiệu quả (chủ quan), nền kinh tế lâm vào tình trạng suy thoái (khách quan), doanh nghiệp có thể không trả được nợ và lâm vào tình trạng phá sản. Cũng tương tự như đi vay, việc phát hành trái phiếu để huy động vốn đầu tư cũng không phải là một biện pháp hấp dẫn. Còn đối với việc phát hành cổ phiếu, doanh nghiệp chỉ thực hiện khi hiệu quả mà đầu tư mang lại là chắc chắn và rõ ràng, doanh thu mà dự án đem lại trong tương lai phải lớn hơn các chi phí đã bỏ ra ban đầu.

#### **2.2.2. Lý thuyết trật tự phân hạng**

Lý thuyết trật tự phân hạng được bắt đầu từ thông tin bất cân xứng. Khi quyết định đầu tư doanh nghiệp luôn có sự lựa chọn giữa việc sử dụng nguồn vốn nội bộ hay nguồn vay từ bên ngoài. Chính vì vậy, thông tin bất cân xứng gây tác động đến sự lựa chọn giữa hai nguồn tiền này.

Theo lý thuyết trật tự phân hạng, nguồn vốn nội bộ sẽ được ưu tiên trước tiên trong quyết định đầu tư, trong đó lợi nhuận tái đầu tư được ưu tiên đầu, sau đó mới đến huy động nguồn vốn từ bên ngoài bằng cách đi vay hay phát hành nợ (trái phiếu). Phát hành cổ phần mới (cổ phiếu) được lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng là lựa chọn cuối cùng.



### **2.2.3. Lý thuyết đầu tư của Tobin**

Trước lý thuyết Q của Tobin (Tobin's Q), Grunfeld và Griliches (1960) được xem là những người tiên phong mở đường trong việc đề nghị sử dụng giá trị thị trường của doanh nghiệp làm đại diện tiêu biểu cho khả năng tạo ra lợi nhuận kỳ vọng và đầu tư phụ thuộc vào giá trị thị trường của doanh nghiệp đó.

Brainard & Tobin (1968), Tobin (1969) đã đưa ra ý tưởng sử dụng chỉ số q để giải thích về đầu tư. Chỉ số này là tỷ số của giá trị thị trường của vốn và chi phí thay thế nó, hay còn gọi là tỷ số giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách. Theo lý thuyết này, khi chỉ số q lớn hơn 1, doanh nghiệp nên tiến hành đẩy mạnh đầu tư vì lợi nhuận tạo ra sẽ lớn hơn chi phí mua tài sản của doanh nghiệp. Và ngược lại, doanh nghiệp nên giảm đầu tư nếu chỉ số này bé hơn 1 vì lúc này chi phí bỏ ra để mua tài sản vượt hơn so với tiềm năng lợi nhuận mà nó tạo ra.

### **2.2.4. Lý thuyết đầu tư gia tốc**

Theo Keynes, đầu tư vừa có thể xem xét dưới góc độ tổng cầu vừa có thể xem xét dưới góc độ tổng cung. Lý thuyết này cho rằng số nhân đầu tư giải thích mối quan hệ giữa việc gia tăng đầu tư với gia tăng sản lượng, hay nói cách khác, việc gia tăng đầu tư ảnh hưởng như thế nào đến sản lượng, ở góc độ này đầu tư xuất hiện như một yếu tố của tổng cầu. Khi xem xét dưới góc độ của tổng cung, đầu tư làm sản lượng tăng lên, khi sản lượng tăng lên làm tăng khối lượng tư bản và lại thúc đẩy sự gia tăng của đầu tư, nghĩa là sự thay đổi của sản lượng làm thay đổi đầu tư. Khi nhu cầu về vật tư sản xuất và nhân công tăng lên, chứng tỏ đang cần nhiều hơn lượng sản phẩm cần sản xuất ra, dẫn đến cần nhiều hơn lượng vốn để đầu tư vào tài sản cố định nhằm sản xuất ra lượng sản phẩm theo nhu cầu.

## **2.3. Các nghiên cứu thực nghiệm**

### **2.3.1. Tác động của CSTT đến đầu tư trong doanh nghiệp**

Tobias Olweny và Mambo Chiluwe (2012) với bài nghiên cứu “The effect of monetary policy on private sector investment in Kenya” đã sử dụng một số nghiên cứu thuộc trường phái cổ điển để tìm hiểu cách thức tác động của CSTT đến đầu tư như: Majumder (2007), Keynesian, Barro (1997), Kahn (2010), Bernanke và Gertler (1995). Nghiên cứu sử dụng dữ liệu kinh tế vĩ mô từ năm 1996 đến năm 2005. Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ nợ trong nước và lãi suất của Bộ tài chính liên quan nghịch với đầu tư của các doanh nghiệp tư nhân, trong khi đó cung tiền và tiết kiệm có mối quan hệ tối với đầu tư tư nhân.

Xingquan Yang, Liang Han, Wanli Li, Xingqiang Yin, Lin Tian (2017) với nghiên cứu: “Monetary policy, cash holding and corporate investment: Evidence from China” đã chỉ ra rằng với cung tiền thắt chặt từ năm 2003-2013 đã làm cho đầu tư của các doanh nghiệp ở Trung Quốc giảm, việc nắm giữ tiền mặt trong doanh nghiệp tăng. Tuy CSTT thắt chặt làm đầu tư giảm nhưng chính nhờ việc sử dụng lượng tiền nắm giữ để đầu tư nên việc đầu tư của các doanh nghiệp trở nên cần trọng hơn và kết quả đầu tư trở nên hiệu quả hơn.

### **2.3.2. Tác động của dòng tiền nội bộ đến đầu tư trong doanh nghiệp**

Fazzari, S.M, Hubbard, R.G & Petersen (FHP) (1988) đã sử dụng tỷ lệ chi trả cổ tức như là biến đại diện nhận biết HCTC trong nghiên cứu “Financing constraints and corporate investment”. Nghiên cứu cho rằng tỷ lệ chi trả cổ tức là thước đo đại diện cho tình trạng sẵn có của nguồn tài chính nội bộ. Công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp là công ty đang khó khăn về tài chính, còn các công ty có tỷ lệ chi trả cổ tức cao thì tài chính ít khó khăn hơn. Trong mô hình nghiên cứu về mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư, bài nghiên cứu này cho rằng đầu tư của các công ty gặp “hạn chế tài chính” bị phụ thuộc nhiều vào dòng tiền bên trong công ty. Ngược lại các công ty không bị hạn chế về mặt tài chính thì có khả năng tăng chi tiêu đầu tư cả trong trường hợp không đủ nguồn tài chính nội bộ bởi vì chi phí sử dụng vốn bên ngoài hay bên trong là không có khác biệt lớn. Vì vậy công ty không mắc phải “hạn chế tài chính” thì ít phụ thuộc vào dòng tiền hơn.

Có một số nhóm nghiên cứu cho kết quả trái chiều với FHP, họ cho rằng ảnh hưởng của dòng tiền lên mức độ đầu tư của các công ty ít HCTC mạnh hơn điển hình là:

Kaplan và Zingales (1997) sử dụng mẫu nghiên cứu là 49 công ty có mức chi trả cổ tức thấp trong mẫu nghiên cứu của FHP là những công ty có độ nhạy dòng tiền đầu tư cao và thời gian nghiên cứu tương tự FHP từ 1970 đến 1984. Nhóm tác giả kiểm tra báo cáo tài chính hàng năm và đọc các thảo luận của nhà quản lý về tính thanh khoản, có nghĩa xem xét nhu cầu về vốn trong tương lai và nguồn cung cấp vốn có đáp ứng được nhu cầu vốn đó hay không. Họ kết hợp các thông tin này và các dữ liệu định tính cùng với thông tin bên truyền thông để xác định sự sẵn có của nguồn vốn nội bộ và bên ngoài cũng như nhu cầu vốn của từng công ty. Dựa trên cơ sở này, bài nghiên cứu xếp hạng mức độ HCTC công ty mỗi năm. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng các công ty trong nhóm ít HCTC thì có độ nhạy dòng tiền- đầu tư cao hơn những công ty trong nhóm HCTC cao.

Kadapakkam, Kumar và Riddick (1998), đã cung cấp những bằng chứng quốc tế ủng hộ kết quả của Kaplan và Zingales. Họ thấy rằng độ nhạy dòng tiền - đầu tư cao ở các công ty lớn và thấp hơn ở công ty nhỏ.

Tổng kết lại, các nghiên cứu trước đây đã giải thích mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư thông qua bằng chứng về sự tồn tại của HCTC. Các nghiên cứu vẫn thể hiện những quan điểm trái chiều về độ nhạy cảm của dòng tiền đầu tư trong các nhóm công ty ít HCTC và có nhiều HCTC. Tuy nhiên, một điều có thể khẳng định chắc chắn qua những nghiên cứu này chính là tác động của dòng tiền đến đầu tư trong doanh nghiệp.

### **2.3.3. Ảnh hưởng của quy mô công ty đến dòng tiền đầu tư trong doanh nghiệp**

Một số nghiên cứu về độ nhạy của dòng tiền đầu tư đã dùng quy mô doanh nghiệp để phân nhóm công ty trong mẫu nghiên cứu.

Devereux và Schiantarelli (1990) thì chia mẫu các công ty ở Anh theo giá trị thực của vốn cổ phần. Kết quả nghiên cứu cho rằng dòng tiền có vai trò quan trọng đối với công ty lớn hơn là công ty nhỏ. Giải thích cho kết quả này, các tác giả cho rằng những công ty lớn có xu hướng có tồn quỹ tương đối thấp, thêm nữa là các công ty lớn thường có cấu trúc vốn đa dạng chính điều này làm tăng chi phí đại diện.

Athey và Laumas (1994) phân chia mẫu các công ty Ấn Độ theo giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu. Các tác giả kiểm tra tầm quan trọng của đầu tư gia tốc, quỹ nội bộ, khấu hao đối với đầu tư của các công ty sản xuất. Kết quả là quỹ nội bộ và khấu hao có ý nghĩa trong mô hình đầu tư gia tốc, nhưng mối quan hệ giữa quỹ nội bộ và đầu tư thì không đồng nhất giữa các công ty. Đặc biệt, quỹ nội bộ và đầu tư có mối quan hệ sâu sắc hơn ở các công ty lớn và các công ty sản xuất hàng cao cấp.

Nguyễn Lê Thảo Phương (2013) nghiên cứu mối quan hệ giữa dòng tiền và đầu tư của các công ty niêm yết tại Việt Nam sử dụng dữ liệu 126 công ty được niêm yết trên sàn chứng khoán trong 5 năm từ năm từ 2008 đến 2012. Tác giả chia quy mô công ty theo ba tiêu chí: giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (Tobin's q), tổng tài sản và doanh thu thuần. Kết quả nghiên cứu cho biết các công ty ở nhóm quy mô nhỏ có mức độ nhạy cảm với dòng tiền nội bộ hơn các công ty ở nhóm quy mô lớn, nói cách khác, các công ty có quy mô lớn ít phụ thuộc vào dòng tiền nội bộ hơn, thậm chí nhóm công ty quy mô lớn có xu hướng tăng đầu tư khi dòng tiền hoạt động giảm.

## **3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU**

Nhóm nghiên cứu chúng tôi sử dụng mẫu dữ liệu gồm 250 công ty của Việt Nam với năm quan sát từ 2006 đến 2016. Các công ty chúng tôi lựa chọn là những công ty niêm yết trên sàn chứng khoán, ngoại trừ các công ty tài chính (ngân hàng và công ty bảo hiểm), các công ty có nhiều giá trị bị thiếu trong các năm lựa chọn để quan sát, các công ty đặc biệt và các công ty chuyển nhượng đặc biệt. Thông tin tài chính của các công ty mẫu được thu thập từ các trang thông tin đáng tin cậy (cafef.com, vietdata.com,...).

### **3.1. Nghiên cứu tác động của cung tiền trong CSTT đến đầu tư trong doanh nghiệp**

Chúng tôi dựa theo nghiên cứu về mô hình đo lường tác động của cung tiền đến đầu tư của Bond và Meghir (1994), đồng thời dựa theo mô hình của nhóm tác giả Xingquan Yang, Liang Han, Wanli Li, Xingqiang Yin, Lin Tian (2017) sử dụng trong bài nghiên cứu “Chính sách tiền

tệ, nắm giữ tiền mặt và đầu tư: Bằng chứng thực nghiệm đến từ Trung Quốc” (Monetary policy, cash holding and corporate investment: Evidence from China):

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Invest_{i,t-1} + \beta_2 MP_{t-1} + \beta_3 \sum Z_{n,i,t-1} + \lambda_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó:

i: tượng trưng cho những doanh nghiệp mẫu

t: năm

$\lambda_i$ : những tác động riêng lẻ

$\varepsilon$ : độ sai sót

$\beta$ : hệ số

$Invest_{i,t}$ : đầu tư của doanh nghiệp i năm t

$Invest_{i,t-1}$ : đầu tư của doanh nghiệp i năm t-1

$MP_{t-1}$ : cung tiền năm t-1

### 3.2. Nghiên cứu tác động của dòng tiền đến đầu tư trong doanh nghiệp

Mô hình nghiên cứu dựa vào mô hình của tác giả *Palani-Rajan Kadapakkam*,

*P.C. Kumar, Leigh A. Riddick (1998)* trong bài nghiên cứu “*The impact of cash flows and firm size on investment: The international evidence*”

$$\frac{Invest_{i,t}}{N_{i,t-1}} = \frac{\beta_1 CF_{i,t}}{N_{i,t-1}} + \frac{\beta_2 Cash_{i,t-1}}{N_{i,t-1}} + \beta_3 Q_{i,t-1} + \frac{\beta_4 Doanhthuthuan_{i,t-1}}{N_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó:

$\frac{Invest_{i,t}}{N_{i,t-1}}$ : đại diện cho đầu tư của công ty, là tỷ lệ đầu tư TSCĐ trong năm so với giá trị TSCĐ thuần đầu năm của công ty, gọi tắt là *biến đầu tư*.

$\frac{CF_{i,t}}{N_{i,t-1}}$ : đại diện khả năng công ty tạo ra dòng tiền trong một năm, là tỷ lệ dòng tiền trong năm so với giá trị TSCĐ thuần đầu năm, gọi tắt là *biến dòng tiền*.

$\frac{Cash_{i,t-1}}{N_{i,t-1}}$ : là tỷ lệ tiền và các khoản tương đương tiền đầu năm trên giá trị TSCĐ thuần đầu năm, gọi tắt là *biến tiền nắm giữ*.

$Q_{i,t-1}$ : giá trị hệ số q của Tobin tại thời điểm đầu năm, gọi tắt là *biến hệ số Q*.

$\frac{Doanhthuthuan_{i,t-1}}{N_{i,t-1}}$ : tỷ lệ doanh thu thuần năm trước trên giá trị TSCĐ thuần đầu năm, gọi tắt là *biến doanh thu*.

$\varepsilon_{i,t}$ : sai số

#### 3.2.3. Phân nhóm doanh nghiệp theo quy mô

Nhóm nghiên cứu chúng tôi sử dụng ba chỉ tiêu để phân nhóm quy mô doanh nghiệp: Hệ số Q, doanh thu thuần và chỉ tiêu tổng tài sản. Sau đó lần lượt phân nhóm và chạy mô hình theo từng chỉ tiêu để xét xem kết quả chạy trên ba chỉ tiêu có giống nhau không hay có sự khác biệt về chỉ tiêu dùng để đại diện cho quy mô.

Chúng tôi có mẫu là 250 công ty lấy dữ liệu trong vòng 10 năm. Đầu tiên, cứ với mỗi chỉ tiêu, chúng tôi tìm giá trị trung bình của chỉ tiêu đó của mỗi công ty trong vòng 10 năm. Sau đó tìm trung vị của chỉ tiêu đó trong 250 công ty. Từ đó phân ra: nhóm doanh nghiệp nào có chỉ tiêu trên số trung vị thì được xếp vào nhóm doanh nghiệp có quy mô lớn, nhỏ hơn số trung vị thì được xếp vào nhóm doanh nghiệp có quy mô nhỏ.

## 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Bài nghiên cứu được thực hiện bởi hai mô hình chính:

**Mô hình 1:** Nghiên cứu tác động của CSTT cung tiền mở rộng đến đầu tư của doanh nghiệp.

**Mô hình 2:** Nghiên cứu tác động của dòng tiền đến đầu tư trong doanh nghiệp.

### 4.1. Kết quả hồi quy cho toàn bộ mẫu

**Bảng 4.1: Thống kê các biến được sử dụng để kiểm định trong bài nghiên cứu**

Biến	Obs	Mean	Std.Dev	Min	Max
Invest	2750	73.275574	2828.286	0	136045.8
MP	2750	112.1366	19.59663	79.2367	151.0947
S	2750	26.53337	5.002883	0	32.82648
Q	2750	547.7386	20115.94	0	805440.8
Lev	2750	0.4728379	0.2499534	0	1
Roa	2750	0.0665066	0.1375101	-1.5874	3.4
T	2750	0.2551115	0.5036074	0	23.34127
Growth	2750	0.7006606	26.70394	-803.4418	1099.696
Doanhthuthuan	2618	1800000000000	4960000000000	258000000	73400000000000
Cash	2748	4060000000000	9520000000000	0	496000000000000
CF	2750	-1620000000000	9470000000000	-3440000000000000	4850000000000000

**4.2. Kết quả hồi quy mẫu về tác động của CSTT mở rộng đến đầu tư**

**Bảng 4.4** trình bày kết quả hồi quy sự tác động của CSTT cung tiền mở rộng đến đầu tư với biến phụ thuộc là biến đầu tư (Invest) thông qua bốn mô hình: Pooled OLS, FEM, REM và GMM, các biến độc lập dùng để giải thích cho biến đầu tư (Invest) lần lượt là các biến: MP, Lev, S, Roa, Q, T, Growth, trong đó biến MP là biến giải thích chính và quan trọng nhất cho mục đích nghiên cứu của đề tài.

**Bảng 4.4: Kết quả hồi quy sự tác động của CSTT CUNG tiền mở rộng đến đầu tư**

Invest	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4
	Pooled OLS	FE	RE	System GMM
MP	0.504 (-0.5711737)	0.451 (-0.6836043)	0.504 (-0.5711737)	0.058* (0.8546331)
Lev	0.625 (-34.25557)	0.348 (-110.0149)	0.625 (-34.25557)	0.087* (49.69802)
S	0.645 (1.699131)	0.419 (3.657795)	0.645 (1.699131)	0.018** (-13.69331)
Roa	0.995 (-0.7834284)	0.964 (6.300236)	0.995 (-0.7834284)	0.385 (51.8322)
Q	0.000*** (0.1345481)	0.000*** (0.1353923)	0.000*** (0.1345481)	0.000*** (0.1687338)
T	0.968 (-1.27182)	0.936 (-2.928004)	0.968 (-1.27182)	0.352 (-17.29324)
Growth	0.992 (-0.0058518)	0.675 (-0.2729514)	0.992 (-0.0058518)	0.198 (-0.3502424)
_Cons	0.748	0.791	0.748	0.044
AR1				0.000



AR2				0.231
Sargan test (iv)				0.376

(Với \*, \*\*, \*\*\* lần lượt có ý nghĩa tại mức 1%, 5%, 10% và phần số trong ngoặc là coef thể hiện tác động cùng chiều hay ngược chiều)

Đầu tiên, xét trên mô hình Pooled OLS, theo kết quả từ bảng thì chỉ có biến Q có ý nghĩa thống kê với P\_value = 0.000 (mức ý nghĩa 1%), biên giải thích chính MP không có ý nghĩa thống kê với P\_value = 0.504. Các biến hồi quy còn lại cũng đều không có ý nghĩa thống kê. Chúng tôi nghi ngờ rằng có vấn đề nội sinh trong mô hình.

Sau khi tiếp tục kiểm định với hai mô hình FEM và REM thì một lần nữa biên giải thích quan trọng MP không có ý nghĩa thống kê với P\_value lần lượt là 0.451 và 0.504. Biến Q tiếp tục có ý nghĩa thống kê với P\_value = 0.000 (mức ý nghĩa 1%), các biến còn lại đều không có ý nghĩa thống kê.

Phương pháp kiểm định cuối cùng mà nhóm chúng tôi sử dụng là GMM. Theo như kết quả hồi quy ở bảng 4.4, kết quả có được hoàn toàn đúng với kỳ vọng mà chúng tôi đặt ra.

Xét biên giải thích chính MP, biến có ý nghĩa thống kê với P\_value = 0.058 (mức ý nghĩa 10%). Chứng tỏ CSTT mở rộng có tác động đến đầu tư, tuy nhiên mức tác động này là không lớn lắm. Đặc biệt, coef = 0.3160819, mang dấu dương, chứng tỏ CSTT cung tiền mở rộng và đầu tư có tương quan cùng chiều, hay nói cách khác, khi NHTW áp dụng CSTT mở rộng, đầu tư của các doanh nghiệp sẽ tăng. Như vậy, giả thiết 1 mà nhóm tác giả chúng tôi đặt ra là đúng.

Tiếp tục xét đến các biến giải thích khác trong mô hình:

Biến Lev có ý nghĩa thống kê với P\_value = 0.087 (mức ý nghĩa 10%), coef = 49.69802, cho biết đòn bẩy tài chính có tác động đến đầu tư. Cụ thể, đòn bẩy tài chính càng mạnh thì đầu tư càng được gia tăng.

Biến S có ý nghĩa thống kê với P\_value = 0.018 (mức ý nghĩa 5%), coef = -13.69331, cho biết quy mô doanh nghiệp và đầu tư có tương quan ngược chiều. Tức là, khi quy mô doanh nghiệp càng lớn, doanh nghiệp sẽ giảm đầu tư tài sản cố định để tập trung vào các lĩnh vực đầu tư khác.

Biến Q có ý nghĩa thống kê với P\_value = 0.000 (mức ý nghĩa 1%), coef = 0.1687338. Điều này giải thích rằng giá trị thị trường có tác động rất mạnh đến đầu tư của doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp có giá trị thị trường càng lớn, doanh nghiệp sẽ càng đẩy mạnh việc đầu tư.

Các biến còn lại gồm Roa, T và Growth đều không có ý nghĩa thống kê.

#### 4.3. Hồi quy mẫu về tác động của dòng tiền đến đầu tư

Kết quả hồi quy về tác động của dòng tiền đến đầu tư với biến phụ thuộc là biến đầu tư (Invest) thông qua bốn mô hình: Pooled OLS, FEM, REM và GMM, các biến độc lập dùng để giải thích cho biến đầu tư (Invest) lần lượt là các biến: CF, Cash, Q và Doanhthuthuan (**Bảng 4.7**).

Xét trên mô hình Pooled OLS, theo kết quả từ bảng thì chỉ có biến Q có ý nghĩa thống kê với P\_value = 0.000 (mức ý nghĩa 1%), các biến hồi quy còn lại cũng không có ý nghĩa thống kê.

Tiếp theo, nhóm tác giả chúng tôi chuyển qua sử dụng phương pháp FEM (Fixed Effects) và REM (Random Effects) để đánh giá tác động của các biến giải thích lên biến phụ thuộc (Invest). Tuy nhiên, các biến trong mô hình lại tiếp tục không có ý nghĩa thống kê ngoại trừ biến Q (mức ý nghĩa 1%).

GMM là phương pháp hồi quy cuối cùng mà nhóm chúng tôi sử dụng để kiểm định tác động của dòng tiền đến đầu tư. Lúc này kết quả đạt được đã đúng như kỳ vọng.

Biến dòng tiền (CF) với P\_value = 0.06 (mức ý nghĩa 5%), hệ số coef mang dấu dương, chứng tỏ dòng tiền nội bộ và đầu tư có tương quan cùng chiều. Tức là, dòng tiền nội bộ càng nhiều thì hoạt động đầu tư càng mạnh.

Biến kiểm soát Q Tobin lại tiếp tục có ý nghĩa thống kê lớn với P\_value = 0.000 (mức ý nghĩa 1%), hệ số coef mang dấu dương, cho biết giá trị thị trường của doanh nghiệp là yếu tố có tác động lớn đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp.

Doanh thu thuần (Doanhthuthuan) cũng có tác động cùng chiều với đầu tư (Invest) với ý nghĩa thống kê P\_value = 0.023 (mức ý nghĩa 5%). Như vậy nhóm tác giả chúng tôi có cùng kết

quả nghiên cứu với nghiên cứu từ trước của Palani-Rajan Kadapakkam, P.C. Kumar, Leigh A. Riddick (1998) trong bài nghiên cứu “Tác động của dòng tiền và quy mô lên đầu tư: bằng chứng quốc tế” (The impact of cash flows and firm size on investment: The international evidence).

Biến Cash là biến duy nhất trong mô hình không có ý nghĩa thống kê với P\_value = 0.668. Điều này cho thấy rằng, ở Việt Nam, đầu tư không nhạy cảm với dòng tiền nội bộ. Tức là việc nắm giữ tiền không ảnh hưởng nhiều đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp.

**Bảng 4.7: Kết quả hồi quy về tác động của dòng tiền đến đầu tư**

Invest	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4
	Pooled OLS	FE	RE	System GMM
CF	0.749 (5.47e-13)	0.743 (6.28e-13)	0.749 (5.47e-13)	0.006*** (9.39e-11)
Cash	0.999 (-3.14e-15)	0.969 (7.47e-14)	0.999 (-3.14e-15)	0.668 (9.95e-12)
Q	0.000*** (0.1345012)	0.000*** (0.1353395)	0.000*** (0.1345012)	0.000*** (0.1354203)
Doanhthuthuan	0.874 (5.33e-13)	0.856 (8.60e-13)	0.874 (5.33e-13)	0.023** (5.17e-11)
_Cons	0.748	0.903	0.942	0.072
AR1				0.000
AR2				0.998

**Bảng 4.8: Kết quả hồi quy theo giá trị thị trường của doanh nghiệp**

Quy mô	Nhỏ		Lớn	
	Coef	P-value	Coef	P-value
CF	-9.21e-14	0.037**	2.92e-10	0.000***
Cash	1.08e-14	0.448	4.59e-10	0.000***
Q	1.140419	0.000***	0.1371686	0.000***
Doanhthuthuan	-9.51e-14	0.000***	1.81e-11	0.421

(Với \*, \*\*, \*\*\* lần lượt có ý nghĩa tại mức 1%, 5%, 10% và phần số trong ngoặc là coef thể hiện tác động cùng chiều hay ngược chiều)

Ở nhóm doanh nghiệp lớn, các biến CF, Cash và Q đều có ý nghĩa rất cao với P\_value = 0.000 (mức ý nghĩa 1%), hệ số coef đều mang dấu dương. Cho thấy dòng tiền nội bộ, tiền nắm giữ và giá trị thị trường có tác động cùng chiều với đầu tư. Đặc biệt, nhóm doanh nghiệp lớn rất đề cao vai trò của việc nắm giữ tiền đối với đầu tư.

Đối với nhóm doanh nghiệp nhỏ, việc nắm giữ tiền không ảnh hưởng gì tới đầu tư của doanh nghiệp. Biến Q có ý nghĩa thống kê lớn và có tương quan cùng chiều với biến Invest. Riêng hai biến CF và Doanhthuthuan có ý nghĩa thống kê cao nhưng lại tương quan ngược chiều với đầu tư, lý giải rằng với nhóm công ty này, khi dòng tiền nội bộ càng lớn và doanh thu càng cao, doanh nghiệp sẽ giảm việc đầu tư tài sản cố định và tập trung cho những doanh mục đầu tư khác.

**Bảng 4.9: Kết quả hồi quy theo chỉ tiêu doanh thu thuần**

Quy mô	Nhỏ		Lớn	
	Coef	P-value	Coef	P-value
CF	5.61e-14	0.684	1.82e-10	0.048**
Cash	-4.59e-15	0.638	2.98e-10	0.109*
Q	-0.0004744	0.996	0.1363119	0.000***
Doanhthuthuan	-4.17e-14	0.169	2.26e-11	0.545

(Với \*, \*\*, \*\*\* lần lượt có ý nghĩa tại mức 1%, 5%, 10% và phần số trong ngoặc là coef thể hiện tác động cùng chiều hay ngược chiều)

Khi hồi quy theo chỉ tiêu doanh thu thuần, tất cả các biến của nhóm doanh nghiệp nhỏ đều không có ý nghĩa thống kê. Nhóm doanh nghiệp lớn tiếp tục có ý nghĩa thống kê với các biến CF, Cash và Q. Cho thấy dòng tiền nội bộ, tiền nắm giữ và giá trị thị trường luôn có tương quan cùng chiều với đầu tư của doanh nghiệp có quy mô lớn dù xét trên quy mô theo giá trị thị trường hay quy mô theo doanh thu thuần.

**Bảng 4.10: Kết quả hồi quy theo chỉ tiêu tổng tài sản**

Quy mô	Nhỏ		Lớn	
	Coef	P-value	Coef	P-value
CF	4.74e-14	0.448	2.05e-10	0.001***
Cash	-7.99e-15	0.495	3.35e-10	0.004**
Q	0.0033946	0.975	0.1363422	0.000***
Doanhthuthuan	-5.99e-14	0.106	9.62e-12	0.645

(Với \*, \*\*, \*\*\* lần lượt có ý nghĩa tại mức 1%, 5%, 10% và phần số trong ngoặc là coef thể hiện tác động cùng chiều hay ngược chiều)

Khi hồi quy theo chỉ tiêu tổng tài sản, một lần nữa nhóm doanh nghiệp có quy mô lớn đều có ý nghĩa thống kê với các biến CF, Cash và Q, cả ba biến này đều có tương quan cùng chiều với đầu tư, khẳng định chắc chắn rằng khi dòng tiền nội bộ tăng, tiền nắm giữ càng nhiều và giá trị thị trường của doanh nghiệp càng lớn, nhóm doanh nghiệp có quy mô lớn càng đẩy mạnh đầu tư tài sản cố định nhiều hơn.

Riêng nhóm doanh nghiệp có quy mô nhỏ không có ý nghĩa hồi quy khi sử dụng phân nhóm theo chỉ tiêu tổng tài sản.

## 5. KẾT LUẬN VÀ ĐƯA RA KIẾN NGHỊ

### 5.1. Kết luận

Với nghiên cứu thứ nhất về tác động của CSTT cung tiền mở rộng đến đầu tư, kết quả nghiên cứu cho thấy khi NHTW áp dụng CSTT cung tiền mở rộng, đầu tư của các doanh nghiệp tăng lên. Điều này giải thích cho việc đầu tư của các doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn huy động từ bên ngoài. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu vẫn cho thấy CSTT cung tiền mở rộng không tác động quá lớn đến đầu tư của doanh nghiệp, cho thấy ngoài yếu tố vĩ mô, đầu tư của doanh nghiệp còn chịu nhiều tác động bởi các yếu tố từ bên trong doanh nghiệp.

Để chứng minh điều đó, nhóm nghiên cứu chúng tôi đã tiến hành nghiên cứu thêm về tác động của dòng tiền nội bộ đến đầu tư của doanh nghiệp. Đồng thời đưa các yếu tố như tiền nắm giữ, giá trị thị trường và doanh thu thuần vào bài nghiên cứu để kiểm tra xem liệu những yếu tố bên trong này tác động đến đầu tư của doanh nghiệp như thế nào. Đúng với kỳ vọng đã đặt ra và trùng khớp với nghiên cứu gốc đi trước của Kaplan và Zingales (1997), dòng tiền nội bộ có tác động đến đầu tư, cho thấy khi doanh nghiệp kinh doanh càng hiệu quả càng gia tăng đầu tư vào tài sản cố định nhằm mở rộng thêm quy mô kinh doanh. Ngoài ra, việc phân nhóm quy mô doanh nghiệp đã cho thấy nhóm doanh nghiệp có quy mô lớn có mức độ nhạy cảm với dòng tiền nội bộ lớn hơn so với nhóm doanh nghiệp có quy mô nhỏ.

Tổng kết qua hai mô hình nghiên cứu, nhóm chúng tôi đưa ra kết luận rằng đầu tư của doanh nghiệp luôn chịu tác động bởi yếu tố vĩ mô lẫn yếu tố bên trong doanh nghiệp. Trong đó, yếu tố vĩ mô là yếu tố cốt lõi nhất và mang tính quyết định nhất.

### 5.2. Kiến nghị

CSTT có vai trò vô cùng quan trọng đối với nền kinh tế. Nghiên cứu cho thấy CSTT mở rộng tác động làm đầu tư tăng, tuy nhiên không phải lúc nào CSTT này cũng lý tưởng khi càng mở rộng lạm phát càng tăng và thực tế giá trị của đồng tiền ngày càng giảm. Ngoài ra, sự phụ thuộc vào nguồn tài chính bên ngoài của các doanh nghiệp ngày càng lớn, lãi vay gây nguy cơ phá sản

ngày càng cao và nợ xấu ngày càng tăng. Nghiên cứu không nhằm đề cao CSTT mở rộng mà với mục đích đo lường mức độ tác động và chiều hướng tác động đến đầu tư như thế nào. Từ đó NHTW có thể xem xét kết hợp với tình hình kinh tế - xã hội để điều chỉnh CSTT sao cho tốt nhất.

Sự phụ thuộc vào nguồn vốn vay từ bên ngoài của các doanh nghiệp có quy mô nhỏ là điều dễ hiểu. Tuy nhiên, nhóm doanh nghiệp quy mô nhỏ cần đề cao vai trò của việc nắm giữ tiền đến đầu tư nhằm hạn chế các rủi ro từ lãi vay, đồng thời có thể kịp phản ứng lại với nền kinh tế khi thị trường biến động. Diễn biến của nền kinh tế được ví như đồ thị parabol, tức việc tăng trưởng và suy thoái sẽ diễn ra theo từng thời kỳ và đây là điều tất yếu. Chính vì vậy, việc chuẩn bị trước để phản ứng kịp thời trước những biến động là điều vô cùng quan trọng giúp doanh nghiệp sống còn và phát triển.

### **5.3. Hạn chế của đề tài**

Đây là một lĩnh vực mang tính vĩ mô, việc nghiên cứu phải đi sâu vào từng nhóm công ty mới có thể có cái nhìn tổng quan nhất cho vấn đề này. Đặc biệt đối với một nền kinh tế nhỏ như Việt Nam, đa phần doanh nghiệp thuộc quy mô vừa và nhỏ. Mẫu nghiên cứu nhóm chúng tôi sử dụng là những doanh nghiệp được niêm yết trên sàn chứng khoán, tức những doanh nghiệp này đều là những doanh nghiệp có vị trí tốt trong nền kinh tế Việt Nam. Chính vì vậy, bài nghiên cứu không thể bao quát hết cả những doanh nghiệp gặp nhiều hạn chế về mặt tài chính, đặc biệt là các doanh nghiệp ở những vùng nông thôn, vùng khó khăn về mặt kinh tế.

Dữ liệu sử dụng cho bài nghiên cứu do chính nhóm tác giả tự thu thập và xử lý nên không tránh khỏi những sai sót. Một số công ty dữ liệu không được đầy đủ, đặc biệt là dữ liệu năm 2006.

### **5.4. Đề xuất hướng nghiên cứu tiếp theo**

Từ những hạn chế của đề tài, nhóm nghiên cứu đề xuất nghiên cứu riêng về CSTT tác động đến đầu tư, mẫu nghiên cứu mở rộng ra nhiều doanh nghiệp hơn và xét tác động lên từng nhóm doanh nghiệp: doanh nghiệp quy mô lớn, doanh nghiệp quy mô vừa, doanh nghiệp quy mô khá nhỏ và nhóm doanh nghiệp gặp nhiều hạn chế về mặt tài chính (doanh nghiệp nhỏ, doanh nghiệp vùng nông thôn,...). Vì đây là vấn đề mang tính vĩ mô nên nghiên cứu cần đầu tư và chuyên sâu hơn.

Nhóm tác giả đề xuất thêm về nghiên cứu tầm quan trọng của tiền nắm giữ trong doanh nghiệp. Vì đề tài nhóm chúng tôi tập trung nghiên cứu về tác động của dòng tiền nội bộ đến đầu tư nên biến Cash (tiền nắm giữ) chỉ là một biến phụ, chưa thể đi sâu được vào vấn đề. Việc nghiên cứu vai trò của tiền nắm giữ đối với đầu tư là vô cùng cần thiết, tuy nhiên ở Việt Nam rất ít quan tâm nghiên cứu về vấn đề này trong khi ở nhiều quốc gia Châu Âu và Châu Mỹ những bài nghiên cứu này rất được quan tâm. Trung Quốc gần đây cũng đã xuất hiện một số đề tài liên quan đến chủ đề tiền nắm giữ trong doanh nghiệp. Nhóm tác giả chúng tôi hi vọng đề tài này ở Việt Nam sẽ được mở rộng hơn.

## **TÀI LIỆU THAM KHẢO**

- [1] ALLEN, F., QUIAN, J., QUIAN. M. 2005. Law, finance and economic growth in China. *Journal of Financial Economics*, 77(1), 57-116.
- [2] ATHEY, M.J., LAUMAS, P. 1994. Internal funds and corporate funds in India. *Journal of Development Economics*, 45: 287- 303.
- [3] BERGER, A., HASAN, I., ZHOU, M. 2009. Bank ownership and efficiency in China: What will happen in the world's largest nation? *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 113-130.
- [4] BOND, S., MEGHIR, C. 1994. Dynamic investment models and the firm's financial policy. *Review of Economic Studies*, 61(2), 197-222.
- [5] BRAINARD, W. AND J. TOBIN. 1968. Pitfalls in financial model-building. *American Economic Review*, 58:99-122.



- [6] CHIRINKO R.S., SCHALLER, H. 1995. Why does liquidity matter in investment equations?. *Journal of Money, Credit and Banking*, 27 (2) : 527-548.
- [7] DEVEREUX, M., SCHIANTARELLI. 1990. Investment, Financial factors, and cash flow: evidence from UK panel data. In: Hubbard, R.G. (Ed.), *Asymmetric*
- [8] KASHYAP, A.K., STEIN, J.C. 1993. Monetary policy and bank lending. *American Economic Review*, 83(11), 2077-2092.

# BẤT CÂN XỨNG THÔNG TIN VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP: THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM

SV: Dương Trọng An, Nguyễn Thành Quan,  
Hồ Thị Thu Phương, Lê Thị Trà My  
Trường ĐH Ngân Hàng TP.HCM  
GVHD: ThS. Huỳnh Lưu Đức Toàn  
Tam Nguyen, PhD, ACCA, CPFA, CPA;

## TÓM TẮT

Sự bất cân xứng thông tin (BCXTT) và giá trị doanh nghiệp có mối quan hệ tác động lẫn nhau. Trên thế giới đã có nhiều nghiên cứu cho rằng BCXTT sẽ làm giảm giá trị của doanh nghiệp, tuy nhiên ở nước ta hiện nay chưa có nhiều nghiên cứu đề cập đến vấn đề trên. Bởi vì cách xác định biến BCXTT khá phức tạp, chưa có một quy chuẩn nào để xác định BCXTT. Nghiên cứu này đánh giá mức độ tác động của BCXTT theo nghiên cứu mới nhất của Korkeamäki (2014) và Fosu (2016) đến giá trị doanh nghiệp trong điều kiện có đòn bẩy của 250 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2008 đến hết quý 2 năm 2017. Nhóm tác giả sử dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất Pooled OLS, GMM một bước để đánh giá mức độ ảnh hưởng của BCXTT đến giá trị của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng tài sản, quy mô, tốc độ tăng trưởng, và BCXTT có ý nghĩa thống kê đối với giá trị của doanh nghiệp. Nhóm nghiên cứu cũng nhận thấy rằng BCXTT có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp.

**Từ khóa:** BCXTT, đòn bẩy, giá trị doanh nghiệp, GMM một bước.

**ABSTRACT:** The asymmetric information (Asy) and enterprise value relationship of mutual influence. The world has researched on asymmetric information several times, which will reduce the value of business. However, our country today does not have many studies on the issues mentioned. Because of defining asy variables complexly, no regulations to determine asy all. This study assessed the impact of the asy based on the latest researches by Korkeamäki (2016) and Fosu (2016) on value-added enterprises in the leverage of 250 companies listed on the stock market from 2008 to the end of quarter 2/2017. The authors used the least squares method of Pooled OLS (Ordinary Least Square Pooled) GMM one-step (or difference-GMM) to evaluate the influence of Asy to value the business. The research shows that asset size, growth rate and asy has significant value for the business. The research team also found that asy also has a negative impact to the enterprise value.

**Keywords:** Asymmetry Information, Leverage, Firm Value, GMM-1-step.

## 1. Giới thiệu đề tài

Mối quan hệ giữa BCXTT và giá trị doanh nghiệp đã được nghiên cứu tại nhiều quốc gia trên thế giới, đặc biệt là ở các quốc gia phát triển. Theo nghiên cứu của tác giả Samuel Fosu và cộng sự (2016), đã phân tích tác động của BCXTT tới giá trị doanh nghiệp trong giai đoạn trước và sau khủng hoảng cùng với cơ hội tăng trưởng khác nhau. Kết quả cho thấy rằng BCXTT ảnh hưởng tiêu cực tới giá trị của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Sudha Krishnaswami và cộng sự (1999) nói rằng những doanh nghiệp có mức độ BCXTT càng lớn thì càng phụ thuộc vào nợ tư nhân. Hay nghiên cứu của Myer (1984), Myer và Mailuf (1984) cho rằng khi ban lãnh đạo của doanh nghiệp có nhiều thông tin hơn về các dự định thực hiện trong tương lai so với các nhà đầu tư bên ngoài thì họ sẽ huy động nguồn tài trợ từ bên ngoài để giảm chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Vì vậy mà BCXTT góp phần đưa ra nhiều quyết định tài chính cho doanh nghiệp.

Ở Việt Nam đã có vài nghiên cứu về BCXTT như đề tài của Lê An Khang (2008) chỉ xem xét các yếu tố gây ra BCXTT và đề ra giải pháp giúp nhà đầu tư có các quyết định hợp lý. Nghiên cứu của TS. Nguyễn Việt Dũng (2008), cũng chỉ tập trung vào phân tích tác động của thông tin trên báo cáo tài chính. Và gần đây là công trình nghiên cứu của sinh viên trường Đại học Ngoại thương (2014). Trọng tâm của bài nghiên cứu là trả lời cho câu hỏi nghiên cứu là “Việc công bố

thông tin có mối liên hệ với chi phí vốn cổ phần hay không?”. Để trả lời câu hỏi này nhóm tác giả đã sử dụng phương pháp mô hình lợi nhuận thặng dư (RIM) để ước tính chi phí vốn cổ phần của doanh nghiệp và xây dựng mô hình kinh tế lượng để đo lường mức độ ảnh hưởng của BCXTT đến chi phí vốn cổ phần. Đồng thời thông qua nhiều nghiên cứu, nhận thấy tầm quan trọng của việc hạn chế ảnh hưởng của BCXTT trong giao dịch nên tác giả tiến hành thực hiện đề tài này.

## 2. Cơ sở lý thuyết

### 2.1. Tổng quan các lý thuyết về thông tin bất cân xứng

#### 2.1.1. Các quan điểm cổ điển của Akerlof, Spence và Stiglitz

Quan điểm về BCXTT (Asymmetric information) được đề xuất lần đầu vào những năm 1970 từ nghiên cứu của Akerlof đối với thị trường chứng khoán. Và vào năm 2001 thì ông đã được trao tặng giải Nobel kinh tế cùng với Michael Spence và Joseph Stiglitz.

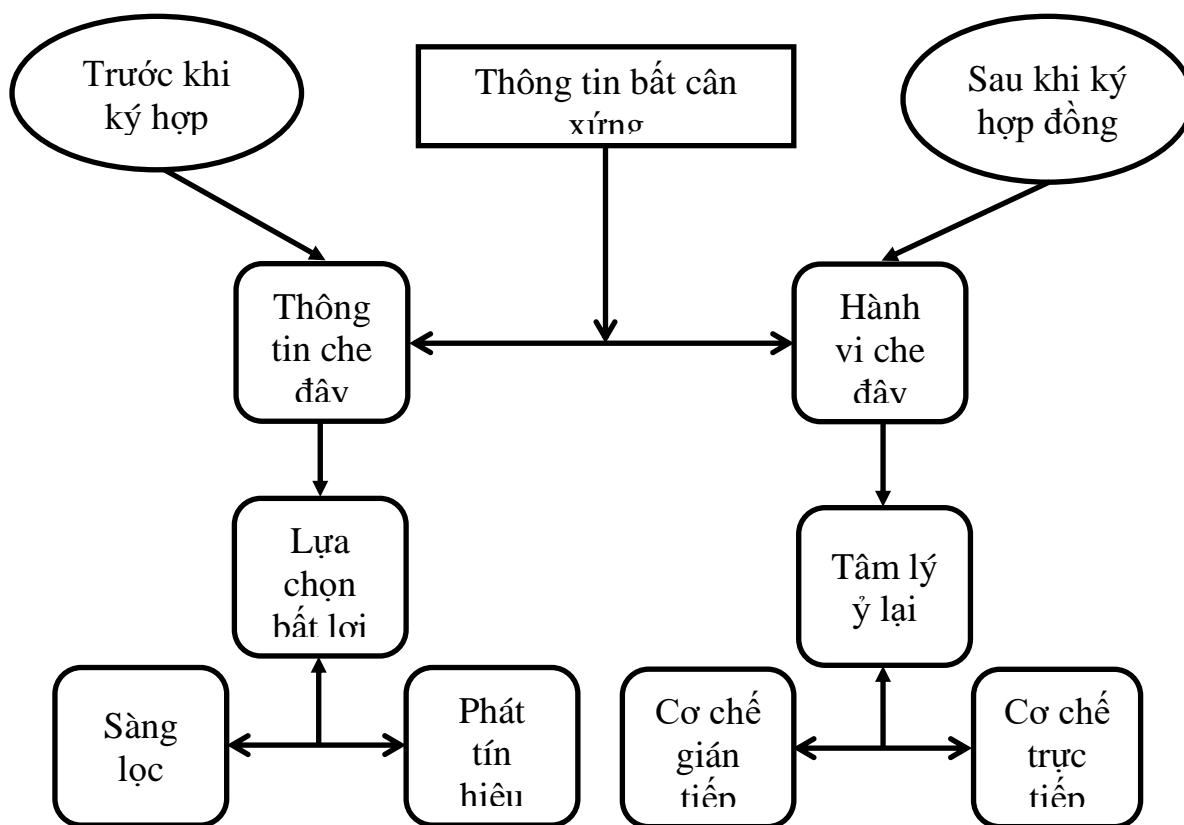
*Lý thuyết thị trường quả chanh:* Akerlof (1970) đã công bố *lý thuyết thị trường quả chanh*. Theo quan điểm của ông “quả chanh” là thuật ngữ dùng để chỉ các sản phẩm cũ và kém chất lượng; cụ thể tại thị trường mua bán, trao đổi ô tô cũ. Đóng góp quan trọng của nghiên cứu này chính là *lựa chọn đối nghịch*, khi tâm lý chi tiêu của khách hàng trở nên đắn đo đối với các quyết định mua sắm đặc biệt với các sản phẩm mà người bán cho là chất lượng tốt. Chính lúc này các quả chanh đã giết chết lòng tin của khách hàng thông qua cơ chế BCXTT khiến cho các sản phẩm tốt cũng khó tồn tại, dần dần thải khỏi thị trường.

*Lý thuyết phát tín hiệu & lý thuyết cơ chế sàng lọc:* để bổ sung cho học thuyết của Akerlof thì Spence (1973) cho rằng để có thể phân biệt các sản phẩm tốt với các “quả chanh” thì cần có một cơ chế nhận biết, chính là *cơ chế phát tín hiệu*. Cụ thể, xét trên thị trường lao động thì bằng cấp là yếu tố được xem là cơ chế phát tín hiệu tốt nhất, hay tại thị trường chứng khoán, thì việc chi trả cổ tức là một tín hiệu tốt. Stiglitz (1974) đã bổ sung một biện pháp khác đó là *cơ chế sàng lọc* với mục tiêu là giúp các cá nhân sử dụng thông tin hiệu quả hơn. Ví dụ, các doanh nghiệp bảo hiểm sẽ cung cấp các hợp đồng cùng với nhiều mức bồi thường, quyền lợi khác nhau; nếu các khách hàng có mức độ chấp nhận rủi ro thấp thì sẽ có nhu cầu ưu tiên các hợp đồng giá rẻ hơn và ngược lại.

#### 2.1.2. Quan điểm về “Lý thuyết hợp đồng”

Theo các tài liệu học thuật trước đây thì hợp đồng sẽ được viết ra và ký kết bởi vì còn tồn tại chi phí giao dịch, rào cản thông tin hoặc là vì các tiêu chuẩn còn thiếu sót ngăn cản thị trường hoạt động tốt (Corinne Alexander et al, 2012). Zhigang Shou (2016) đã cho rằng hai yếu tố làm hạn chế tính hiệu quả của hợp đồng chính là minh bạch thông tin và thực thi pháp luật. Khi thực hiện một hợp đồng thì các bên sẽ đàm phán với nhau để đảm bảo lợi ích thương mại, nếu hợp đồng đáng tin cậy thì người mua không có nhu cầu đàm phán lại và dẫn đến không hiệu quả với các thỏa thuận (Fabian Herweg et al, 2018). Chấp nhận quan điểm của Stiglitz (1974) về *cơ chế sàng lọc* và các tính chất pháp lý khác thì nhóm tác giả đề xuất hợp đồng chính là một biện pháp hợp lý và hiệu quả để có thể giải quyết vấn đề về BCXTT.

Thông qua các yếu tố đã đề cập thì bất cân xứng thông tin có thể được hiểu là trong thương mại khi mà một bên hoặc cả hai đều che giấu đi các thông tin để việc định giá trở nên không tương xứng với giá trị thật, điều này khiến cho việc giao dịch trở nên khó đoán hơn. Đồng thời, BCXTT dẫn đến tình trạng thị trường chỉ còn lại những “quả chanh”, hàng hóa tốt bị loại bỏ dẫn đến sự *lựa chọn đối nghịch*, gây ra *rủi ro đạo đức*. Bên cạnh các ảnh hưởng xấu đó thì cơ chế sàng lọc hay các hợp đồng thương mại (theo quan điểm sàng lọc của Stiglitz, 1974) thì ta có thể hạn chế được ảnh hưởng của BCXTT.



**Hình 1: Sơ đồ tóm tắt mô hình thông tin bất cân xứng (Nguồn: Nguyễn Trọng Hoài -2006)**  
**2.2. Các tác động của BCXTT tới thị trường kinh tế**

### 2.2.1. Các hình thái

Katz & Rosen (1998) cho biết có hai dạng BCXTT: Thông tin kín và hành động kín. Thông qua bài nghiên cứu này thì nhóm tác giả sẽ tập trung về ảnh hưởng của BCXTT thông qua việc thông tin bị phản ánh chậm trễ và có liên quan tới giá trị của doanh nghiệp.

Để giải thích về thông tin kín thì ta có thể đề cập đến hình thức *giao dịch nội gián*, khi các nhà nghiên cứu đã cho rằng giao dịch nội gián liên quan đến một mức lợi nhuận đáng kể trong tương lai ở Mỹ (e.g., Lakonishok and Lee, 2001; Seyhun, 1986) và Châu Âu (e.g., Eckbo and Smith, 2002) cũng như là việc các đối tượng bên trong công ty có được những ưu đãi, lợi thế về chi phí trong việc thu thập thông tin ngoài BCTC của chính các công ty đó (e.g., Shleifer and Vishny, 1986). Bên cạnh đó thì các nghiên cứu cũng đã cho rằng giao dịch nội gián có khả năng dự báo các cổ phiếu trong TTCK ở Trung Quốc (e.g., He and Rui, 2016; Zeng and Zhang, 2013).

Bên cạnh hình thức giao dịch nội gián thì không thể không nhắc đến rủi ro do *tin đồn* xuất hiện trên thị trường. Yuan Hu.et.al, (2018) cho biết sự lan truyền của tin đồn sẽ nhanh chóng lan truyền qua các kênh khác nhau, góp phần định hình một quốc gia, gây hoảng loạn và ảnh hưởng đến xã hội; và tin đồn sẽ có ảnh hưởng rất lớn với sự phát triển của khoa học máy tính và công nghệ. Bên cạnh đó thì những tin đồn sai sự thật có thể dẫn đến tổn thất kinh tế hoặc gây nên bất ổn xã hội (e.g., Cheng Pan.et.al, 2018).

Bên cạnh yếu tố thông tin thì những hành động không có tìm hiểu trước theo hình thức hành động kín cũng ảnh hưởng tiêu cực tới thị trường, nhóm tác giả sẽ đưa ra các quan điểm và không chuyên sâu để giải quyết vấn đề. Tiêu biểu của hành động kín chính là rủi ro đạo đức (hay tâm lý ý lại). Vì đây là khía cạnh mới lạ so với năng lực của nhóm nghiên cứu cho nên chúng tôi sẽ không đề cập cụ thể vấn đề này.

### 2.2.2. Các hiệu ứng



### **Sự lựa chọn đối nghịch:**

Lựa chọn đối nghịch được hiểu là những quyết định sai lầm của một bên tham gia giao dịch mà nguyên nhân là do thông tin thu thập được là quá khiêm tốn và thiếu xác thực. Trong hoàn cảnh đó, các nhà đầu tư phải chấp nhận mua cổ phiếu ở mức giá không tương xứng với uy tín và vị thế của nó. Điều này có thể được lý giải thông qua cơ chế định giá của các loại cổ phiếu: Có hai hình thức định giá phổ biến bao gồm (1) định giá theo giá trị tài sản và (2) định giá theo dòng cổ tức.

*Đối với phương pháp định giá theo giá trị tài sản:* các nhà đầu tư chỉ cần ước tính giá cổ phiếu thông qua việc lấy giá trị tài sản của doanh nghiệp chia cho tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành.

Theo *phương pháp định giá cổ phiếu thông qua dòng cổ tức:* thì mức giá hợp lý sẽ là bằng  $\frac{D_1}{r}$  hoặc  $\frac{D_1}{(r-g)}$  với  $D_1$  là giá trị cổ tức năm sau,  $r$  là mức chiết khấu còn  $g$  là tốc độ tăng trưởng.

Tuy nhiên điểm khó khăn ở hai hình thức định giá này là nguồn thông tin chúng ta có được chưa chắc là đã chính xác và đồng thời thì chính doanh nghiệp mà ta đánh giá lại mới là đối tượng có đầy đủ thông tin nhất, điều này khiến cho các phương pháp định giá là trở nên thất bại. Để có thể hạn chế vấn đề này thì ta có thể thực hiện *biện pháp sàng lọc và phát tín hiệu*.

### **Rủi ro đạo đức hay tâm lý ý lại**

Khác với lựa chọn đối nghịch, rủi ro đạo đức xuất hiện sau giao dịch khi một bên thực hiện những hành động ẩn giấu và có ảnh hưởng đến lợi ích của bên còn lại. Dấu hiệu có thể nhận biết của hiện tượng này là: (1) có sự khác biệt về quyền lợi giữa các bên, (2) có một cơ sở nào đó để các bên có lý do để đồng ý giao dịch và từ đó hình thành mâu thuẫn về quyền lợi, (3) khó khăn trong việc xác định các điều kiện đã được thỏa thuận có được tuân thủ và chấp hành thực hiện hay không. Để hạn chế thiệt hại của hiện tượng này thì có hai biện pháp *giám sát trực tiếp và giám sát gián tiếp*:

### **Bất cân xứng thông tin và chi phí đại diện**

Chi phí đại diện là những chi phí phát sinh do không có sự thống nhất về mặt lợi ích đầu tư của nhà quản lý trong việc thực hiện mục tiêu tối đa hóa giá trị tài sản cổ đông, nguyên nhân phát sinh chi phí này chủ yếu là do việc tồn tại sự không tin tưởng của chủ sở hữu và nhà quản lý.

Khi doanh nghiệp thực hiện thay đổi cấu trúc vốn doanh nghiệp phải chú ý đến viễn cảnh tương lai và hiện tại của mình cũng như các dự định của các giám đốc đến thị trường. Mặc dù ý thức được vấn đề này nhưng không dễ dàng để nhà đầu tư có thể kiểm soát được, bởi trên thực tế còn tồn tại tình trạng thông tin bất cân xứng giữa nhà đầu tư và nhà quản lý.

Bất cân xứng thông tin và chính sách cổ tức của doanh nghiệp

Thực tế việc tăng mức chi trả cổ tức hoặc mua cổ phần quỹ được coi là một thông tin tốt dẫn đến việc tăng giá cổ phiếu, và ngược lại. Theo nghiên cứu của Bhattacha (1979) thì các nhà đầu tư không phản ứng với chính sách cổ tức mà phản ứng với các thông tin chứa đựng bên trong chính sách cổ tức. Việc tăng cổ tức có thể là một tín hiệu cho rằng các nhà quản trị công ty rất lạc quan về thu nhập tương lai của công ty. Vì thế thay đổi trong chính sách cổ tức là một tín hiệu có độ tin cậy cao và ràng buộc trách nhiệm của nhà quản lý của công ty nhiều hơn tín hiệu khác. Từ đó làm thay đổi giá trị thị trường của doanh nghiệp.

### **2.3. Lược khảo các công trình nghiên cứu trước đây**

Botosan và cộng sự (1997) có báo cáo cho rằng chi phí sử dụng của các khoản VCSH sẽ thấp hơn đối với các doanh nghiệp có mức độ công bố thông tin nhiều hơn so với các doanh nghiệp ít công bố thông tin. Dierkens (1991) cho rằng tại thời điểm công bố các vấn đề về vốn cổ phần là khi mức độ BCXTT của doanh nghiệp là tương đối thấp, trong một đề tài gần đây vào năm 2013 thì ông ta cũng đã bổ sung rằng sự phân tán từ dự đoán của các nhà phân tích đã làm tăng BCXTT trước khi xảy ra chi phí vốn.

Ryen, Vasconcellos và cộng sự (1997) cho rằng, cá nhân bên trong nội bộ của doanh nghiệp có nhiều thông tin hơn các nhà đầu tư, nên việc phát hành vốn chủ sở hữu mới sẽ bị định giá thấp. Do đó việc không đối xứng thông tin và mối quan hệ với việc ra các quyết định đầu tư hay

là định giá đã nhận được sự quan tâm trong các tài liệu tài chính (Myers 1984; Myers và Majluf 1984; Botosan 1997; Dierkens 1991; Bharath và cộng sự 2009). Thực tế thì học thuyết trật tự phân hạng (POT) của Myer (1984) Meyer và Majluf (1984) nhận định rằng các chi phí lựa chọn bất lợi phát sinh từ việc không cân xứng thông tin đã dẫn đến kết quả là việc ưu tiên sử dụng nợ tài trợ hơn là tài trợ bằng vốn chủ sở hữu

Sudha Krishnaswami và cộng sự (1999) đã đề cập đến học thuyết về nợ trong cơ cấu vốn, khi ông cũng cho biết rằng các doanh nghiệp với nhiều thông tin thuận lợi về chính giá trị của bản thân và lợi nhuận đạt được trong tương lai có thể dựa vào nợ tư thay vì nợ công, điều này cũng cho thấy rằng các doanh nghiệp thường có xu hướng thích các loại chứng khoán có ít sự nhạy cảm với BCXTT.

Drobetz và cộng sự (2010) lại có nhận xét cho rằng khi giá trị biên của tiền mặt sẽ giảm đi nếu như có mức độ tăng lên nghiêm trọng của BCXTT, đồng thời tác giả cũng đã đưa ra các phương pháp ước tính các biến về thông tin (Asy) một cách đơn giản thông qua cách đo lường định lượng, đồng thời thì kết quả nghiên cứu cũng đã ủng hộ lý thuyết dòng tiền tự do đặt trong điều kiện có BCXTT.

Tác giả Samuel Fosu và cộng sự (2016) đã tiếp tục phát triển các nghiên cứu liên quan và có đóng góp khi cho rằng: (1) bằng cách điều chỉnh mối quan hệ giữa giá trị DN và TTBCX trên mức độ đòn bẩy của DN, thì nghiên cứu của ông đã cung cấp các bằng chứng nổi bật nhất về mức độ mà cơ sở của các giả định của lý thuyết trật tự phân hạng (POT) là gia tăng giá trị, (2) cung cấp các bằng chứng về sự nhạy cảm của giá trị DN và mối quan hệ của TTBCX với các cơ hội tăng trưởng.

Nghiên cứu của Lin và cộng sự (2017) nói rằng các doanh nghiệp do nhà nước kiểm soát mà có BCXTT cao hơn thì phải trả cổ tức cao hơn các doanh nghiệp không do nhà nước kiểm soát.

Việc mở rộng nghiên cứu trong tài liệu cho thấy sự liên quan của BCXTT và chi phí đại diện vì sẽ làm tăng khả năng tự quyết trong quản lý và hành vi chuyển đổi rủi ro (Leary và Roberts 2010; Saam 2007). Chi phí đại diện phát sinh từ xung đột lợi ích giữa các cổ đông và các nhà quản lý (Jensen và Meckling, 1976). Trong sự liên quan của chi phí đại diện tới BCXTT, Fauer and Naranjo (2010) cho rằng: khi đi thuê người đại diện thì sẽ làm giảm giá trị của doanh nghiệp. Ngoài ra, Drobetz và cộng sự (2010) nhận định giá trị biên của tiền mặt bị giảm khi có sự tăng lên nghiêm trọng của BCXTT.

Riêng ở Việt Nam có một số ít tác giả cũng đã nghiên cứu về BCXTT, Lê An Khang (2008) chỉ xem xét các yếu tố gây ra BCXTT và đề ra giải pháp giúp cho nhà đầu tư đầu tư hiệu quả hơn. Nghiên cứu của TS. Nguyễn Việt Dũng (2008) cũng chỉ tập trung vào phân tích tác động của thông tin trên báo cáo tài chính.

Nhóm sinh viên Đại học Ngoại thương (2014) đã có công trình nghiên cứu liên quan giữa BCXTT tới chi phí vốn cổ phần. Trọng tâm của bài nghiên cứu là trả lời cho câu hỏi nghiên cứu là “việc công bố thông tin có mối liên hệ với chi phí vốn cổ phần hay không?”. Để trả lời câu hỏi này đã sử dụng phương pháp mô hình lợi nhuận thặng dư để ước tính chi phí vốn cổ phần của doanh nghiệp và cuối cùng là sử dụng mô hình kinh tế lượng để đo lường mức độ ảnh hưởng của BCXTT đến chi phí vốn cổ phần của doanh nghiệp.

**Bảng 2.1: Tóm tắt nghiên cứu BCXTT**

Tác giả	Nội dung đóng góp
Tình hình nghiên cứu trên thế giới	
Akerlof (1970)	Đặt nền tảng cho học thuyết về BCXTT khi cho rằng nếu không có sự hiểu biết rõ ràng về các “quả chanh” thì thị trường sẽ trở nên tồi tệ và tiêu cực
Spence (1973)	Cơ chế phát tín hiệu sẽ giúp được các bên nhìn nhận thông tin dễ dàng và chính xác hơn
Stiglitz (1974)	Thông qua cơ chế sàng lọc thì các bên có thể hạn chế rủi ro thông tin từ các điều kiện ràng

	buộc cho trước
Myer (1984), Meyer và Majluf (1984)	Chi phí lựa chọn bất lợi phát sinh từ việc không cân xứng thông tin đã dẫn đến kết quả là việc ưu tiên sử dụng nợ tài trợ hơn là tài trợ bằng vốn chủ sở hữu
Botosan và cộng sự (1997)	Chi phí sử dụng của VCSH sẽ thấp hơn đối với các doanh nghiệp có mức độ công bố thông tin nhiều hơn.
Ryen và cộng sự (1997)	Cá nhân bên trong nội bộ của doanh nghiệp có nhiều thông tin hơn các nhà đầu tư, nên việc phát hành vốn chủ sở hữu mới sẽ bị định giá thấp, dẫn đến các khoản đầu tư tối ưu.
Dierkens (1991) và cộng sự (2013)	Thời điểm mà các doanh nghiệp công bố các vấn đề về vốn cổ phần là khi mức độ BCXTT của doanh nghiệp là tương đối thấp. Sự phân tán từ các dự đoán của các nhà phân tích đã làm tăng BCXTT trước khi xảy ra chi phí vốn
Drobetz và cộng sự (2010)	Giá trị biên của tiền mặt sẽ giảm đi nếu như có mức độ tăng lên nghiêm trọng của BCXTT, ủng hộ lý thuyết dòng tiền tự do có BCXTT.
Samuel Fosu và cộng sự (2016)	Ảnh hưởng của BCXTT tới giá trị của doanh nghiệp trong giai đoạn trước và sau khủng hoảng tài chính thế giới.
Lin và cộng sự (2017)	Doanh nghiệp do nhà nước kiểm soát mà có BCXTT cao hơn thì phải trả cổ tức cao hơn các doanh nghiệp khác.
Tình hình nghiên cứu tại Việt Nam	
Lê An Khang (2008) Nguyễn Việt Dũng (2008)	Chủ yếu tập trung phân tích tác động của BCXTT và đưa ra các giải pháp cho nhà đầu tư
Nhóm tác giả Đại học Kinh tế Huế (2011)	Nêu lên cái nhìn tổng quan của BCXTT tới thị trường kinh tế cũng như hoạt động tín dụng của ngân hàng, đồng thời nêu lên nhận định khi cho rằng để có thể đảm bảo lợi nhuận tốt thì phải giải quyết tốt việc tin ai và trao tiền đầu tư cho ai.
Nhóm sinh viên đại học ngoại thương (2014)	Ước tính chi phí vốn cổ phần của doanh nghiệp và đo lường mức độ ảnh hưởng của BCXTT đến chi phí vốn cổ phần của doanh nghiệp.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Giả thiết nghiên cứu

Ngoài tác động của BCXTT có ảnh hưởng tiêu cực tới giá trị của doanh nghiệp thì vẫn còn nhiều yếu tố khác tác động và làm ảnh hưởng tới giá trị này. Có rất nhiều nhân tố góp phần đo lường nên giá trị của doanh nghiệp, nhóm tác giả chọn các biến đại diện và đặt tên là Control. Trong các giá trị của biến Control thì nhóm tác giả thu thập và tính toán dựa trên số liệu của BCTC các chỉ tiêu sau: Size, Growth, Tangible, Lev.

Đối với biến Size thì nhóm tác giả có thể tính được quy mô của doanh nghiệp thông qua giá trị của tổng tài sản. Growth sẽ giúp các nhà đầu tư xem xét được doanh số bán hàng, khả năng tăng trưởng nền tảng của doanh nghiệp. Tang thể hiện khả năng thanh khoản với giá trị các tài sản hữu hình, đảm bảo tính hoạt động ổn định trong quá trình kinh doanh. Đòn bẩy (Lev) thể hiện mức độ sử dụng nợ của doanh nghiệp và thể hiện cơ cấu vốn của công ty đó. Việc thực hiện tính toán các biến này nhằm mục đích là để nhóm tác giả xây dựng mô hình tác động tới biến phụ thuộc là giá trị của doanh nghiệp để có thể đưa ra các ước tính cụ thể hơn. Thông qua những tính chất đó thì nhóm tác giả đề xuất mô hình sau:

$$Value_{it} = \alpha + \lambda_t + \sum_2^4 \beta_k Controls_{kit} + \epsilon_{it}$$

Việc tồn tại BCXTT giữa nhà quản lý công ty và cổ đông sẽ ảnh hưởng đến nhiều quyết định của doanh nghiệp (Myers, 1984; Myers và Majluf, 1984). Theo một số bằng chứng, thì các nghiên cứu thực nghiệm (Drobtz et al., 2010; Fauver và Naranjo 2010; Ryen và cộng sự 1997) đã chỉ ra rằng BCXTT làm tổn kém chi phí đối với các doanh nghiệp vì chi phí lựa chọn bất lợi cản trở việc tăng nguồn vốn rẻ hơn từ bên ngoài. Trong trường hợp này, chi phí lựa chọn bất lợi bắt buộc các doanh nghiệp đưa ra các quyết định đầu tư không thật sự tốt thì có thể gây nên thiệt hại cho công ty. Từ đó nhóm tác giả thực hiện xem xét giả thiết nghiên cứu:

“Ảnh hưởng tiêu cực của BCXTT đến giá trị của doanh nghiệp”.

### 3.2. Đo lường các biến của mô hình

#### 3.2.1. Đo lường bất cân xứng thông tin

Để kiểm tra mối quan hệ giữa BCXTT và giá trị công ty, nhóm tác giả dựa theo nghiên cứu của Drobtz và cộng sự (2010), Krishnaswami và Subramaniam (1999) khi sử dụng *sự phân tán của nhà phân tích dự báo (Asy-Disp)* và *lỗi của chuyên gia phân tích (Asy-Er)* như là biện pháp chính nghiên cứu về BCXTT. Sự phân tán của nhà phân tích dự báo là độ lệch chuẩn của các nhà phân tích dự báo thu nhập trên mỗi cổ phiếu trong năm tài chính. Sự phân tán lớn hơn thể hiện mức độ BCXTT cao hơn (Drobtz và cộng sự 2010; Krishnaswami và cộng sự 1999).

Tuy nhiên vì phương pháp tính của Drobtz và cộng sự (2010) không còn mới và có mặt hạn chế khi việc xác định số lượng các nhà dự báo phân tích của công ty tại TTCK ở VN là bất khả thi, và do đó khi xem xét vào phương pháp ước tính mới nhất của Fosu và cộng sự (2016) là:

$$\text{AsyDisp} = \text{Ln}\left(1 + \frac{\text{độ lệch chuẩn dự báo phân tích EPS}}{|\text{trung vị dự báo EPS}|}\right)$$

Khi đã khắc phục được các hạn chế của phương pháp cũ cho nên nhóm tác giả quyết định chọn cách tính của Fosu (2016) để thực hiện tính toán cho phù hợp và chính xác hơn với mục tiêu nghiên cứu.

Lỗi dự báo của các chuyên gia phân tích là sự khác biệt giữa lợi nhuận thu được trên mỗi cổ phiếu và thu nhập trên mỗi cổ phiếu trong năm tài chính (Drobtz và cộng sự 2010; Krishnaswami và cộng sự 1999). Lỗi dự báo lớn hơn đại diện cho mức BCXTT cao hơn. Đối với mỗi năm tài chính, nhóm tác giả sử dụng dự báo được cập nhật gần đây nhất để đảm bảo rằng dự báo liên quan đến cuối năm tài chính. Đồng thời, để đảm bảo tính so sánh của các biện pháp này về BCXTT giữa các doanh nghiệp, nhóm tác giả đã điều chỉnh theo dự báo của các nhà phân tích trung vị trong năm tài chính, Drobtz và cộng sự. (2010).

$$\text{Với biến AsyEr} = \text{Ln}\left(1 + \frac{|\text{EPS}_{\text{dự báo}} - \text{EPS}_{\text{thực tế}}|}{|\text{trung vị EPS}|}\right)$$

Nhóm tác giả sử dụng thêm một công cụ thứ ba của yếu tố BCXTT (Asy-Dum) như là một biến giả mà giá trị sự phân tán của các nhà phân tích dự báo là lớn hơn dự báo trung bình ngành. Biện pháp này giúp thu hút các doanh nghiệp có sự BCXTT cao so với các đối tác của họ trong cùng ngành. Theo Tiêu chuẩn Phân loại Ngành Quốc tế (ICB) đã phân loại các công ty thành tám ngành chính: dầu khí, nguyên liệu cơ bản, công nghiệp, hàng tiêu dùng, chăm sóc sức khỏe, dịch vụ tiêu dùng, viễn thông và công nghệ, và BCXTT cũng gây nên những tác động khác nhau.

$$\text{Với biến AsyDummy} \begin{cases} = 1 \text{ nếu 1 Cty có AsyDisp} > \text{mức trung bình trong các năm} \\ = 0 \text{ nếu không có 2 nhà phân tích và không tính được AsyDisp} \end{cases}$$

#### 3.2.2. Giá trị vững chắc của các biến số kiểm soát

Đo lường giá trị công ty (Value), đây là giá trị phụ thuộc chính trong bài nghiên cứu, bằng tỷ lệ giá trị thị trường của tài sản trên giá trị sổ sách của tài sản như theo đề xuất của Muray và Pajuste (2005). Nhóm tác giả áp dụng theo cách tính này thay vì sử dụng công thức EV là vì: cách tính này thể hiện được mối quan hệ của giá trị thị trường và sổ sách; tác giả dùng EV để tính giá trị thị trường của tài sản doanh nghiệp. Vì tại Việt Nam cấu trúc công ty có thể có những khác biệt so với các doanh nghiệp nước ngoài cũng như là các chỉ tiêu lợi ích không kiểm soát, giá trị thị trường của nợ là không thể xác định được hay là việc các khoản tiền và tương đương tiền dùng để tính cho biến thị trường là hết sức khó khăn, cho nên nhóm tác giả tính toán giá trị thị trường bằng giá trị vốn hóa thị trường khi dùng giá trị thị trường và nhân cho số lượng cổ phiếu đang lưu hành (không tính cổ phiếu quỹ).



Khi tìm cách liên hệ đến sự thúc đẩy của công ty đến giá trị công ty thì nhóm tác giả áp dụng chính sách đòn bẩy để giảm thiểu mối tương quan tiềm ẩn từ giá trị công ty đến đòn bẩy (Opler and Titman, 1994). Do đó, đòn bẩy của một công ty (LEV) là tỷ lệ giữa giá trị sổ sách của nợ với giá trị sổ sách của tài sản.

Theo Maury và Pajuste (2005), nhóm tác giả kiểm soát sai số trong mô hình bằng biến kiểm soát bao gồm có quy mô công ty, tài sản hữu hình và tăng trưởng doanh thu trong các ước tính tiếp theo. Với kích thước công ty (Size) là logarithm tự nhiên giá trị sổ sách của tổng tài sản. Các công ty lớn hơn có thể sẽ là những công ty trưởng thành và việc định giá có xu hướng thấp đi (Murray và Pajuste, 2005). Do đó, nhóm tác giả mong đợi một mối quan hệ tiêu cực giữa quy mô công ty và giá trị công ty.

Tangibility (Tang) của tài sản được tính bằng tỷ số của tài sản hữu hình với tổng tài sản. Các công ty có tỷ trọng lớn về tài sản hữu hình sẽ có ít tài sản vô hình được tạo ra giá trị hơn như vốn con người (Muarray và Pajuste, 2005). Lập luận này cho thấy mối quan hệ tiêu cực giữa tài sản hữu hình và giá trị công ty. Tuy nhiên, các doanh nghiệp có nhiều tài sản hữu hình có thể ít bị BCXTT, nên tạo ra nhiều giá trị hơn. Do đó, hiệu quả mong đợi của Tangibility trên giá trị có sự trái ngược về dấu hay không?

Tốc độ tăng trưởng bán hàng (Growth) là tốc độ tăng trưởng hàng năm về doanh số của công ty. Nhóm tác giả thể hiện biện pháp này theo phân số. Chúng tôi kỳ vọng mối quan hệ tích cực giữa tốc độ tăng trưởng và giá trị công ty bởi vì các công ty có tốc độ tăng trưởng cao có xu hướng định giá cao hơn (Murray và Pajuste, 2005).

### 3.3. Phương pháp thực nghiệm

Nhóm tác giả xem xét dữ liệu của 250 công ty phi tài chính đã được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2008 đến hết quý II năm 2017 để thực hiện cho đề tài này.

Đối với cách ước lượng tính toán của nhóm tác giả thì tổ chức tài chính là không phù hợp vì các lý do sau: (1) số lượng tổ chức niêm yết và công bố BCTC là không thực sự đáng kể, (2) Các nguồn tài sản của các tổ chức tài chính đến từ rất nhiều nguồn, và (3) cuối cùng là vì các tổ chức tài chính có phương thức tổ chức và vận hành tương đối phức tạp.

Nhóm tác giả xây dựng mô hình thực nghiệm trong phần này để kiểm định giả thuyết nghiên cứu. Bằng cách cách tiếp cận dữ liệu bảng trong phân tích để tận dụng lợi thế của các biến thể có sự quan tâm theo thời gian. Để thử nghiệm giả thuyết nghiên cứu của bài viết này, nhóm tác giả dựa vào bài nghiên cứu của Murray và Pajuste (2005). Ngoài ra thì nhóm nghiên cứu sẽ sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng thông qua phương pháp Tác động cố định/Tác động ngẫu nhiên (FEM/REM) hay việc kiểm định tính bền vững của mô hình thông qua đề xuất là phương pháp GMM (Generalized Method of Moments).

Mô hình nghiên cứu về giá trị công ty là một hàm số gồm Size, Tang, Growth gọi chung là Control, Lev với các phần mở rộng thêm nữa để tính cho những ảnh hưởng của sự không đối xứng thông tin (Asy). Do đó, mô hình cơ sở của nhóm tác giả được đưa ra theo nghiên cứu của Fosu (2016), đồng thời cũng giải thích được các thước đo lường giá trị doanh nghiệp thỏa mãn các biến kiểm soát ở giả thiết  $H_1$  và tác động của BCXTT tới giá trị đó theo  $H_2$ :

$$Value_{it} = \alpha_0 + \lambda_t + \beta_1 Lev_{it} + \sum_2^4 \beta_k Controls_{kit} + \gamma Asy_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Từ mô hình nghiên cứu gốc thì chúng tôi sẽ thực hiện hồi quy thông qua các mô hình cụ thể theo ba công cụ về BCXTT đã đề cập, cụ thể:

$$Value_{it} = \alpha_0 + \lambda_t + \sum_2^4 \beta_k \overline{Control}_{kit} + \beta_5 AsyDisp \quad (\text{mô hình 1})$$

$$Value_{it} = \alpha_0 + \lambda_t + \sum_2^4 \beta_k \overline{Control}_{kit} + \beta_5 AsyEr \quad (\text{mô hình 2})$$

$$Value_{it} = \alpha_0 + \lambda_t + \sum_2^4 \beta_k \overline{Control}_{kit} + \beta_5 AsyDummy \quad (\text{mô hình 3})$$

Trong đó  $\varepsilon$  là sai số kết hợp bao gồm các công ty có hiệu quả cố định  $\mu_i$ , và một thành phần giả định là độc lập và được phân loại như nhau ( $V_{it}$ );  $\alpha$ ,  $\beta$ ,  $\gamma$  là tham số; và các chỉ số dưới  $i$  và  $t$  chỉ ra doanh nghiệp thứ  $i$  và khoảng thời gian thứ  $t$ ,  $k$  chỉ ra sự kiểm soát của các biến.

**Bảng 3.1: Các nhân tố trong mô hình**

Tên biến	Dấu kì vọng	Ý nghĩa	Cách tính	Cơ sở lí thuyết
ASY-Disp	-	Độ lệch của dự báo	$\ln\left(1 + \frac{\text{độ lệch chuẩn các dự báo phân tích EPS}}{ \text{trung vị dự báo EPS} }\right)$	Nghiên cứu của nhóm tác giả Wolfgang Drobetz và cộng sự (2010), Fosu và cộng sự (2016)
ASY-Er	-	Lỗi trong dự báo của nhà phân tích	$\ln\left(\frac{ EPS_{\text{dự báo}} - EPS_{\text{thực tế}} }{ \text{Trung vị EPS} }\right)$ Tác giả dùng dữ liệu quá khứ của năm N-1 để dự đoán cho năm N	Nghiên cứu của nhóm tác giả Wolfgang Drobetz và cộng sự (2010)
ASY-Dummy	-	Có giá trị nếu độ lệch dự báo của các nhà phân tích lớn hơn dự báo trung bình ngành	Asy-dummy sẽ = 1 nếu : nếu một công ty có giá trị DISPM cao hơn mức trung bình trong các năm. Asy-dummy sẽ =0 nếu: công ty không được bảo vệ bởi ít nhất hai nhà phân tích, và do đó chúng tôi không thể tính DISPM	Nghiên cứu của nhóm tác giả Wolfgang Drobetz và cộng sự (2010)
Value	+	Thể hiện giá trị công ty của doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán	$\frac{\text{Giá trị thị trường của tài sản}}{\text{Giá trị sổ sách của tài sản}}$	Nghiên cứu của nhóm tác giả Maury và Pajuste (2005)
LEV	+	Giảm thiểu các mối tương quan tiềm ẩn tới giá trị của công ty	$\frac{\text{Giá trị sổ sách của nợ}}{\text{Giá trị sổ sách của tài sản}}$	Danso và Adomako(2014), Fosu (2013), Opler và Titman (1994)
SIZE	-	Quy mô của doanh nghiệp từ khi niêm yết trên HSX.	$\ln(\text{Tổng tài sản}).$	Nghiên cứu của nhóm tác giả Maury và Pajuste (2005)
TANG	-	Các doanh nghiệp có nhiều tài sản hữu hình thì sẽ ít BCXTT.	$\frac{\text{Tài sản cố định hữu hình}}{\text{Tổng tài sản}}$	Nghiên cứu của nhóm tác giả Maury và Pajuste (2005)
GROWTH	+	Tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm của doanh nghiệp.	$\frac{\text{Doanh thu năm } N}{\text{Doanh thu năm } N - 1} - 1$	Nghiên cứu của nhóm tác giả Maury và Pajuste (2005)

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

#### 4. Kết quả nghiên cứu và phân tích

##### 4.1. Thống kê mô tả

**Bảng 4.1: Thống kê mô tả các biến trong mô hình**

Variable	Obs	Mean	Std.Dev	Min	Max
Value	2,500	0.4372	0.5002	0.0108	7.0631
Lev	2,500	0.4790	0.2179	0.0020	0.9796
Size	2,500	27.6554	1.2704	20.9833	32.8926
Growth	2,500	0.3777	2.5796	-0.9835	78.1308
Tang	2,500	0.2599	0.2118	2.26	0.9654
AsyDisp	2,500	0.7508	0.7717	0.0023	5.5763
AsyDummy	2,500	0.232	0.4222	0	1
AsyEr	2,500	0.7278	0.8266	0	7.2596

(Nguồn: Tác giả tự tổng hợp)

Tại bảng 4.1 thì nhóm tác giả sẽ trình bày thống kê mô tả các biến được sử dụng trong bài báo này. Giá trị trung bình năm của công ty là 0.4372 và mức độ đòn bẩy trung bình là 0.4790, đây là giá trị tương đối cao của đòn bẩy vì điều này thể hiện các doanh nghiệp đang sử dụng nợ với tỷ lệ 47.90% là khá cao trên cơ cấu vốn. Giá trị trung bình của Tang trong một năm chiếm 46.37% giá trị tổng tài sản và tăng trưởng doanh thu trung bình hằng năm là 25.99%, nó thể hiện các doanh nghiệp đang phát triển rất nhanh và có dấu hiệu đạt tới giá trị cao nhất có thể đạt được, vẫn có vài công ty có mức độ tăng trưởng doanh thu không tốt với giá trị âm (0.9835). Giá trị trung bình của hai biến đo lường BCXTT (AsyDisp và AsyEr) lần lượt là 0.7508 và 0.7278. Giá trị trung bình của biến nhị phân thứ ba về BCXTT (AsyDummy) là 0.232 cho thấy rằng, đối với ít nhất khoảng gần 1/5 số năm của công ty mẫu thì sự phân tán của dự báo lớn hơn trung bình ngành các năm của công ty đó.

**Bảng 4.2. Phân tích ma trận tương quan của biến AsyDisp (mô hình 1)**

	Value	Lev	Size	Growth	Tang	AsyDisp
Value	1.0000					
Lev	-0.3746	1.0000				
Size	-0.0386	0.2912	1.0000			
Growth	0.0634	0.0072	0.0137	1.0000		
Tang	0.0355	-0.0540	0.0040	-0.0464	1.0000	
AsyDisp	-0.0883	0.0904	0.0897	0.1124	-0.0652	1.0000

Đầu tiên, nhóm nghiên cứu kiểm tra khả năng xuất hiện đa cộng tuyến giữa các biến độc lập thông qua việc ma trận hệ số tương quan được trình bày ở các bảng trên. Đối với biến Asydisp thì từ kết quả bảng trên ta dễ dàng nhận thấy giá trị của các hệ số tương quan là khá thấp nằm trong khoảng từ -0.0652 đến dưới 0.1, tuy nhiên lại có 2 cặp giá trị thể hiện độ tương quan cao là Lev-Value: -0.3746 và Size-Lev: 0.2912. Điều này phản ánh mức độ tương quan tuyến tính ở nhiều biến là thấp, và sẽ ít có khả năng bị đa cộng tuyến. Đa phần các yếu tố Control cũng như yếu tố về BCXTT (AsyDisp) có tương quan âm, có nghĩa các yếu tố luôn có mức biến động ngược chiều.

**Bảng 4.3. Phân tích ma trận tương quan của biến AsyEr (mô hình 2)**

	Value	Lev	Size	Growth	Tang	AsyDisp
Value	1.0000					
Lev	-0.3746	1.0000				
Size	-0.0386	0.2912	1.0000			
Growth	0.0634	0.0072	0.0137	1.0000		
Tang	0.0355	-0.0540	0.0040	-0.0464	1.0000	
AsyEr	-0.0768	0.0481	0.0079	0.1075	-0.0510	1.0000

Đối với biến AsyEr thì kết quả bảng trên cho thấy giá trị của các hệ số tương quan là khá thấp và hầu như nằm trong khoảng dưới 10%. Điều này phản ánh mức độ tương quan tuyến tính giữa các biến là thấp, cho thấy rằng sẽ ít có khả năng bị đa cộng tuyến. Trong đó mối quan hệ đồng biến giữa AsyEr và Growth là mạnh nhất với hệ số tương quan lên tới 0.1075. Các yếu tố đa phần có tương quan âm, có nghĩa các yếu tố luôn có mức biến động ngược chiều.

**Bảng 4.4. Phân tích ma trận tương quan của biến AsyDummy (mô hình 3)**

	Value	Lev	Size	Growth	Tang	AsyDisp
Value	1.0000					
Lev	-0.3746	1.0000				
Size	-0.0386	0.2912	1.0000			
Growth	0.0634	0.0072	0.0137	1.0000		
Tang	0.0355	-0.0540	0.0040	-0.0464	1.0000	
AsyDummy	-0.1067	0.0465	-0.0091	0.0661	-0.0458	1.0000

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Đối với biến Asydummy, ta có nhận xét đó là giá trị của các hệ số tương quan cũng tương tự hai mô hình còn lại là nằm trong khoảng dưới 10%. Điều này đã phản ánh là mức độ tương quan tuyến tính giữa các biến là thấp, cho thấy rằng sẽ ít có khả năng bị đa cộng tuyến. Trong đó mối quan hệ đồng biến giữa Asydummy và Growth là mạnh nhất với hệ số tương quan lên tới 0.0661. Các yếu tố đa phần có tương quan âm, có nghĩa các yếu tố luôn có mức biến động ngược chiều.

Các hệ số tương quan khác hầu hết đều ở mức thấp, nên để xác định liệu rằng hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến có tồn tại hay không. Nhóm tác giả thực hiện kiểm định hệ số phóng đại phương sai (Variance Inflation Factor-VIF) cho 3 mô hình từ phương trình 1 để kiểm tra cho dữ liệu bảng thông qua các lệnh trong Stata. Kết quả của kiểm định VIF cho thấy tất cả các hệ số đều nhỏ hơn 10, điều này nghĩa là hiện tượng đa cộng tuyến không xảy ra trong bộ số nghiên cứu (Kennedy,1992).

Bảng 4.6 trình bày các kết quả ước lượng của phương trình (1) theo ba mô hình cụ thể ứng với mỗi biến Asy. Nhóm tác giả sử dụng phương pháp hồi quy OLS để đánh giá tác động của các biến độc lập lên biến phụ thuộc.

**Bảng 4.4: Hồi quy theo phương pháp OLS**

Các biến	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)
Lev	0.0024127 (0.0131966)	0.002446 (0.0131959)	0.0023339 (0.0131954)
Size	-0.5249452*** (0.1191442)	-0.5287656*** (0.1187536)	-0.5330201*** (0.1187894)
Growth	0.0342895 (0.0487941)	0.0288358 (0.048782)	0.0351206 (0.0486712)
Tang	2.163474*** (0.0224138)	2.163597*** (0.0224145)	2.162952*** (0.0224156)
AsyDisp	-0.0866386 (0.1768347)		
AsyEr		0.1157007 (0.1775646)	
AsyDummy			-0.3351339 (0.3626842)



Cons	14.53095*** (3.290264)	14.48511*** (3.291866)	14.7625*** (3.2922)
------	---------------------------	---------------------------	------------------------

(Với \*, \*\*, \*\*\* lần lượt có ý nghĩa tại mức 10%, 5%, 1%)

Theo kết quả trích xuất được thì tất cả biến bất cân xứng thông tin đều không có ý nghĩa thống kê trong mô hình hồi qui OLS. Do đó nhóm tác giả chuyển qua sử dụng phương pháp FEM và REM để đánh giá tác động của các biến bất cân xứng thông tin lên biến phụ thuộc.

Nhóm tác giả sử dụng phương pháp FEM để phân tích mối tương quan giữa phần dư của mỗi đơn vị với biến giải thích để kiểm soát và tách ảnh hưởng của các đặc điểm riêng biệt ra khỏi biến giải thích để từ đó có thể ước lượng những ảnh hưởng thực tế của của biến giải thích lên biến phụ thuộc.

Tuy cùng mục đích hồi quy, nhưng sự khác biệt của phương pháp FEM và REM là biến động của các đơn vị. Nếu sự biến động giữa các đơn vị có tương quan đến biến độc lập – biến giải thích trong mô hình ảnh hưởng cố định thì trong mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên sự biến động giữa các đơn vị được giả sử là ngẫu nhiên và không tương quan đến các biến giải thích. Chính vì thế để tìm phương pháp phù hợp nhất thì ta sẽ tiếp tục hồi quy phương trình 1 theo REM để lựa chọn cách thức phù hợp nhất.

**Bảng 4.7: Hồi quy theo phương pháp FEM và REM**

Biến	Mô hình 1		Mô hình 2		Mô hình 3	
	FE	RE	FE	RE	FE	RE
Lev	0.0072756 (0.0136097)	0.0024127 (0.0131966)	0.0065927 (0.0136318)	0.002446 (0.0131959)	0.0066328 (0.0135859)	0.0023339 (0.0131954)
Size	-2.864484*** (0.2851471)	-0.5249452*** (0.1191442)	-2.790028*** (0.2857298)	-0.5287656*** (0.1187536)	-2.801695*** (0.2837989)	-0.5330201*** (0.1187894)
Growth	-0.1555011*** (0.0503511)	0.0342895 (0.0487941)	-0.1590531*** (0.0505358)	0.0288358 (0.048782)	-0.1553125*** (0.0502669)	0.0351206 (0.0486712)
Tang	2.113527*** (0.0240242)	2.163474*** (0.0224138)	2.114416*** (0.0240739)	2.163597*** (0.0224145)	2.114079*** (0.0239842)	2.162952*** (0.0224156)
AsyDisp	-0.9970401*** (0.368608)	-0.0866386 (0.1768347)				
AsyEr			0.1351486 (0.2353698)	0.1157007 (0.1775646)		
AsyDummy					-3.068284*** (0.7991159)	-0.3351339 (0.3626842)
Cons	80.02256*** (7.916754)	14.53095*** (3.290264)	77.08517*** (7.921567)	14.48511*** (3.291866)	78.20367*** (7.853387)	14.7625*** (3.2922)

(Với \*, \*\*, \*\*\* lần lượt có ý nghĩa tại mức 10%, 5%, 1%) Dựa vào kết quả hồi quy trong bảng 4.7, nhóm tác giả nhận thấy các biến bất cân xứng thông tin đa số đều có ảnh hưởng tiêu cực cụ thể đến giá trị công ty. Điều này đã cho thấy rằng bất cân xứng thông tin sẽ làm giảm giá trị doanh nghiệp. Hệ số của biến (AsyDisp) dao động trong khoảng -0.0866 đến -0.997 tương ứng với phương pháp hồi qui REM và FEM, đồng thời hệ số này có ý nghĩa thống kê cao tại mức 1% theo phương pháp FEM và cũng có ý nghĩa về mặt kinh tế, khi một sự gia tăng độ lệch chuẩn trong (AsyDisp) sẽ làm giảm đi giá trị công ty.

Kết quả hồi quy mô hình 2 theo biến (AsyEr) bằng 2 phương pháp FEM và REM đều cho thấy biến này có tác động tích cực lên giá trị công ty, tuy nhiên hệ số này lại không có ý nghĩa về mặt thống kê. Mô hình 3, sử dụng AsyDummy, các hệ số của biến này dao động trong khoảng -0.3351 đến -3.068 tương ứng với phương pháp REM và FEM, và có ý nghĩa thống kê trong phương pháp FEM. Điều này cho thấy việc chuyển từ chế độ bất cân xứng thông tin thấp sang chế độ bất cân xứng thông tin cao có liên quan đến mức giảm đáng kể giá trị doanh nghiệp.

Về sự liên quan của đòn bẩy đến giá trị công ty, kết quả hồi quy trong bảng 4.7 cho thấy đòn bẩy có ảnh hưởng tích cực lên giá trị doanh nghiệp mặc dù con số này khá nhỏ, tuy nhiên hệ số này lại không có ý nghĩa về mặt thống kê đối với nghiên cứu này.

Tất cả các biến kiểm soát khác đều có ý nghĩa thống kê ở mức nhỏ hơn 1%, các biến Size, Growth đều có hệ âm tương ứng là -2.864484 và -0.1555011, thể hiện sự ảnh hưởng tiêu cực đến biến phụ thuộc, các biến này có ý nghĩa về mặt thống kê và kinh tế, khi Size và Growth của công ty đủ lớn và mạnh, đến một mức nhất định nào đó, mỗi sự gia tăng về kích thước và tăng trưởng cũng sẽ làm giảm đi giá trị của doanh nghiệp. Lý thuyết này tương đồng với nghiên cứu của Murray và Pajuste (2005). Biến Tang có hệ số dương khoảng 2.11 nói lên ảnh hưởng tích cực lên biến phụ thuộc, điều này cho thấy rằng tài sản hữu hình bù đắp những tổn của tài sản vô hình lên giá trị của doanh nghiệp.

Sau khi đưa ra nhận định về sự ảnh hưởng của các biến bất cân xứng thông tin bằng 2 phương pháp FEM và REM qua kết quả hồi qui, nhóm tác giả tiến hành kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình phù hợp nhất. Kết quả đã chỉ ra, giá trị Hausman p ở tất cả các mô hình nhỏ hơn 0.05, vì vậy giả thuyết không đồng (H0) trong mô hình bị từ chối, có nghĩa là các hệ số ước tính bởi bộ ước lượng hiệu quả ngẫu nhiên hiệu quả không giống với ước lượng các ước tính cố định cố định phù hợp. Điều này dẫn đến việc chọn lựa phương pháp hiệu quả cố định (FEM) cho tất cả các mô hình sẽ nhất quán hơn để kết luận.

Mặc dù đã thể hiện được mối quan hệ giữa các biến trong phương trình, nhưng để phù hợp với kết luận cuối cùng thì nhóm tác giả sẽ thực hiện các kiểm định giả thuyết thống kê để kiểm tra việc mô hình có bị khuyết tật hay không, sửa chữa và đưa ra kết luận.

Qua kiểm định các lỗi trong mô hình gồm: hiện tượng phương sai thay đổi, tự tương quan, hiện tượng nội sinh. Nhóm tác giả nhận thấy sự xuất hiện các lỗi này trong mô hình (1), (2), (3). Do đó các tác giả đề xuất phương pháp GMM 1 bước để khắc phục khuyết tật này.

**Bảng Error! No text of specified style in document..10. Hồi quy theo GMM**

Biến	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)
Lev	0.0022869 (0.0153335)	0.0023492 (0.0153525)	0.0018144 (0.0152582)
Size	-10.14388*** (0.477235)	-10.16991*** (0.4773158)	-10.16543*** (0.474775)
Growth	-1.849105*** (0.0931824)	-1.853*** (0.0933368)	-1.831771*** (0.0927117)
Tang	1.988204*** (0.0288419)	1.986353*** (0.0288615)	1.986695*** (0.0286957)
AsyDisp	-1.024693** (0.4268808)		
AsyEr		-0.322465 (0.3014684)	
AsyDummy			-3.175222*** (0.886888)
Cons	282.5588*** (13.23597)	282.731*** (13.23876)	283.0774*** (13.16593)

( \*, \*\*, \*\*\* có ý nghĩa lần lượt tại 10%, 5%, 1% )

Kết quả ước lượng GMM một bước cho kết quả tương tự như những gì nhóm tác giả đã nhận định trước đây. Như trước đây, nhóm tác giả thấy rằng sự bất đối xứng thông tin ảnh hưởng bất lợi đến giá trị công ty.

Hơn nữa, kết quả cho thấy tác động bất lợi của kích thước và tăng trưởng đến giá trị của công ty, điều này phù hợp với nghiên cứu của Murray và Pajuste (2005). Mặc dù tác động của đòn bẩy đối với giá trị công ty là tích cực nhưng nó lại không có ý nghĩa thống kê. Cuối cùng, nhóm tác giả nhận thấy rằng biến tài sản hữu hình có tác động tích cực lên giá trị doanh nghiệp, nó thể hiện giá trị tài sản hữu hình có thể bù đắp được những giá trị của tài sản vô hình lên giá trị của doanh nghiệp. Tóm lại, có thể kết luận một cách chắc chắn rằng các kết quả đạt được cho đến nay không bị ảnh hưởng bởi khuyết tật nội sinh.

## 5. Kết luận và hàm ý chính sách

### **5.1. Kết luận**

Thông qua kết quả nghiên cứu thì nhóm nghiên cứu đã thấy được rằng, đối với bất kỳ thị trường nào thì vẫn tồn tại hình thái thị trường kém hiệu quả. Tại một thị trường chứng khoán tương đối non trẻ, việc CBTT trầm trể, thiếu hiệu quả cũng như là cơ chế giao dịch nội gián, tin đồn đã ảnh hưởng không nhỏ tới quyết định của các nhà đầu tư cũng như là giá trị thật sự của doanh nghiệp và đã chịu những ảnh hưởng của hiện tượng BCXTT. Bên cạnh việc tác động tiêu cực trực tiếp tới giá trị của doanh nghiệp thì BCXTT cũng tác động chung tới nền kinh tế và khiến cho thị trường hoạt động trong tình trạng ỉ ạch, kém hiệu quả và tâm lý các bên luôn bị chi phối trong việc chấp nhận đó là thông tin thật hay là bị làm giả đi.

Thông qua tổng kết về kết quả: Nhóm tác giả đưa ra kết luận rằng, bất cân xứng thông tin có ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp, các biến kiểm soát Size, Growth, Tang có ý nghĩa thống kê và ảnh hưởng tới giá trị doanh nghiệp. Chúng tôi kiểm định các lỗi của mô hình và sử dụng phương pháp ước lượng GMM để khắc phục, kết quả nhận được tương tự.

### **5.2. Hạn chế của đề tài nghiên cứu**

Bên cạnh những mục tiêu đã đề ra thì bài nghiên cứu vẫn còn nhiều hạn chế chưa thể khắc phục hoàn toàn.

Chưa thể giải thích hoàn toàn ảnh hưởng của BCXTT đến giá trị của DN cũng như là cơ chế tác động để làm giảm sự BCXTT khi doanh nghiệp quyết định sử dụng đòn bẩy

Có nhiều cách tiếp cận khác nhau của BCXTT

Do kiến thức cũng như là khả năng của nhóm tác giả còn nhiều hạn chế cho nên đề tài chưa thật sự mở rộng và đóng góp thật sự tích cực cho quan niệm về BCXTT

Việc ước tính giá trị thị trường của tài sản chưa thật sự hoàn hảo vì còn nhiều khó khăn trong việc thu thập dữ liệu, đồng thời cũng có đề xuất dùng nợ theo sổ sách để thay thế nợ của thị trường.

### **5.3. Hàm ý chính sách**

Để giải quyết cho việc ngăn chặn hoặc hạn chế bất cân xứng thông tin thì nhóm tác giả đề xuất các biện pháp sau:

#### **5.3.1 Quá trình ngăn chặn BCXTT**

Để có thể hạn chế được hiện tượng này thì chúng ta nên có các quy định nghiêm ngặt về CBTT, phải luôn đảm bảo lượng thông tin đó là minh bạch, kịp thời và chính xác. Đồng thời cần có cơ chế quản trị hợp lý, giám sát kỹ càng để tránh tình trạng giao dịch nội gián của chính các đối tượng bên trong công ty. Ngoài ra một biện pháp được cho là hiệu quả nhất và được rất nhiều doanh nghiệp áp dụng để hạn chế BCXTT đó chính là thực hiện quá trình kiểm toán độc lập. Khi các BCTC của chúng ta công bố ra bên ngoài có sự theo dõi và kiểm duyệt từ các tổ chức kiểm toán hàng đầu, được gọi là Big4 như: Deloitte, PwC, Ernst & Young, KPMG thì các báo cáo ấy mang tính minh bạch, chính xác hơn, có được sự tin tưởng bởi các đối tượng sử dụng thông tin và hơn hết là nâng cao vị thế của công ty.

#### **5.3.2 Hạn chế BCXTT**

Với các tác động tiêu cực của BCXTT thì việc hạn chế cũng là một việc làm nên dự phòng từ trước vì đây không phải là một vấn đề có thể giải quyết triệt để. Để tiến hành công việc này thì nhóm tác giả cũng có những đề xuất như sau: Thông qua cơ chế giám sát thì cổ đông công ty có thể trực tiếp đón nhận được các nguồn thông tin của doanh nghiệp hoặc các quyết định đầu tư của nhà quản trị, từ đó thì thông tin nhận được của ta là thích hợp và đầy đủ hơn. Ngoài ra thì cơ chế phát tin hiệu cũng là yếu tố quan trọng, khi nó giúp chúng ta nhận biết được các thông tin tốt trong một môi trường có quá nhiều thông tin xấu. Hợp đồng có thể được cho là biện pháp hiệu quả nhất, khi những lo lắng của nhà đầu tư sẽ được đề xuất kỹ càng cũng như là các nguyện vọng trước khi quyết định ký kết, yếu tố pháp lý có lẽ là tính chất quan trọng nhất để các bên tham gia tin vào đối tác mà quyết định đầu tư.

Với những đề xuất như trên nhóm tác giả với mong muốn khắc phục được những hạn chế cũng như bất cập trong quá trình kiểm soát tính minh bạch của thông tin trên thị trường. Tăng cường tính công bằng trong giao dịch, tăng sự tin tưởng của những nhà đầu tư đối với doanh

ngành, cũng như tạo nên một thị trường hoàn thiện hơn về mọi mặt, nâng cao tính hiệu quả hoạt động và những lợi ích đem đến cho cả hai phía là nhà đầu tư và doanh nghiệp, để tạo nên một thị trường hiệu quả và đáng tin cậy hơn.

### **TÀI LIỆU THAM KHẢO**

#### ***Danh mục tiếng anh:***

- [1] Akerlof, G.A (1970), “The market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, The Quarterly Journal of Economic, volume 84, page 488-500.
- [2] Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital, “Accounting review), page 323-349.
- [3] 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, Volume 13, page 187-221



**KỶ YẾU HỘI THI KHOA HỌC SINH VIÊN TOÀN QUỐC  
“OLYMPIC KINH TẾ LƯỢNG VÀ ỨNG DỤNG” NĂM 2018 – TẬP 1**

---

***Chịu trách nhiệm xuất bản:***

Giám đốc - Tổng biên tập  
PHAN NGỌC CHÍNH

***Chịu trách nhiệm biên soạn:***

TS. NGUYỄN THỊ THÚY QUỲNH  
TS. CÙ THU THỦY  
THS. NGUYỄN TUẦN NAM

***Biên tập:***

TRẦN THỊ HẢI YẾN

***Trình bày bìa:***

THS. PHẠM VĂN HÀO

---

In: 500 cuốn, khổ 21 x 29,7 tại Công ty cổ phần Thương Mại và Dịch vụ tổng hợp Hà Vinh.

Địa chỉ: Số 8A – Ngõ 83/7 Đào Tấn – Ba Đình – Hà Nội

Số ĐKKHXB: 2444-2018/CXBIPH/3-55/TC

Số QĐXB: 117/QĐ-NXBTC ngày 23 tháng 07 năm 2018

Mã ISBN: 978-604-79-1866-9

In xong và nộp lưu chiểu quý 4 năm 2018