



## Vai trò của các yếu tố đặc điểm ngân hàng đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trong giai đoạn COVID-19

NGUYỄN THỊ THIỀU QUANG <sup>a,\*</sup>, HÀ XUÂN THÙY <sup>a</sup>

<sup>a</sup> Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng

| THÔNG TIN                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | TÓM TẮT                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Ngày nhận: 01/07/2021<br/>Ngày nhận lại: 12/09/2021<br/>Duyệt đăng: 16/09/2021</p> <p><b>Mã phân loại JEL:</b><br/>G12; G21; I10</p> <p><b>Từ khóa:</b><br/>COVID-19;<br/>Đặc điểm ngân hàng;<br/>Tỷ suất sinh lợi cổ phiếu</p> <p><b>Keywords:</b><br/>COVID-19;<br/>Bank characteristics;<br/>Stock return.</p> | <p>Tỷ suất sinh lợi là chỉ tiêu quan trọng để đánh giá hiệu quả đầu tư. Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu đều không xem xét các định chế tài chính do tính chất trung gian tài chính cũng như sự quản lý nghiêm ngặt của các cơ quan có thẩm quyền của các định chế này. Nghiên cứu này đánh giá vai trò của các đặc điểm ngân hàng đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu của các ngân hàng Việt Nam có xét đến vai trò của đại dịch COVID-19. Nghiên cứu tìm thấy mối tương quan nghịch giữa hệ số thanh khoản, chất lượng tín dụng và dư nợ cho vay với tỷ suất sinh lợi cổ phiếu. Đặc biệt, trong giai đoạn COVID-19, các yếu tố quy mô và dư nợ cho vay đóng vai trò quan trọng trong việc ảnh hưởng đến nhu cầu của nhà đầu tư và từ đó ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lợi. Trên cơ sở phân tích cơ chế tác động của các yếu tố đặc điểm ngân hàng, nghiên cứu phát hiện thêm rằng tác động của quy mô, chất lượng tín dụng và dư nợ cho vay với tỷ suất sinh lợi cổ phiếu chủ yếu thông qua tác động đến rủi ro vỡ nợ. Trong khi đó, tác động của hệ số thanh khoản chủ yếu thông qua rủi ro riêng lẻ và rủi ro hệ thống của cổ phiếu.</p> <p><b>Abstract</b></p> <p>Stock return is a crucial criterion for evaluating investment performance. Nevertheless, previous studies often exclude financial institutions due to their intermediation role and strict regulation of the government. This research investigates the role of bank characteristics in Vietnamese banks' stock returns considering the COVID-19 pandemic effect. The results reveal negative relationships between liquidity, credit quality, and lending on banks' stock returns. In</p> |

\* Tác giả liên hệ.

Email: quangntt@due.edu.vn (Nguyễn Thị Thiều Quang), thuyhx@due.edu.vn (Hà Xuân Thùy).

Trích dẫn bài viết: Nguyễn Thị Thiều Quang, & Hà Xuân Thùy. (2021). Vai trò của các yếu tố đặc điểm ngân hàng đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trong giai đoạn COVID-19. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 32(5), 18–40.

particular, bank size and lending play a significant role during the pandemic period. Analyzing the impact mechanisms of these factors additionally shows that bank size, credit quality, and lending impact Vietnamese banks' stock returns via bankruptcy risk channel. Meanwhile, the liquidity influence is transmitted through idiosyncratic and systematic risks.

## 1. Giới thiệu

Tỷ suất sinh lợi (TSSL) là một trong các chỉ tiêu quan trọng để đánh giá hiệu quả đầu tư. Do đó, các nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến TSSL luôn là mối quan tâm hàng đầu của các chuyên gia tài chính và các nhà quản trị danh mục đầu tư. Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu đều không xem xét các định chế tài chính do tính chất trung gian tài chính cũng như sự quản lý nghiêm ngặt của các cơ quan có thẩm quyền của các định chế này. Theo Cooper và cộng sự (2003), cũng chính những đặc thù này mà các yếu tố đặc điểm ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích sự biến động của TSSL của cổ phiếu. Nghiên cứu của Kouser và Saba (2012) nhấn mạnh rằng việc định giá cổ phiếu, đặc biệt là các cổ phiếu ngành ngân hàng, có xu hướng bằng với giá trị nội tại. Các đặc điểm ngân hàng giúp nhà đầu tư đánh giá lại các quyết định đầu tư của mình để tránh mua phải các cổ phiếu bị định giá sai và hạn chế những tổn thất đối với nhà đầu tư. Các thông tin tài chính còn giúp giảm rủi ro bất cân xứng thông tin giữa những nhà đầu tư có và không có thông tin (Usman & Tandelilin, 2014). Chen (2011) cũng lưu ý rằng, việc sử dụng các hệ số trong phân tích CAMELS<sup>1</sup> phù hợp với các lý thuyết về tài chính doanh nghiệp. Theo đó, hiệu quả hoạt động của các ngân hàng thể hiện qua các chỉ số này giúp cung cấp tín hiệu tích cực cho các nhà đầu tư tiềm năng.

Bên cạnh đó, các nghiên cứu về TSSL của cổ phiếu chủ yếu tập trung ở các nước phát triển (Girard và cộng sự, 2010). Girard và cộng sự (2010) đã chỉ ra rằng cổ phiếu của các ngân hàng ở các nền kinh tế mới nổi có những đặc điểm riêng. Thứ nhất, ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong hệ thống tài chính ở các nền kinh tế mới nổi. Theo đó, ngân hàng là chủ thể chủ yếu cung cấp các sản phẩm và dịch vụ tài chính cho khách hàng, là kênh cung cấp vốn quan trọng cho nền kinh tế, nhờ đó thúc đẩy nền kinh tế phát triển. Đồng thời, thông qua các ngân hàng thương mại, ngân hàng trung ương có thể thực hiện các chính sách tiền tệ của mình (Benston, 2004). Thứ hai, các cơ hội đầu tư trên thị trường này luôn tiềm ẩn nhiều rủi ro do thị trường tài chính vẫn còn trong giai đoạn hình thành và đang phát triển với những đặc điểm của thị trường không hiệu quả (Herbert, 1996), ít tích hợp với thị trường tài chính thế giới (Harvey, 1995), và sự không ổn định của các chính sách và tài chính (Choi & Shim, 2019).

Do đó, nghiên cứu này đánh giá vai trò của các yếu tố đặc điểm ngân hàng đến TSSL của cổ phiếu các ngân hàng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Đóng góp của nghiên cứu thể hiện ở một số khía cạnh như sau: (1) Kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm về ảnh hưởng của các đặc điểm ngân hàng đến TSSL của cổ phiếu ở một nước đang phát triển, cụ thể là Việt Nam. Trong bối cảnh Việt Nam là một trong số ít các nước có mức tăng trưởng GDP năm 2020 dương (The

<sup>1</sup> Hệ thống CAMELS được dùng để đánh giá chất lượng tổng thể của các ngân hàng bởi NHTƯ và các cơ quan giám sát ngân hàng. Các chữ cái đại diện cho các yếu tố đánh giá gồm: Capital (Vốn), Assets (Tài sản) Management (Quản lý), Earnings (Lợi nhuận), Liquidity (Thanh khoản), và Sensitivity to Market Risk (Độ nhạy cảm với các rủi ro thị trường) (Koch & MacDonald, 2014).

World Bank, 2021), và cổ phiếu ngành ngân hàng đóng vai trò dẫn dắt thị trường khi chiếm gần 30% giá trị vốn hóa thị trường (VnEconomy, 2020). Đặc biệt, trong giai đoạn đại dịch, khi thị trường chứng khoán của hầu hết các nước đều chịu ảnh hưởng nặng nề, thì cổ phiếu ngân hàng ở Việt Nam vẫn thể hiện sự tăng trưởng mạnh mẽ (Ái Minh, 2021; Minh Khuê, 2021). Thông qua phân tích TSSL của cổ phiếu 15 ngân hàng đang niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HSX) giai đoạn từ ngày 01/01/2018 đến ngày 31/12/2020, nghiên cứu tìm thấy mối tương quan nghịch giữa hệ số thanh khoản, chất lượng tín dụng và dư nợ cho vay với TSSL của cổ phiếu; (2) Theo tìm hiểu của nhóm tác giả, đây là một trong số ít các nghiên cứu đánh giá tác động của các đặc điểm ngân hàng đến TSSL của cổ phiếu trong bối cảnh đại dịch COVID-19. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng, trong giai đoạn COVID-19, các yếu tố quy mô và dư nợ cho vay đóng vai trò quan trọng trong việc ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của các nhà đầu tư và từ đó ảnh hưởng đến TSSL. Trong giai đoạn này, các ngân hàng có quy mô càng nhỏ và dư nợ càng cao thì TSSL sẽ càng lớn; (3) Nghiên cứu đánh giá cơ chế tác động của các đặc điểm ngân hàng và chỉ ra rằng tác động của quy mô, chất lượng tín dụng và dư nợ cho vay với TSSL của cổ phiếu chủ yếu thông qua tác động đến rủi ro vỡ nợ. Trong khi đó, tác động của hệ số thanh khoản chủ yếu thông qua rủi ro riêng lẻ và rủi ro hệ thống của cổ phiếu. Đồng thời, tác động của quy mô và dư nợ cho vay đến TSSL trong giai đoạn dịch bệnh cũng thể hiện mối quan tâm nhiều hơn của các nhà đầu tư đến rủi ro vỡ nợ trong giai đoạn này; (4) Cuối cùng, kết quả nghiên cứu cung cấp kênh tham khảo quan trọng cho các nhà quản trị ngân hàng để gia tăng giá trị cổ đông thông qua việc củng cố các chỉ tiêu trên bảng cân đối kế toán của mình.

Ngoài phần mở đầu, các nội dung còn lại của bài nghiên cứu gồm: Phần 2 – Tóm tắt các nghiên cứu về TSSL của cổ phiếu; Phần 3 – Trình bày phương pháp nghiên cứu, mô hình và dữ liệu nghiên cứu; Phần 4 – Báo cáo tác động của các yếu tố đặc điểm ngân hàng đến TSSL và cơ chế tác động của các yếu tố này; và cuối cùng, phần 5 – Nêu các kết luận từ nghiên cứu và một số hàm ý.

## 2. Tổng quan nghiên cứu

Tỷ suất sinh lợi (TSSL) là chỉ tiêu quan trọng trong đầu tư và được xác định bằng tỷ lệ phần trăm giữa mức lợi nhuận thu được (bao gồm sự thay đổi về giá và các khoản thu nhập bằng tiền mặt) và giá trị của khoản đầu tư bỏ ra (Mishkin, 2015). Do đó, các nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến TSSL luôn là mối quan tâm hàng đầu của các chuyên gia tài chính và các nhà quản trị danh mục đầu tư. Bên cạnh đó, tỷ suất sinh lợi cũng thể hiện hiệu quả của cổ phiếu và là một trong các chỉ tiêu quan trọng được giám sát bởi các nhà quản trị doanh nghiệp.

Việc TSSL có thể dự đoán được hay không đã được đặt ra từ rất lâu trong các nghiên cứu tài chính và vẫn còn nhiều tranh cãi. Ban đầu, lý thuyết thị trường hiệu quả (Efficient Market Hypothesis – EMH) (Fama, 1965; Mandelbrot, 1963; Sharpe, 1964) cho rằng, trong thị trường hoạt động hiệu quả, tất cả các thông tin về các tài sản tài chính sẽ được phản ánh vào giá. Do đó, giá sẽ biến động ngẫu nhiên và không thể dự đoán được do các nhà đầu tư đã tận dụng hết các cơ hội kinh doanh chênh lệch giá. Mặc dù nhiều bằng chứng ban đầu ủng hộ lý thuyết thị trường hiệu quả (Ball & Brown, 1968; Fama, 1965, 1970; Fama và cộng sự, 1969; Samuelson, 1965), nhưng vẫn có một số nghiên cứu đưa ra các bằng chứng ngược lại. Chẳng hạn như: Ross (1976) lập luận rằng, thị trường không phải lúc nào cũng hoàn toàn hiệu quả, sẽ có những thời điểm các tài sản bị định giá sai. Mặc dù thị trường cuối cùng sẽ tự điều chỉnh, nhưng vẫn tạo cơ hội cho những nhà kinh doanh chênh lệch giá kiếm lợi nhuận.

Nhiều nghiên cứu cũng chỉ ra những bất thường (Anomalies) của giá cổ phiếu không tuân theo những giả định của lý thuyết EMH. Điển hình như “hiệu ứng công ty quy mô nhỏ” (Small-Firm Effect) mà trong đó, các công ty có quy mô nhỏ có TSSL cao bất thường trong một khoảng thời gian dài, mặc dù các công ty này thường có rủi ro cao (Reinganum, 1983); phản ứng quá mức của thị trường, đặc biệt đối với các công bố thông tin của doanh nghiệp (De Bondt & Thaler, 1987); sự biến động quá mức của thị trường chứng khoán (Shiller, 1981)...

Cùng với sự phát triển của các lý thuyết giải thích sự biến động giá cổ phiếu, nhiều mô hình dự đoán giá cổ phiếu cũng được xây dựng và phát triển. Hầu hết các mô hình này tập trung phân tích ảnh hưởng của các nhân tố rủi ro khác nhau đến TSSL. Mô hình định giá tài sản vốn (Capital Asset Pricing Model – CAPM) (Sharpe, 1964) cho rằng TSSL của tài sản chỉ phụ thuộc vào TSSL của danh mục thị trường. Mối quan hệ giữa sự biến động TSSL của cổ phiếu và TSSL thị trường được xem như rủi ro hệ thống của cổ phiếu mà nhà đầu tư không thể loại bỏ bằng cách đa dạng hóa danh mục đầu tư. Nhiều nghiên cứu sau đó cho thấy TSSL còn chịu ảnh hưởng bởi các nhân tố khác như: Quy mô, giá trị (Banz, 1981; Fama & French, 1992), lợi nhuận (Fama & French, 2015; Haugen & Baker, 1996; Novy-Marx, 2013), đầu tư (Fama & French, 2015)...

Dù các nghiên cứu về TSSL thu hút nhiều sự quan tâm của các nhà nghiên cứu, các nghiên cứu về TSSL thường bỏ qua các định chế tài chính do tính chất trung gian tài chính cũng như chịu sự quản lý nghiêm ngặt của các cơ quan có thẩm quyền. Theo Cooper và cộng sự (2003), cũng chính những đặc thù này mà các yếu tố đặc điểm ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích sự biến động của TSSL của cổ phiếu ngân hàng. Nghiên cứu trên các công ty chủ quản ngân hàng (Bank Holding Company – BHC) ở Mỹ giai đoạn từ tháng 6/1986 đến tháng 12/1999 của Cooper và cộng sự (2003) cho thấy tỷ suất sinh lời cổ phiếu ngân hàng chịu ảnh hưởng bởi thu nhập trên mỗi cổ phiếu, thu nhập phi lãi, dự phòng rủi ro tín dụng, thu nhập, hệ số vốn chủ sở hữu, và cam kết cho vay theo thư tín dụng dự phòng, trong khi đó, giá trị sổ sách trên giá thị trường và quy mô ngân hàng lại không tác động đáng kể. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng tác động này là do nhà đầu tư phản ứng dưới mức (Underreact)<sup>2</sup> với sự thay đổi của các yếu tố đặc điểm ngân hàng.

Ngược lại, nghiên cứu của Girard và cộng sự (2010) trên hơn 3.000 doanh nghiệp và 343 ngân hàng ở 33 thị trường mới nổi và 9 thị trường cận biên giai đoạn 1986–2004 cho thấy TSSL của cổ phiếu ngân hàng ở các thị trường mới nổi chịu ảnh hưởng bởi quy mô, giá trị sổ sách trên giá thị trường, khe hở kỳ hạn. Bên cạnh đó, môi trường cạnh tranh, các điều kiện kinh tế - xã hội, và GDP bình quân đầu người cũng tác động đến TSSL.

Theo Al-Shubiri (2010), giá trị tài sản ròng trên mỗi cổ phiếu, thu nhập trên mỗi cổ phiếu (Earnings Per Share – EPS) và tỷ lệ cổ tức có tác động tích cực đáng kể đến giá cổ phiếu của 14 ngân hàng thương mại được niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Amman (Jordan). Uddin và cộng sự (2013) xem xét các yếu tố quyết định giá cổ phiếu trong các công ty thuộc lĩnh vực tài chính trên Sở giao dịch Dhaka (Bangladesh) bằng cách sử dụng dữ liệu từ năm 2005 đến năm 2010 và kết luận rằng có mối quan hệ thuận chiều giữa giá cổ phiếu và các chỉ số giá trị tài sản ròng trên mỗi cổ phiếu, EPS và hệ số giá trên lợi nhuận một cổ phiếu (Price to Earnings Ratio – hệ số P/E). Almumani (2014) sử dụng dữ liệu các ngân hàng được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Amman từ năm 2005 đến năm

<sup>2</sup> Phản ứng quá mức (Overreaction) và phản ứng dưới mức (Underreaction) thể hiện phản ứng của nhà đầu tư đối với thông tin theo lý thuyết tài chính hành vi (Bodie và cộng sự, 2014).

2011 để chỉ ra rằng trong số các biến thị hệ số EPS, giá trị sổ sách của cổ phiếu, hệ số P/E và quy mô là quan trọng nhất trong việc quyết định giá cổ phiếu.

Tại thị trường chứng khoán Indonesia, nghiên cứu của Moeljadi và cộng sự (2020) cũng phân tích các yếu tố tác động đến giá trị doanh nghiệp (đo lường bằng giá cổ phiếu và TSSL của cổ phiếu) của 30 ngân hàng niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Indonesia trong giai đoạn 2015–2018. Kết quả cho thấy biên lợi nhuận (Net Interest Margin – NIM) và tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản có ảnh hưởng trực tiếp đến giá cổ phiếu, nhưng không ảnh hưởng đến TSSL của cổ phiếu. Ngược lại, kết quả nghiên cứu của Ebenezer và cộng sự (2019a) sử dụng dữ liệu bảng cho 16 ngân hàng hoạt động tại Nigeria trong giai đoạn 2009–2017 cho thấy rủi ro thanh khoản và biên lãi ròng có ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị ngân hàng. Trong khi đó, Ebenezer và cộng sự (2019b) mở rộng nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng từ 63 ngân hàng thương mại ở các nước ASEAN-5 giai đoạn 2009–2017 cho thấy tỷ lệ cho vay trên tiền gửi (LDR) có ảnh hưởng tích cực đến giá trị của ngân hàng. Tỷ lệ tài sản lưu động và rủi ro lãi suất (tỷ suất lãi ròng và tỷ suất lãi tài sản) lại ảnh hưởng tiêu cực.

Xét riêng tại Việt Nam, các nghiên cứu về TSSL chủ yếu kiểm chứng sự phù hợp của các mô hình định giá cổ phiếu như CAPM (Trần Thị Tuấn Anh & Phạm Thị Hoài Thu, 2017; Nguyễn Kim Đức & Tô Công Nguyên Bảo, 2015; Nguyễn Anh Phong, 2012; Võ Xuân Vinh & Võ Văn Phong, 2016), các mô hình Fama và French ba nhân tố (Trần Thị Hải Lý, 2010; Phạm Hữu Hồng Thái, 2015), năm nhân tố (Võ Hồng Đức & Mai Duy Tân, 2014; Võ Xuân Vinh & Đặng Quốc Thành, 2016)... Ngoài các yếu tố truyền thống như: Quy mô, giá trị, lợi nhuận, xu hướng giá cổ phiếu, đầu tư, các nghiên cứu còn tìm thấy tác động của hệ số thu nhập trên giá (EPS), lãi suất, tỷ giá, giá vàng, lạm phát (Trương Đông Lộc, 2014), tâm lý của nhà đầu tư (Nguyễn Văn Điệp, 2017), COVID-19 (Nguyễn Văn Điệp & Lê Duy Khang, 2021).

Có thể thấy, mặc dù chưa nhận được sự quan tâm đúng mức, nhưng qua tổng hợp các kết quả nghiên cứu trước đây, có thể thấy các đặc điểm của ngân hàng có tác động đến TSSL của cổ phiếu. Tuy nhiên, các nghiên cứu đã được thực hiện vẫn chưa thống nhất về tác động của các đặc điểm này đến TSSL. Bên cạnh đó, tác động đó liệu có tồn tại trong giai đoạn dịch bệnh hay không vẫn còn là khoảng trống cần nghiên cứu.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Để đánh giá vai trò của các đặc điểm ngân hàng đến TSSL cổ phiếu của các ngân hàng Việt Nam trong thời kỳ đại dịch COVID-19, nghiên cứu thực hiện hồi quy mô hình sau:

$$R_{it} = \gamma_i + \theta COVID_t + \mu Z_{iq-1} + \sigma COVID_t Z_{iq-1} + \rho X_{it-1} + \vartheta_{it} \quad (1)$$

Trong đó,  $R_{it}$  là TSSL của cổ phiếu ngân hàng  $i$  vào ngày  $t$  và được xác định theo công thức:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (2)$$

Trong đó,  $P_{it}$ : Giá đóng cửa của cổ phiếu  $i$  vào ngày  $t$ ;

$COVID_t$ : Vector các yếu tố liên quan đến COVID-19, gồm giai đoạn trước và sau khi có ca nhiễm COVID-19 đầu tiên ( $COVID$ ), và giai đoạn trước và sau khi áp dụng các biện pháp giãn cách xã hội ( $DIS$ );

$Z_{itq-1}$ : Vector các đặc điểm ngân hàng của quý trước<sup>3</sup>;

$X_{it-1}$ : Các biến kiểm soát;

$\theta, \mu, \sigma$  và  $\rho$ : Vector các hệ số hồi quy;

$\gamma_i$ : Hằng số; và

$\vartheta_{it}$ : Sai số ngẫu nhiên.

Dựa trên các nghiên cứu trước đây, các nhân tố đặc điểm ngân hàng có khả năng tác động đến TSSL được xem xét gồm:

- *Quy mô (SIZE)*: Tác động của quy mô đến TSSL cổ phiếu đã được đề cập đến trong nhiều nghiên cứu trước đây (Banz, 1981; Berk, 1995; Fama & French, 1993). Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu đều tập trung vào quy mô dưới góc độ giá trị vốn hóa thị trường của cổ phiếu. Gandhi và Lustig (2015) lập luận rằng Chính phủ không chỉ quan tâm đến giá trị cổ phiếu của ngân hàng mà còn cả quy mô tài sản. Nghiên cứu này cũng tìm thấy tác động ngược chiều giữa giá trị sổ sách tài sản đối với TSSL của cổ phiếu các ngân hàng ở Mỹ giai đoạn từ năm 1970 đến năm 2009. Ngược lại, Rjoub và cộng sự (2017), Intariani và Suryantini (2020) tìm thấy tác động cùng chiều giữa quy mô và TSSL của cổ phiếu. Do đó, nghiên cứu xem xét tác động của quy mô đến TSSL của cổ phiếu ngân hàng và đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản, tương tự các nghiên cứu trước đây.

- *Hệ số thanh khoản (LIQ)*: Hệ số thanh khoản phản ánh khả năng đáp ứng các nghĩa vụ tài chính ngắn hạn của ngân hàng bằng nguồn vốn hiện có. Các ngân hàng có thanh khoản cao có thể được đánh giá cao bởi các nhà đầu tư do có thể đối phó được các vấn đề về dòng tiền, đặc biệt là trong những sự kiện bất lợi như khủng hoảng. Tuy nhiên, thanh khoản cao cũng có thể là dấu hiệu thể hiện sự yếu kém về mặt quản trị trong việc tối ưu hóa giá trị tài sản và do đó làm giảm khả năng sinh lời (Gadarowski và cộng sự, 2007; Jensen, 1986). Acharya và cộng sự (2012) còn chỉ ra rằng các doanh nghiệp có thanh khoản cao sẽ đối mặt với rủi ro vỡ nợ trong dài hạn. Do đó, hệ số thanh khoản có khả năng tác động tiêu cực đến TSSL của cổ phiếu. Nghiên cứu này sử dụng tỷ lệ tiền mặt và tương đương tiền trên tổng tài sản để đo lường thanh khoản của ngân hàng. Hệ số này càng cao phản ánh tính thanh khoản của ngân hàng càng tốt.

- *Khả năng sinh lợi (ROE)*: Khả năng sinh lợi phản ánh khả năng tạo ra lợi nhuận và hiệu quả quản trị của ngân hàng. Nhiều nghiên cứu đã xem xét tác động của khả năng sinh lợi đến TSSL của cổ phiếu và tìm thấy vai trò tích cực của yếu tố này đối với các doanh nghiệp nói chung (Fama & French, 2006, 2015; Haugen & Baker, 1996; Novy-Marx, 2013), và các ngân hàng nói riêng (Intariani & Suryantini, 2020; Nurazi & Usman, 2016; Rjoub và cộng sự, 2017). Do đó, nghiên cứu này xem xét tác động của khả năng sinh lợi đến TSSL của cổ phiếu ngân hàng thông qua TSSL trên vốn chủ sở hữu (ROE).

- *Dư nợ cho vay (LOAN)*: Cho vay là một trong những chức năng chính của ngân hàng để cung cấp vốn cho nền kinh tế và tỷ trọng dư nợ cho vay thể hiện sức khỏe tài chính của ngân hàng. Tuy nhiên, do tính bảo mật thông tin về khách hàng của ngân hàng và những hạn chế trong việc công bố các thông tin vay vốn của các doanh nghiệp, việc đánh giá đầy đủ rủi ro của khoản vay từ phía nhà đầu tư là tương đối khó khăn (O'Hara, 1993; Santomero, 1983). Tuy vậy, các nghiên cứu của Cooper

<sup>3</sup> Do các đặc điểm ngân hàng được công bố hàng quý, nên tại thời điểm xem xét TSSL vào ngày  $t$  tương ứng với quý  $q$ , dữ liệu đặc điểm ngân hàng có sẵn và có thể ảnh hưởng đến quyết định giao dịch của nhà đầu tư là dữ liệu của quý trước ( $q - 1$ ).

và cộng sự (2003) và Rjoub và cộng sự (2017) đều tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa hai yếu tố này. Dư nợ cho vay (LOAN) được xác định bằng tỷ trọng của dư nợ cho vay trên tổng tài sản của ngân hàng.

- *Console.ForegroundColor = ConsoleColor.DarkYellow*; Chất lượng tín dụng thường được phản ánh thông qua tỷ lệ trích lập dự phòng của các khoản cho vay và là kênh tham khảo để đánh giá rủi ro của ngân hàng (Kim & Santomero, 1993). Bên cạnh đó, các ngân hàng cũng thường sử dụng dự phòng rủi ro để điều chỉnh các báo cáo thu nhập của mình (Balla và cộng sự, 2012). Do đó, các nhà đầu tư thường sử dụng thông tin về dự phòng cho vay để đánh giá về hiệu quả hoạt động của ngân hàng trong tương lai (Musumeci & Sinkey, 1990; Strong & Meyer, 1987). Các nghiên cứu trước đây đều tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa mức trích lập dự phòng và TSSL của cổ phiếu (Agusman và cộng sự, 2008; Madura & Zarrok, 1992). Do đó, nghiên cứu này xem xét tỷ lệ trích lập dự phòng rủi ro như một nhân tố ảnh hưởng đến TSSL của cổ phiếu và xác định bằng tỷ lệ trích lập dự phòng rủi ro tín dụng trên tổng dư nợ cho vay của ngân hàng.

Các biến kiểm soát của mô hình gồm: Giá trị thị trường trên giá trị sổ sách (MTB), TSSL của thị trường ( $R_m$ ) như hầu hết các nghiên cứu truyền thống về TSSL của cổ phiếu (Sharpe, 1964; Fama & French, 2015). Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng xem xét tác động của số ca nhiễm COVID-19 (CASE) tương tự nghiên cứu của Al-Awadhi và cộng sự (2020), Anh và Gan (2021), và Nguyễn Thị Thiều Quang và Hà Xuân Thùy (2021).

Vì dữ liệu nghiên cứu ở dạng bảng nên nghiên cứu sử dụng hồi quy theo mô hình tác động cố định (Fixed Effects Model – FEM) để ước lượng. Mô hình FEM có ưu điểm là nó xem xét sự tồn tại của các đặc điểm riêng cố định của mỗi chủ thể quan sát và do đó phù hợp với thực tế là mỗi ngân hàng thường có những đặc điểm riêng ít thay đổi theo thời gian và khó có thể quan sát được (như các yếu tố về quản trị, về giá trị thương hiệu...). Bên cạnh đó, mô hình FEM được xây dựng dựa trên giả định rằng các đặc điểm riêng cố định này có tương quan với các biến giải thích của mô hình. Giả định này phù hợp với thực tế hơn giả định của mô hình tác động ngẫu nhiên (Random Effects Model – REM) khi cho rằng các đặc điểm riêng cố định này và các biến giải thích không tương quan với nhau. Nguyên nhân chủ yếu là do nhiều đặc điểm riêng cố định không thể quan sát được và có thể có tương quan với biến giải thích. Chẳng hạn như trong mô hình xem xét, yếu tố quản trị của ngân hàng có vai trò quan trọng trong việc phát triển ngân hàng về quy mô, gia tăng lợi nhuận... Do đó, nếu ước lượng bằng mô hình REM sẽ không hiệu quả (Greene, 2018). Bên cạnh đó, để khắc phục các vấn đề về phương sai thay đổi và tự tương quan phần dư, nghiên cứu sử dụng sai số chuẩn mạnh trong mô hình (Greene, 2018).

Tác động của các đặc điểm ngân hàng ( $Z$ ) đến TSSL của cổ phiếu ngân hàng trong thời kỳ đại dịch COVID-19 được đo lường bằng hệ số  $\sigma$ . Hệ số  $\sigma \neq 0$  ở mức ý nghĩa nghiên cứu (với giả thuyết  $H_0: \sigma = 0$ ) khẳng định vai trò của các đặc điểm ngân hàng đang xem xét đến TSSL của cổ phiếu ngân hàng trong thời kỳ đại dịch COVID-19.

### 3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu thực hiện phân tích TSSL của cổ phiếu các ngân hàng đang niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn từ ngày 01/01/2018 đến ngày 31/12/2020. Các dữ liệu về giá cổ phiếu, chỉ số cổ phiếu, và số ca nhiễm là dữ liệu hằng ngày. Trong đó, giá cổ phiếu và chỉ số cổ phiếu được xác định bằng giá và chỉ số đóng

cửa của mỗi ngày giao dịch. Các dữ liệu trên báo cáo tài chính của ngân hàng là dữ liệu theo quý. Các dữ liệu liên quan đến cổ phiếu, các chỉ số VN-Index và HNX-Index, và các đặc điểm ngân hàng được trích xuất từ cơ sở dữ liệu FinnPro. Các dữ liệu về COVID-19 được thu thập từ trang thông tin về dịch bệnh viêm đường hô hấp cấp COVID-19 của Bộ Y tế Việt Nam (Bộ Y tế, 2021).

Các dữ liệu sau khi trích xuất từ cơ sở dữ liệu FinnPro gồm 16 cổ phiếu ngân hàng đang niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán HNX và HOSE. Tuy nhiên, vì cổ phiếu của Ngân hàng Hàng Hải (MSB) mới niêm yết từ ngày 20/12/2020 nên được loại ra khỏi mẫu quan sát. Sau đó, các dữ liệu tài chính, dữ liệu về giá và chỉ số cổ phiếu, và dữ liệu về COVID-19 được kết hợp với nhau theo tên ngân hàng và ngày giao dịch. Bộ dữ liệu cuối cùng gồm 15 cổ phiếu ngân hàng với 11.082 quan sát. Mô tả các biến được trình bày trong Bảng 1.

**Bảng 1.**

Mô tả các biến

| Biến                          | Tên biến                                 | Giải thích biến                                                                                                                   |
|-------------------------------|------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>Biến độc lập</i>           |                                          |                                                                                                                                   |
| R                             | Tỷ suất sinh lời cổ phiếu                | $(P_{it} - P_{it-1})/P_{it-1}$                                                                                                    |
| <i>Biến kiểm soát (X)</i>     |                                          |                                                                                                                                   |
| MTB                           | Hệ số giá trị sổ sách/giá trị thị trường | Hệ số giá trị sổ sách/giá trị thị trường                                                                                          |
| R <sub>m</sub>                | Tỷ suất sinh lời thị trường              | $(Index_t - Index_{t-1})/Index_{t-1}$                                                                                             |
| CASE                          | Số ca nhiễm tăng thêm                    | Tổng số ca nhiễm ngày hôm nay – Tổng số ca nhiễm ngày hôm trước                                                                   |
| DIS                           | Áp dụng biện pháp giãn cách xã hội       | Biến giả, có giá trị 1 cho các giai đoạn áp dụng giãn cách xã hội (01/04–30/04/2020 và 26/07–04/09/2020), 0 cho giai đoạn còn lại |
| <i>Biến COVID</i>             |                                          |                                                                                                                                   |
| COVID                         | Giai đoạn có và không có COVID-19        | Biến giả, có giá trị 1 giai đoạn từ ngày 23/01/2020 đến ngày 31/12/2020, và 0 cho giai đoạn còn lại                               |
| <i>Đặc điểm ngân hàng (Z)</i> |                                          |                                                                                                                                   |
| SIZE                          | Quy mô ngân hàng                         | $\ln(\text{Tổng tài sản})$                                                                                                        |
| LIQ                           | Hệ số thanh khoản                        | Tiền mặt và tương đương tiền/ Tổng tài sản                                                                                        |
| ROE                           | Khả năng sinh lợi                        | Thu nhập từ hoạt động kinh doanh/ Vốn chủ sở hữu                                                                                  |
| CREDIT                        | Chất lượng tín dụng                      | Dự phòng rủi ro tín dụng/ Tổng dư nợ cho vay                                                                                      |
| LOAN                          | Dư nợ cho vay                            | Dư nợ cho vay/ Tổng tài sản                                                                                                       |

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2 mô tả các biến trong mẫu nghiên cứu. Bảng 2 cho thấy TSSL trung bình của cổ phiếu các ngân hàng trong giai đoạn từ ngày 01/01/2018 đến ngày 31/12/2020 là dương và ở mức 0,1%. Bên cạnh đó, giá trị trung bình TSSL của các cổ phiếu ngân hàng cũng cao hơn so với toàn thị trường. Hệ số giá trên giá trị sổ sách (MTB) của các cổ phiếu ngân hàng còn tương đối thấp, ở mức 1,321, thể hiện tiềm năng tăng trưởng cao trong tương lai. Số ca nhiễm trung bình trong giai đoạn có dịch tăng tương ứng khoảng 2 ca/ngày. Mặc dù có những đợt dịch bùng phát mạnh, nhưng do có những biện pháp kiểm soát tốt và kịp thời, số ca nhiễm tăng không quá 82 ca/ngày. Xét đến các đặc điểm ngân hàng, Bảng 2 cho thấy các ngân hàng trong mẫu nghiên cứu có quy mô trung bình đạt 322,460 nghìn tỷ đồng (tương ứng với giá trị logarit 33,407). Do đặc thù ngành là các trung gian tài chính, các ngân hàng duy trì hệ số thanh khoản ở mức thấp, vào khoảng 1%. Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ở mức cao, trung bình đạt 15,4%, có những thời điểm đạt đến 28,1%. Cho vay vẫn chiếm tỷ trọng chủ yếu trong cơ cấu các khoản mục tài sản của các ngân hàng Việt Nam, với tỷ lệ trung bình là 65,2%. Tuy vậy, hầu hết các khoản vay đều được đảm bảo đầy đủ bằng tài sản và có chất lượng tốt. Do đó, tỷ lệ trích lập dự phòng rủi ro trung bình của các ngân hàng ở mức thấp (1,3%) và cao nhất cũng chỉ ở mức 2,2%.

### Bảng 2.

Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

| Các biến       | Số quan sát | Trung bình | Trung vị | Độ lệch chuẩn | Giá trị nhỏ nhất | Giá trị lớn nhất |
|----------------|-------------|------------|----------|---------------|------------------|------------------|
| R              | 11.082      | 0,001      | 0,000    | 0,023         | -0,200           | 0,200            |
| MTB            | 11.082      | 1,321      | 1,267    | 0,821         | 0,379            | 4,794            |
| R <sub>m</sub> | 11.082      | <0,001     | 0,001    | 0,017         | -0,920           | 0,055            |
| CASE           | 11.082      | 1,459      | 0,000    | 5,154         | 0,000            | 82,000           |
| SIZE           | 178         | 33,407     | 33,404   | 0,817         | 31,871           | 34,938           |
| LIQ            | 178         | 0,010      | 0,009    | 0,006         | 0,003            | 0,047            |
| ROE            | 178         | 0,154      | 0,157    | 0,073         | 0,007            | 0,281            |
| CREDIT         | 178         | 0,013      | 0,013    | 0,003         | 0,009            | 0,022            |
| LOAN           | 178         | 0,652      | 0,665    | 0,073         | 0,447            | 0,788            |

### 4.2. Ma trận tương quan

Để đảm bảo không có đa cộng tuyến giữa các biến giải thích trong mô hình (1), nghiên cứu đánh giá quan hệ giữa các biến bằng ma trận tương quan. Kết quả ở Bảng 3 cho thấy hệ số tương quan giữa các biến đều nhỏ hơn 0,6 và do đó, mô hình không có đa cộng tuyến.

**Bảng 3.**

Ma trận tương quan

|                | R       | MTB     | R <sub>m</sub> | CASE    | DIS     |
|----------------|---------|---------|----------------|---------|---------|
| MTB            | −0,040* |         |                |         |         |
| R <sub>m</sub> | 0,373*  | −0,032* |                |         |         |
| CASE           | −0,001  | −0,148* | 0,012          |         |         |
| DIS            | 0,050*  | −0,054* | 0,069*         | 0,458*  |         |
| COVID          | 0,028*  | −0,333* | 0,028*         | 0,414*  | 0,385*  |
| SIZE           | 0,005   | 0,348*  | 0,009          | 0,038*  | 0,031*  |
| LIQ            | −0,014  | 0,052*  | −0,002         | −0,037* | −0,031* |
| ROE            | −0,001  | 0,360*  | 0,002          | 0,026*  | 0,025*  |
| CREDIT         | −0,006  | 0,232*  | 0,009          | 0,037*  | 0,021*  |
| LOAN           | 0,015   | −0,058* | 0,013          | 0,055*  | 0,061*  |
|                | COVID   | SIZE    | LIQ            | ROE     | CREDIT  |
| SIZE           | 0,089*  |         |                |         |         |
| LIQ            | −0,101* | −0,056* |                |         |         |
| ROE            | 0,072*  | 0,237*  | −0,131*        |         |         |
| CREDIT         | 0,042*  | 0,550*  | −0,191*        | 0,199*  |         |
| LOAN           | 0,126*  | 0,517*  | 0,059*         | 0,121*  | 0,055*  |

Ghi chú: \* thể hiện mức ý nghĩa thống kê 10%.

#### 4.3. Kết quả hồi quy

Để tránh việc đưa quá nhiều biến vào mô hình làm kết quả ước lượng bị chệch, nghiên cứu đánh giá tác động của các biến đặc điểm ngân hàng ( $Z$ ) bằng cách thực hiện hồi quy phân cấp. Theo đó, các biến đặc điểm ngân hàng sẽ lần lượt được thêm vào mô hình. Kết quả ở Bảng 4 cho thấy các biến đặc điểm ngân hàng góp phần giải thích sự thay đổi của TSSL ( $R^2$  tăng 0,1%) và tác động của các biến giải thích không thay đổi đáng kể qua các mô hình, thể hiện ở việc các hệ số ước lượng giữ nguyên dấu, mức ý nghĩa và không thay đổi nhiều về giá trị.

**Bảng 4.**

Kết quả hồi quy phân cấp mô hình FEM

|                    | (1)       | (2)      | (3)      | (4)      | (5)      | (6)      | (7)       |
|--------------------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| MTB <sub>t-1</sub> | −0,002*** | −0,002** | −0,002** | −0,002** | −0,002** | −0,002** | −0,002*** |
|                    | (0,000)   | (0,001)  | (0,001)  | (0,001)  | (0,001)  | (0,001)  | (0,001)   |

|                       | (1)       | (2)       | (3)       | (4)       | (5)       | (6)       | (7)       |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| $R_m$                 | 0,478*    | 0,478*    | 0,478*    | 0,478*    | 0,478*    | 0,478*    | 0,478*    |
|                       | (0,225)   | (0,225)   | (0,225)   | (0,225)   | (0,225)   | (0,225)   | (0,225)   |
| CASE                  | —         | —         | —         | —         | —         | —         | —         |
|                       | 0,0001*** | 0,0001*** | 0,0001*** | 0,0001*** | 0,0001*** | 0,0001*** | 0,0001*** |
|                       | (<0,001)  | (<0,001)  | (0<0,001) | (<0,001)  | (<0,001)  | (<0,001)  | (<0,001)  |
| DIS                   | 0,003**   | 0,003**   | 0,003**   | 0,003**   | 0,003**   | 0,003**   | 0,004**   |
|                       | (0,001)   | (0,002)   | (0,002)   | (0,002)   | (0,002)   | (0,002)   | (0,002)   |
| COVID                 |           | −0,0002   | −0,0004   | −0,001    | −0,001    | −0,001    | −0,0003   |
|                       |           | (0,001)   | (0,001)   | (0,001)   | (0,001)   | (0,001)   | (0,001)   |
| SIZE <sub>q−1</sub>   |           |           | 0,001     | 0,002     | 0,002     | 0,001     | 0,001     |
|                       |           |           | (0,002)   | (0,002)   | (0,002)   | (0,003)   | (0,002)   |
| LIQ <sub>q−1</sub>    |           |           |           | −0,075*   | −0,076*   | −0,071*   | −0,060*   |
|                       |           |           |           | (0,041)   | (0,041)   | (0,036)   | (0,029)   |
| ROE <sub>q−1</sub>    |           |           |           |           | −0,002    | 0,0004    | 0,001     |
|                       |           |           |           |           | (0,010)   | (0,010)   | (0,009)   |
| CREDIT <sub>q−1</sub> |           |           |           |           |           | −0,284*   | −0,289*   |
|                       |           |           |           |           |           | (0,139)   | (0,136)   |
| LOAN <sub>q−1</sub>   |           |           |           |           |           |           | −0,014**  |
|                       |           |           |           |           |           |           | (0,006)   |
| Hằng số               | 0,003***  | 0,003***  | −0,038    | −0,053    | −0,060    | −0,023    | −0,011    |
|                       | (0,001)   | (0,001)   | (0,068)   | (0,071)   | (0,076)   | (0,090)   | (0,080)   |
| Số quan sát           | 11.064    | 11.064    | 11.064    | 11.064    | 11.064    | 11.064    | 11.064    |
| R <sup>2</sup>        | 0,144     | 0,145     | 0,145     | 0,145     | 0,145     | 0,145     | 0,145     |

*Ghi chú:* Bảng này thể hiện kết quả hồi quy phân cấp mô hình FEM bằng cách thêm lần lượt biến COVID và các biến đặc điểm ngân hàng (SIZE, LIQ, ROE, CREDIT, LOAN) vào mô hình:  $R_{it} = \gamma_i + \rho_1 MTB_{it-1} + \rho_2 R_{MT} + \rho_3 CASE_t + \rho_4 DIS_t + \vartheta_{it}$  (cột 1);

Số liệu trong ngoặc đơn ( ) là sai số chuẩn mạnh;

\*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa lần lượt là 10%, 5% và 1%.

Bảng 5 báo cáo kết quả ước lượng mô hình (1) với các biến tương tác lần lượt là COVID (cột 1) cho giai đoạn COVID-19 và DIS (cột 2) cho giai đoạn giãn cách xã hội. Có thể thấy hệ số ước lượng của các biến kiểm soát và các biến đặc điểm ngân hàng tương tự như Bảng 4. Điều này khẳng định việc thêm biến tương tác không làm lệch kết quả ước lượng của mô hình.

Biến MTB và CASE có hệ số ước lượng âm và có ý nghĩa thống kê, tương tự như các nghiên cứu trước đây (Al-Awadhi và cộng sự, 2020; Anh & Gan, 2021; Nguyễn Thị Thiều Quang & Hà Xuân Thùy, 2021). Do đó, cổ phiếu của các ngân hàng đang được định giá càng cao (MTB lớn) thì càng ít được ưa chuộng hơn và TSSL càng thấp. Bên cạnh đó, số ca nhiễm được xem như chỉ báo về mức độ nghiêm trọng của dịch bệnh. Số ca nhiễm mới tăng lên phản ánh dịch bệnh càng trở nên nghiêm trọng, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến kỳ vọng của nhà đầu tư về dòng tiền trong tương lai và làm giảm TSSL của cổ phiếu (Nguyễn Thị Thiều Quang & Hà Xuân Thùy, 2021). Mối quan hệ giữa TSSL của cổ phiếu ngân hàng và TSSL thị trường ( $R_m$ ) dương và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1% và nhỏ hơn 1 cho thấy các cổ phiếu ngành ngân hàng biến động cùng chiều và mức biến động ít hơn so với thị trường.

Tác động của các đặc điểm ngân hàng trong điều kiện bình thường, khi không có COVID-19 và giãn cách xã hội thể hiện ở các biến SIZE, LIQ, ROE, CREDIT và LOAN. Trong các yếu tố đặc điểm ngân hàng được xem xét, chỉ có hệ số thanh khoản (LIQ), chất lượng tín dụng (CREDIT) và dư nợ cho vay (LOAN) có tác động đến TSSL của cổ phiếu ngân hàng trong điều kiện bình thường. Các hệ số này đều âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% và 10%. Kết quả này cho thấy các ngân hàng có thanh khoản cao không được ưa thích bởi nhà đầu tư vì nó được xem như sự yếu kém về mặt quản trị trong việc tối ưu hóa giá trị tài sản (Gadarowski và cộng sự, 2007; Jensen, 1986). Bên cạnh đó, tác động ngược chiều của mức trích lập dự phòng (phản ánh chất lượng tín dụng) và dư nợ cho vay tương tự các nghiên cứu trước đây (Agusman và cộng sự, 2008; Cooper và cộng sự, 2003; Madura & Zaruk, 1992; Rjoub và cộng sự, 2017). Điều này thể hiện dù dự phòng rủi ro là cần thiết để giảm thiểu rủi ro tín dụng, các nhà đầu tư lại không cho đó là tín hiệu tốt phản ánh khả năng xử lý các khoản nợ có vấn đề của ngân hàng. Hơn nữa, mô hình ngân hàng ở Việt Nam còn nặng tính truyền thống và cho vay vẫn là hoạt động đem lại lợi nhuận chủ yếu của ngân hàng. Do đó, các ngân hàng có tỷ trọng dư nợ cao thể hiện khả năng sinh lợi lớn và được ưa thích bởi các nhà đầu tư.

Tác động của biến COVID (DIS) khi các biến đặc điểm ngân hàng tương tác với DIS (COVID) trong Bảng 5 cũng tương tự như Bảng 4. Cụ thể là, giai đoạn có và không có COVID-19 không ảnh hưởng đến TSSL của cổ phiếu ngân hàng (biến COVID ở cột (2) Bảng 5 không có ý nghĩa thống kê). Có thể giải thích điều này do hai nguyên nhân.

- *Thứ nhất*, dịch bệnh COVID-19 ở Việt Nam được kiểm soát tương đối tốt. Các trường hợp nhập cảnh từ nước ngoài đều được cách ly ngay. Đối với các ca nhiễm trong cộng đồng, việc khoanh vùng dịch và truy vết được tổ chức và thực hiện nhanh chóng. Khi dịch bệnh có xu hướng bùng phát mạnh, Chính phủ đã kịp thời và quyết liệt đưa ra các biện pháp ứng phó, triển khai các biện pháp giãn cách xã hội phù hợp. Từ đó, củng cố và tạo niềm tin cho các nhà đầu tư và thị trường và ổn định thị trường chứng khoán.

- *Thứ hai*, cho đến nay, COVID-19 đã diễn ra trong một khoảng thời gian tương đối dài với nhiều giai đoạn bùng phát dịch. Nghiên cứu của Nguyễn Thị Thiều Quang và Hà Xuân Thùy (2021) đã cho thấy COVID-19 chỉ tạo ra tác động trong ngắn hạn trên thị trường chứng khoán Việt Nam do thị trường phản ứng quá mức với thông tin về dịch bệnh. Tuy nhiên, theo thời gian, khi tin tức ngày càng nhiều và có xu hướng bão hòa, thông tin về dịch bệnh sẽ không còn “mới” và “bất ngờ” nên sẽ không còn ảnh hưởng nhiều đến TSSL. Trong khi đó, biến DIS ở cột (1) Bảng 5 dương và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5% cho thấy việc áp dụng biện pháp giãn cách xã hội là phù hợp và có hiệu quả gia tăng niềm tin của nhà đầu tư, từ đó làm tăng TSSL. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Anh và

Gan (2021) về tác động tích cực của giãn cách xã hội đối với thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn dịch bệnh COVID-19.

Vai trò của các đặc điểm ngân hàng đến TSSL của cổ phiếu trong giai đoạn COVID-19 thể hiện ở các biến tương tác trong Bảng 5. Có thể thấy, trong giai đoạn diễn ra COVID-19, quy mô ngân hàng (SIZE) và dư nợ cho vay (LOAN) có ảnh hưởng đáng kể đến TSSL của cổ phiếu. Biến tương tác COVID x SIZE có hệ số âm ở mức ý nghĩa 5% cho thấy trong giai đoạn COVID-19, các ngân hàng có quy mô càng lớn thì TSSL càng nhỏ. Trong khi đó, biến tương tác COVIDxLOAN có hệ số dương ở mức ý nghĩa 10% và do đó, các ngân hàng có dư nợ cho vay cao sẽ được ưa thích trong giai đoạn này (TSSL tăng). Tuy nhiên, xét đến giai đoạn giãn cách xã hội, các yếu tố đặc điểm ngân hàng lại không thể hiện vai trò đáng kể trong giai đoạn này. Các hệ số của các biến tương tác với DIS đều không có ý nghĩa thống kê. Do đó, chưa có đủ bằng chứng để đánh giá vai trò của các đặc điểm ngân hàng trong giai đoạn giãn cách xã hội. Nguyên nhân chủ yếu là do thời gian thực hiện giãn cách tương đối ngắn. Trong tương lai, khi mở rộng mẫu quan sát (về số doanh nghiệp và thời gian) có thể có thêm những kết quả đáng chú ý.

#### Bảng 5.

Kết quả hồi quy mô hình FEM đặc điểm ngân hàng đối với TSSL trong giai đoạn COVID-19

|                               | (1) – Giai đoạn COVID-19 |              | (2) – Giai đoạn giãn cách xã hội |              |
|-------------------------------|--------------------------|--------------|----------------------------------|--------------|
|                               | Hệ số ước lượng          | Sai số chuẩn | Hệ số ước lượng                  | Sai số chuẩn |
| MTB                           | −0,002***                | 0,001        | −0,002***                        | 0,001        |
| R <sub>m</sub>                | 0,477*                   | 0,225        | 0,478*                           | 0,225        |
| CASE                          | −0,0001***               | <0,001       | −0,0001***                       | <0,001       |
| COVID                         | 0,053*                   | 0,025        | −0,0002                          | 0,001        |
| DIS                           | 0,003**                  | 0,002        | −0,039*                          | 0,019        |
| SIZE <sub>q−1</sub>           | −0,001                   | 0,003        | 0,0005                           | 0,002        |
| LIQ <sub>q−1</sub>            | −0,049*                  | 0,026        | −0,058**                         | 0,027        |
| ROE <sub>q−1</sub>            | 0,0003                   | 0,011        | 0,002                            | 0,009        |
| CREDIT <sub>q−1</sub>         | −0,435**                 | 0,166        | −0,260*                          | 0,133        |
| LOAN <sub>q−1</sub>           | −0,014*                  | 0,007        | −0,014**                         | 0,006        |
| COVID x SIZE <sub>q−1</sub>   | −0,002**                 | 0,001        |                                  |              |
| COVID x LIQ <sub>q−1</sub>    | 0,027                    | 0,139        |                                  |              |
| COVID x ROE <sub>q−1</sub>    | 0,006                    | 0,006        |                                  |              |
| COVID x CREDIT <sub>q−1</sub> | 0,345                    | 0,201        |                                  |              |
| COVID x LOAN <sub>q−1</sub>   | 0,019*                   | 0,010        |                                  |              |
| DIS x SIZE <sub>q−1</sub>     |                          |              | 0,001                            | 0,001        |
| DIS x LIQ <sub>q−1</sub>      |                          |              | −0,076                           | 0,137        |

|                             | (1) – Giai đoạn COVID-19 |              | (2) – Giai đoạn giãn cách xã hội |              |
|-----------------------------|--------------------------|--------------|----------------------------------|--------------|
|                             | Hệ số ước lượng          | Sai số chuẩn | Hệ số ước lượng                  | Sai số chuẩn |
| DIS x ROE <sub>q-1</sub>    |                          |              | 0,006                            | 0,005        |
| DIS x CREDIT <sub>q-1</sub> |                          |              | -0,229                           | 0,132        |
| DIS x LOAN <sub>q-1</sub>   |                          |              | 0,013                            | 0,010        |
| Hằng số                     | 0,038                    | 0,094        | 0,001                            | 0,081        |
| Ảnh hưởng cố định           | Có                       |              | Có                               |              |
| Số quan sát                 | 11.064                   |              | 11.064                           |              |
| R <sup>2</sup>              | 0,146                    |              | 0,145                            |              |

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa lần lượt là 10%, 5% và 1%.

#### 4.4. Cơ chế tác động của các yếu tố đặc điểm ngân hàng đến tỷ suất sinh lợi

Tỷ suất sinh lợi cổ phiếu có liên quan chặt chẽ đến khả năng quản trị rủi ro của ngân hàng (Santomero & Babbel, 2001; Sensarma & Jayadev, 2009). Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra tầm quan trọng của việc quản trị rủi ro đối với việc gia tăng giá trị cổ đông (Fatemi & Luft, 2002; Pagano, 2001). Bên cạnh đó, do vai trò quan trọng của ngân hàng trong nền kinh tế và các chi phí liên quan đến việc cứu trợ tài chính là rất lớn (Admati và cộng sự, 2013; Amaglobeli và cộng sự, 2017), nhiều nghiên cứu đã tập trung đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro của ngân hàng và chỉ ra vai trò quan trọng của các yếu tố đặc điểm ngân hàng. Chẳng hạn như: Altunbas và cộng sự (2017) đánh giá tác động của các đặc điểm ngân hàng đến rủi ro của các ngân hàng niêm yết ở châu Âu và Mỹ trước và trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu. Nghiên cứu cho thấy các yếu tố như quy mô ngân hàng, mức độ tăng trưởng tín dụng, mức độ phụ thuộc đối với tiền gửi, và vốn chủ sở hữu trước cuộc khủng hoảng tác động đáng kể đến rủi ro của ngân hàng. Nghiên cứu của Jabra và cộng sự (2017) đối với các ngân hàng ở 26 nước châu Âu cũng cho thấy rủi ro của ngân hàng chịu tác động của tỷ lệ vốn chủ sở hữu, quy mô và mức độ cạnh tranh bên cạnh các yếu tố vĩ mô như tốc độ tăng trưởng kinh tế và lạm phát. Nhiều nghiên cứu khác cũng chỉ ra mức độ ảnh hưởng của các đặc điểm khác như: Lợi nhuận (Baselga-Pascual và cộng sự, 2015; Leung và cộng sự, 2015), tính thanh khoản (Baselga-Pascual và cộng sự, 2015; Buch và cộng sự, 2014), đòn bẩy nợ, dự phòng rủi ro cho vay (Bessler và cộng sự, 2015)... Altunbas và cộng sự (2012) và Buch và cộng sự (2014) còn nhấn mạnh rằng các yếu tố đặc điểm ngân hàng còn ảnh hưởng đến hiệu lực truyền dẫn của các chính sách tiền tệ đối với rủi ro ngân hàng.

Dựa trên mối quan hệ giữa rủi ro - lợi nhuận và các đặc điểm ngân hàng với rủi ro, nghiên cứu tiếp tục tìm hiểu cơ chế tác động của các đặc điểm ngân hàng thông qua phân tích các rủi ro liên quan đến từng yếu tố. Do tính đa chiều của rủi ro (Adam và cộng sự, 2021; Altunbas và cộng sự, 2011), nghiên cứu xem xét một số rủi ro chính gồm: (1) Rủi ro vỡ nợ, (2) rủi ro riêng lẻ, và (3) rủi ro tổng thể.

- *Rủi ro vỡ nợ* được đo lường bằng hệ số zscore và được xác định theo công thức:  $zscore = \ln((ROA + CAR)/sd(ROA))$  với ROA là tỷ lệ sinh lời trên tài sản, CAR là hệ số vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản, và  $sd(ROA)$  là độ lệch chuẩn của ROA trong giai đoạn nghiên cứu, tương tự Hoque và cộng sự (2015). Zscore phản ánh rủi ro toàn diện của ngân hàng và do đó là thước đo rủi ro tương

đổi tốt (Agoraki và cộng sự, 2011; Lepetit & Strobel, 2013). Zscore càng cao thể hiện rủi ro vỡ nợ càng thấp.

- *Rủi ro riêng lẻ* là phần dư  $\varepsilon_{it}$  được xác định từ mô hình thị trường có dạng như sau:  $R_{it} = \alpha_i + \beta Rm_t + \varepsilon_{it}$ . Rủi ro riêng lẻ phản ánh rủi ro đặc thù của từng ngân hàng. Rủi ro này có thể được loại bỏ bằng cách đa dạng hóa danh mục đầu tư.

- *Rủi ro tổng thể* phản ánh sự biến động TSSL của cổ phiếu và được xác định bằng độ lệch chuẩn của TSSL hằng ngày trong mỗi ba tháng (Holod và cộng sự, 2020).

Rủi ro riêng lẻ và rủi ro phản ánh rủi ro thị trường của ngân hàng. Theo Stiroh (2006), rủi ro đánh giá ở góc độ thị trường phản ánh chính xác hơn tác động của các thay đổi chiến lược của ngân hàng đến rủi ro. Bên cạnh đó, rủi ro thị trường giúp đánh giá rủi ro của ngân hàng trong tương lai, trong khi các chỉ tiêu trên bảng cân đối kế toán dựa vào dữ liệu hiện tại và quá khứ.

Mối quan hệ giữa các yếu tố đặc điểm ngân hàng và rủi ro được thể hiện ở Bảng 6. Có thể thấy, các yếu tố đặc điểm ngân hàng tác động đến TSSL chủ yếu thông qua tác động đến rủi ro vỡ nợ. Điều này thể hiện ở hệ số R bình phương của mô hình (1) tương đối cao, ở mức 45,8%, cao hơn nhiều so với mức 0,2% của mô hình (2) và 3,2% của mô hình (3). Hệ số ước lượng của biến SIZE trong mô hình rủi ro vỡ nợ dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Điều này giải thích mối quan hệ ngược chiều giữa quy mô và TSSL trong Bảng 5. Cụ thể là: Các ngân hàng có quy mô càng lớn thì rủi ro vỡ nợ càng thấp (zscore càng cao) do các ngân hàng này có thể tiếp cận nhiều cơ hội đầu tư và có lợi thế trong việc đa dạng hóa tài sản cũng như chuyển hóa rủi ro. Theo lý thuyết đánh đổi lợi nhuận - rủi ro (Merton, 1973, 1980), các nhà đầu tư yêu cầu mức lãi suất cao hơn cho các tài sản có mức rủi ro cao để bù đắp rủi ro. Do đó, cổ phiếu của các ngân hàng có quy mô lớn (tương ứng với rủi ro vỡ nợ thấp) sẽ có TSSL thấp hơn so với cổ phiếu của các ngân hàng quy mô nhỏ. Để ý rằng quy mô cũng tác động đến rủi ro riêng lẻ của cổ phiếu (Mô hình (2)). Hệ số ước lượng của SIZE trong mô hình (2) dương cho thấy cổ phiếu của các ngân hàng có quy mô càng lớn thì rủi ro riêng lẻ càng cao, và do đó, TSSL sẽ càng lớn. Do đó, trong điều kiện bình thường, các yếu tố này bù trừ lẫn nhau dẫn đến tác động không đáng kể của quy mô đến TSSL. Tuy nhiên, trong các giai đoạn khủng hoảng như COVID-19, nhà đầu tư đặc biệt nhạy cảm với rủi ro. Do đó, tác động ngược chiều của quy mô đến TSSL trong giai đoạn này thể hiện mối quan tâm của các nhà đầu tư đến rủi ro vỡ nợ nhiều hơn so với rủi ro riêng lẻ bởi vì các rủi ro này có thể được giảm thiểu bằng cách đa dạng hóa danh mục đầu tư.

Tương tự, CREDIT và LOAN cũng tác động ngược chiều đến rủi ro vỡ nợ (do zscore càng cao thì rủi ro vỡ nợ càng thấp) (Mô hình (1)). Vì vậy, cổ phiếu các ngân hàng có tỷ lệ trích lập dự phòng rủi ro và tỷ trọng dư nợ càng cao thì có TSSL càng thấp. Điều này có thể hiểu là do các khoản mục cho vay thường chiếm tỷ trọng chủ yếu trong cơ cấu tài sản của các ngân hàng thương mại Việt Nam. Bảng 2 cho thấy tỷ trọng dư nợ trung bình các ngân hàng đại chúng ở Việt Nam là 65%. Có thể thấy, mô hình ngân hàng ở Việt Nam còn nặng tính truyền thống và cho vay vẫn là hoạt động đem lại lợi nhuận chủ yếu của ngân hàng. Do đó, các ngân hàng có tỷ trọng dư nợ cao thể hiện khả năng sinh lợi lớn và do đó rủi ro vỡ nợ thấp. Tương tự, tỷ trọng dư nợ cao thường đi cùng với tỷ lệ trích lập dự phòng rủi ro cao. Hơn nữa, số liệu thống kê ở Bảng 2 cho thấy tỷ lệ này tương đối thấp, chỉ ở mức 1,3%. Do đó, rủi ro tín dụng phát sinh là không đáng kể.

Mô hình (2) và mô hình (3) cho thấy hệ số thanh khoản tác động đến TSSL của cổ phiếu, chủ yếu thông qua tác động đến rủi ro riêng lẻ và rủi ro tổng thể của cổ phiếu. Hệ số ước lượng của hệ số thanh khoản (LIQ) trong các mô hình này đều âm và có ý nghĩa thống kê ở mức lần lượt là 10% và

1%. Điều này có thể giải thích do hệ số thanh khoản thể hiện khả năng chi trả cho các nhu cầu rút tiền và thanh toán của ngân hàng. Hệ số thanh khoản càng cao thì khả năng chi trả của ngân hàng càng lớn và do đó, rủi ro của cổ phiếu các ngân hàng này tương đối thấp. Kết quả là, TSSL của cổ phiếu các ngân hàng này sẽ thấp hơn các ngân hàng khác.

### Bảng 5.

Mối quan hệ của các yếu tố đặc điểm ngân hàng và rủi ro

|                       | Mô hình (1)<br>Rủi ro vỡ nợ |              | Mô hình (2)<br>Rủi ro riêng lẻ |              | Mô hình (3)<br>Rủi ro tổng thể |              |
|-----------------------|-----------------------------|--------------|--------------------------------|--------------|--------------------------------|--------------|
|                       | Hệ số                       | Sai số chuẩn | Hệ số                          | Sai số chuẩn | Hệ số                          | Sai số chuẩn |
| SIZE <sub>q-1</sub>   | 0,247**                     | 0,089        | 0,003**                        | 0,001        | 0,001                          | 0,001        |
| LIQ <sub>q-1</sub>    | -1,569                      | 0,929        | -0,036*                        | 0,017        | -0,158***                      | 0,047        |
| ROE <sub>q-1</sub>    | 0,450                       | 0,256        | -,008**                        | 0,003        | -0,005                         | 0,007        |
| CREDIT <sub>q-1</sub> | 11,584**                    | 4,118        | 0,066                          | 0,053        | -0,425                         | 0,251        |
| LOAN <sub>q-1</sub>   | 1,227***                    | 0,402        | 0,006                          | 0,006        | -0,007                         | 0,008        |
| Hằng số               | -5,112*                     | 2,888        | -0,093**                       | 0,036        | 0,006                          | 0,023        |
| Ảnh hưởng cố định     | Có                          |              | Có                             |              | Có                             |              |
| Số quan sát           | 11.082                      |              | 11.082                         |              | 11.020                         |              |
| R <sup>2</sup>        | 0,458                       |              | 0,002                          |              | 0,032                          |              |

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* thể hiện mức ý nghĩa lần lượt là 10%, 5% và 1%.

## 5. Kết luận

Nghiên cứu này đánh giá vai trò của các đặc điểm ngân hàng đến TSSL của cổ phiếu của các ngân hàng Việt Nam trong thời kỳ đại dịch COVID-19. Sử dụng phương pháp hồi quy mô hình tác động cố định trên 15 cổ phiếu ngân hàng đang niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) và sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn từ ngày 01/01/2018 đến ngày 31/12/2020, nghiên cứu tìm thấy một số kết quả đáng chú ý.

- *Thứ nhất*, các yếu tố đặc điểm ngân hàng có tác động đến TSSL của cổ phiếu. Cụ thể, cổ phiếu các ngân hàng có hệ số thanh khoản, chất lượng tín dụng và dư nợ cho vay càng cao thì TSSL càng thấp. Đặc biệt, trong giai đoạn COVID-19, các yếu tố quy mô và dư nợ cho vay đóng vai trò quan trọng trong việc ảnh hưởng đến nhu cầu của nhà đầu tư và từ đó ảnh hưởng đến TSSL. Trong giai đoạn này, các ngân hàng có quy mô càng nhỏ và dư nợ càng cao thì TSSL sẽ càng lớn.

- *Thứ hai*, thực hiện phân tích cơ chế tác động của các yếu tố đặc điểm ngân hàng thông qua phân tích các rủi ro liên quan đến từng yếu tố, nghiên cứu phát hiện thêm rằng tác động của quy mô, chất lượng tín dụng và dư nợ cho vay với TSSL của cổ phiếu chủ yếu thông qua tác động đến rủi ro vỡ nợ. Trong khi đó, tác động của hệ số thanh khoản chủ yếu thông qua rủi ro riêng lẻ và rủi ro hệ thống của cổ phiếu.

Kết quả nghiên cứu hàm ý rằng nhà đầu tư giám sát và theo dõi tình hình hoạt động của ngân hàng sử dụng các thông tin tài chính bên cạnh các thông tin thị trường. Trong đó, các yếu tố về thanh khoản, cho vay, quy mô và chất lượng tín dụng đóng vai trò đặc biệt quan trọng. Do đó, các ngân hàng cần chú trọng đến các yếu tố này để đảm bảo tính hấp dẫn của cổ phiếu, tạo điều kiện thuận lợi cho các đợt phát hành bổ sung, cũng như gia tăng giá trị cho các cổ đông. Cụ thể, đối với quản lý thanh khoản, các ngân hàng có thể xem xét dự trữ lượng tiền mặt vừa đủ để đảm bảo các nhu cầu thanh toán và rút tiền của khách hàng. Đối với hoạt động cho vay và quản lý các khoản vay, ngân hàng cần chú trọng đa dạng hóa danh mục tài sản và đảm bảo chất lượng khoản vay, hạn chế tăng trưởng tín dụng ồ ạt mà nói lỏng các quy định cho vay, thực hiện đầy đủ công tác đánh giá lại tài sản định kỳ, thực hiện tốt công tác giám sát sau cho vay. Trên cơ sở hoạt động ổn định và phát triển, ngân hàng sẽ có cơ sở để cải thiện và gia tăng quy mô hoạt động của mình.

Năm 2021, dịch bệnh COVID-19 vẫn tiếp tục ảnh hưởng nặng nề đến các nước trên thế giới. Đặc biệt, với sự lây lan mạnh mẽ của các biến chủng mới của virus như biến chủng Delta như hiện nay, Việt Nam đang phải trải qua đợt dịch thứ tư với số ca nhiễm và số ca tử vong tăng đột biến (Cục Y tế Dự phòng, 2021). Mặc dù vậy, cổ phiếu ngành ngân hàng Việt Nam vẫn có TSSL thuộc mức cao trên thị trường. Các nghiên cứu trong tương lai có thể cập nhật thêm các số liệu mới về COVID-19 cũng như các thông tin tài chính khả quan về hoạt động của các ngân hàng để đánh giá đầy đủ hơn về tác động của các đặc điểm ngân hàng đến TSSL trong giai đoạn dịch bệnh.

### Lời cảm ơn

Nghiên cứu này là sản phẩm của đề tài cấp cơ sở "Tác động của COVID-19 đến tỷ suất sinh lời của cổ phiếu các ngân hàng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam", mã số: T2021-04-06 do Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng quản lý.

---

### Tài liệu tham khảo

- Acharya, V., Davydenko, S. A., & Strebulaev, I. A. (2012). Cash holdings and credit risk. *The Review of Financial Studies*, 25(12), 3572–3609.
- Adam, M., Soliman, A. M., & Mahtab, N. (2021). Measuring enterprise risk management implementation: A multifaceted approach for the banking sector. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. In press, available online 20 January 2021.
- Admati, A. R., DeMarzo, P. M., Hellwig, M. F., & Pfleiderer, P. (2013). *Fallacies, irrelevant facts, and myths in the discussion of capital regulation: Why bank equity is not socially expensive*. Max Planck Institute for Research on Collective Goods 2013/23. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2349739>
- Agoraki, M.-E. K., Delis, M. D., & Pasiouras, F. (2011). Regulations, competition and bank risk-taking in transition countries. *Journal of Financial Stability*, 7(1), 38–48.
- Agusman, A., Monroe, G. S., Gasbarro, D., & Zumwalt, J. K. (2008). *Loan loss reserves and bank stock returns: Evidence from Asian banks*. Paper presented at the 21<sup>st</sup> Australasian Finance and Banking Conference, 16–18<sup>th</sup> Dec 2008, Sydney. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1227362>

- Ái Minh. (2021). *Rót tiền vào cổ phiếu ngân hàng năm 2020: Được nhiều hơn mất?*. Truy cập ngày 04/01/2021, từ <https://vietstock.vn/2021/01/rot-tien-vao-co-phieu-ngan-hang-nam-2020-duoc-nhieu-hon-mat-757-816542.htm>
- Al-Awadhi, A. M., Al-Saifi, K., Al-Awadhi, A., & Alhamadi, S. (2020). Death and contagious infectious diseases: Impact of the COVID-19 virus on stock market returns. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 27, 100326.
- Almumani, M. A. (2014). Determinants of equity share prices of the listed banks in Amman stock exchange: Quantitative approach. *International Journal of Business and Social Science*, 5(1), 91–104.
- Al-Shubiri, F. N. (2010). Analysis the determinants of market stock price movements: An empirical study of Jordanian commercial banks. *International Journal of Business and Management*, 5(10), 137–147.
- Altunbas, Y., Gambacorta, L., & Marques-Ibanez, D. (2012). Do bank characteristics influence the effect of monetary policy on bank risk?. *Economics Letters*, 117(1), 220–222.
- Altunbas, Y., Manganelli, S., & Marques-Ibanez, D. (2011). *Bank risk during the great recession: Do business models matter?* Working Paper Series No. 1394. European Central Bank. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1394.pdf>
- Altunbas, Y., Manganelli, S., & Marques-Ibanez, D. (2017). Realized bank risk during the great recession. *Journal of Financial Intermediation*, 32, 29–44.
- Amaglobeli, D., End, N., Jarmuzek, M., & Palomba, G. (2017). The fiscal costs of systemic banking crises. *International Finance*, 20(1), 2–25.
- Anh, D. L. T., & Gan, C. (2021). The impact of the COVID-19 lockdown on stock market performance: Evidence from Vietnam. *Journal of Economic Studies*, 48(4), 836–851. doi: 10.1108/JES-06-2020-0312
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 6(2), 159–178.
- Balla, E., Romero, J. S., & Rose, M. J. (2012). *Loan loss reserve accounting and bank behavior*. Richmond Fed Economic Brief, Federal Reserve Bank of Richmond.
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3–18.
- Baselga-Pascual, L., Trujillo-Ponce, A., & Cardone-Riportella, C. (2015). Factors influencing bank risk in Europe: Evidence from the financial crisis. *The North American Journal of Economics and Finance*, 34, 138–166.
- Benston, G. J. (2004). What's special about banks?. *Financial Review*, 39(1), 13–33.
- Berk, J. B. (1995). A critique of size-related anomalies. *The Review of Financial Studies*, 8(2), 275–286.
- Bessler, W., Kurmann, P., & Nohel, T. (2015). Time-varying systematic and idiosyncratic risk exposures of US bank holding companies. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 35, 45–68.

- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investments* (10<sup>th</sup> ed.). New York: McGraw-Hill Education.
- Bộ Y tế. (2021). Trang tin về dịch bệnh viêm đường hô hấp cấp COVID-19. Truy cập từ <https://ncov.moh.gov.vn/>
- Buch, C. M., Eickmeier, S., & Prieto, E. (2014). Macroeconomic factors and microlevel bank behavior. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(4), 715–751.
- Chen, S. (2011). Capital ratios and the cross-section of bank stock returns: Evidence from Japan. *Journal of Asian Economics*, 22(2), 99–114.
- Choi, S., & Shim, M. (2019). Financial vs. policy uncertainty in emerging market economies. *Open Economies Review*, 30(2), 297–318.
- Cooper, M. J., Jackson III, W. E., & Patterson, G. A. (2003). Evidence of predictability in the cross-section of bank stock returns. *Journal of Banking & Finance*, 27(5), 817–850.
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. H. (1987). Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality. *The Journal of Finance*, 42(3), 557–581.
- Ebenezer, O. O., Islam, M. A., Yusoff, W. S., & Sobhani, F. A. (2019a). Exploring Liquidity Risk and Interest-Rate Risk: Implications for Profitability and Firm Value in Nigerian Banks. *Journal of Reviews on Global Economics*, 8, 315–326.
- Ebenezer, O. O., Islam, M. A., Yusoff, W. S., & Rahman, S. (2019b). The effects of liquidity risk and interest-rate risk on profitability and firm value among banks in ASEAN-5 countries. *Journal of Reviews on Global Economics*, 8, 337–349.
- Fama, E. F. (1965). The behavior of stock-market prices. *The Journal of Business*, 38(1), 34–105.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10(1), 1–21.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2006). Profitability, investment and average returns. *Journal of Financial Economics*, 82(3), 491–518.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1–22.
- Fatemi, A., & Luft, C. (2002). Corporate risk management: Costs and benefits. *Global Finance Journal*, 13(1), 29–38.
- Gadarowski, C., Meric, G., Welsh, C., & Meric, I. (2007). Dividend tax cut and security prices: Examining the effect of the jobs and growth tax relief reconciliation act of 2003. *Financial Management*, 36(4), 89–106.

- Gandhi, P., & Lustig, H. (2015). Size anomalies in US bank stock returns. *The Journal of Finance*, 70(2), 733–768.
- Girard, E., Nolan, J., & Pondillo, T. (2010). Determinants of emerging markets' commercial bank stock returns. *Global Journal of Business*, 4(2), 11–26.
- Greene, W. H. (2018). *Econometric Analysis* (8<sup>th</sup> ed.). New York: Pearson Prentice Hall New Jersey.
- Harvey, C. R. (1995). The risk exposure of emerging equity markets. *The World Bank Economic Review*, 9(1), 19–50.
- Haugen, R. A., & Baker, N. L. (1996). Commonality in the determinants of expected stock returns. *Journal of Financial Economics*, 41(3), 401–439.
- Herbert, W. E. (1996). Investing in emerging markets: Emerging issues and trends. *Managerial Finance*, 22(12), 3–7. doi: 10.1108/eb018593
- Holod, D., Kitsul, Y., & Torna, G. (2020). Market risk-based capital requirements, trading activity, and bank risk. *Journal of Banking and Finance*, 112, 105202. doi: 10.1016/j.jbankfin.2017.08.019
- Hoque, H., Andriosopoulos, D., Andriosopoulos, K., & Douady, R. (2015). Bank regulation, risk and return: Evidence from the credit and sovereign debt crises. *Journal of Banking & Finance*, 50, 455–474. doi: 10.1016/j.jbankfin.2014.06.003
- Intariani, W. R., & Suryantini, N. P. S. (2020). The effect of liquidity, profitability, and company size on the national private bank stock returns listed on the Indonesia stock exchange. *American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)*, 4(8), 289–295.
- Jabra, W. B., Mighri, Z., & Mansouri, F. (2017). Determinants of European bank risk during financial crisis. *Cogent Economics & Finance*, 5(1), 1298420.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Kim, D., & Santomero, A. M. (1993). Forecasting required loan loss reserves. *Journal of Economics and Business*, 45(3–4), 315–329.
- Koch, T. W., & MacDonald, S. S. (2014). *Bank Management*. USA: Cengage Learning.
- Kouser, R., & Saba, I. (2012). Gauging the financial performance of banking sector using CAMEL model: Comparison of conventional, mixed and pure Islamic banks in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 82(1), 67–88.
- Lepetit, L., & Strobel, F. (2013). Bank insolvency risk and time-varying Z-score measures. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 25, 73–87.
- Leung, W. S., Taylor, N., & Evans, K. (2015). The determinants of bank risks: Evidence from the recent financial crisis. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 34, 277–293.
- Madura, J., & Zarruk, E. R. (1992). Information effects of loan portfolio quality on bank value. *Journal of Economics and Finance*, 16(1), 27–40.
- Mandelbrot, B. (1963). The variation of certain speculative prices. *The Journal of Business*, 36(4), 394–419.

- Merton, R. C. (1973). An intertemporal capital asset pricing model. *Econometrica*, 41(5), 867–887. doi: 10.2307/1913811
- Merton, R. C. (1980). On estimating the expected return on the market: An exploratory investigation. *Journal of Financial Economics*, 8(4), 323–361.
- Minh Khuê. (2021). Cổ phiếu ngân hàng đã trở lại đường đua. Truy cập ngày 18/3/2021, từ <https://tapchitaichinh.vn/kinh-te-vi-mo/co-phieu-ngan-hang-da-tro-lai-duong-dua-332611.html>
- Mishkin, F. S. (2015). *Financial Markets and Institutions* (8<sup>th</sup> ed.). Boston: Pearson.
- Moeljadi, K. H. T., Triningsih, S. S., & Sherlinda, O. Y. (2020). Determinant firm value of the banking sector listing on the Indonesia stock exchange: Mediated by profitability. *International Journal of Scientific & Technology Research*, 9(4), 2158–2161.
- Musumeci, J. J., & Sinkey, Jr. J. F. (1990). The international debt crisis and bank loan-loss-reserve decisions: The signaling content of partially anticipated events. *Journal of Money, Credit and Banking*, 22(3), 370–387.
- Nguyễn Anh Phong. (2012). Sự phù hợp của mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) tại thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Ngân hàng châu Á*, 73, 45.
- Nguyễn Kim Đức, & Tô Công Nguyên Bảo. (2015). Hệ số beta trong mô hình CAPM theo cách tiếp cận Bottom-up: Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí phát triển kinh tế*, 26(9), 44–64.
- Nguyễn Thị Thiều Quang, & Hà Xuân Thùy. (2021). COVID-19 và tỷ suất sinh lời của cổ phiếu ngành ngân hàng ở Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 292, 2–11.
- Nguyễn Văn Điệp, & Lê Duy Khang. (2021). Ảnh hưởng của COVID-19 đến tỷ suất sinh lời và rủi ro của các cổ phiếu niêm yết ngành du lịch và giải trí tại Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Ngân hàng châu Á*, 180(3), 35–51.
- Nguyễn Văn Điệp. (2017). Ảnh hưởng của siêu trăng đến tỷ suất sinh lời cổ phiếu tại Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Ngân hàng châu Á*, 134(5), 35–46.
- Novy-Marx, R. (2013). The other side of value: The gross profitability premium. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 1–28.
- Nurazi, R., & Usman, B. (2016). Bank stock returns in responding the contribution of fundamental and macroeconomic effects. *Journal of Economics and Policy*, 9(1), 134–149.
- O'Hara, M. (1993). Real bills revisited: Market value accounting and loan maturity. *Journal of Financial Intermediation*, 3(1), 51–76.
- Pagano, M. S. (2001). How theories of financial intermediation and corporate risk-management influence bank risk-taking behavior. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 10(5), 277–323.
- Phạm Hữu Hồng Thái. (2015). Xác định tỷ suất sinh lợi của các cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, 444, 24–32.
- Reinganum, M. R. (1983). The anomalous stock market behavior of small firms in January: Empirical tests for tax-loss selling effects. *Journal of Financial Economics*, 12(1), 89–104.
- Rjoub, H., Civeir, I., & Resatoglu, N. G. (2017). Micro and macroeconomic determinants of stock prices: the case of Turkish banking sector. *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 20(1), 150–166.

- Ross, S. A. (1976). The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*, 13(3), 341–360.
- Samuelson, P. A. (1965). Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly. *Management Review*, 6(2), 41–49.
- Santomero, A. M. (1983). Fixed versus variable rate loans. *The Journal of Finance*, 38(5), 1363–1380.
- Santomero, A. M., & Babbel, D. F. (2001). *Financial Markets, Instruments, and Institutions*. New York: McGraw-Hill College.
- Sensarma, R., & Jayadev, M. (2009). Are bank stocks sensitive to risk management?. *The Journal of Risk Finance*, 10(1), 7–22. doi: 10.1108/15265940910924463
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Shiller, R. J. (1981). Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?. *The American Economic Review*, 71(3), 421–436.
- Stiroh, K. J. (2006). New evidence on the determinants of bank risk. *Journal of Financial Services Research*, 30(3), 237–263.
- Strong, J. S., & Meyer, J. R. (1987). Asset writedowns: Managerial incentives and security returns. *The Journal of Finance*, 42(3), 643–661.
- The World Bank. (2021). The World Bank in Vietnam - Overview. Retrieved from <https://www.worldbank.org/en/country/vietnam/overview>
- Trần Thị Hải Lý. (2021). Mô hình 3 nhân tố của Fama và French hoạt động như thế nào trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí phát triển kinh tế*, 239, 50–57.
- Trần Thị Tuấn Anh, & Phạm Thị Hoài Thu. (2017). Tác động của downside beta đến tỷ suất sinh lợi chứng khoán – Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Ngân hàng châu Á*, 141, 48–55.
- Trương Đông Lộc. (2014). Các nhân tố ảnh hưởng đến sự thay đổi giá của cổ phiếu: Các bằng chứng từ Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ*, 33, 72–78.
- Uddin, M. R., Rahman, Z., & Hossain, R. (2013). Determinants of stock prices in financial sector companies in Bangladesh – A study on Dhaka Stock Exchange (DSE). *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 5(3), 471–480.
- Usman, B., & Tandelilin, E. (2014). Internet search traffic and its influence on liquidity and returns of Indonesia stocks: An empirical study. *Journal of Indonesian Economy and Business (JIEB)*, 29(3), 203–221.
- Cục Y tế Dự Phòng. (2021). *COVID-19: Những quyết định mang tầm chiến lược vì tính mạng và sức khỏe nhân dân*. Truy cập từ <https://vncdc.gov.vn/covid-19-nhung-quyet-dinh-mang-tam-chien-luoc-vi-tinh-mang-va-suc-khoe-nhan-dan-nd16580.html>
- VnEconomy. (2020). Ngân hàng ở đâu trên “bản đồ” chứng khoán Việt?. Truy cập ngày 10/12/2020, từ <https://vneconomy.vn/ngan-hang-o-dau-tren-ban-do-chung-khoan-viet.htm>

- Võ Hồng Đức, & Mai Duy Tân. (2014). Sự phù hợp của mô hình Fama-French-5 nhân tố cho thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Ngân hàng châu Á*, 101, 11–22.
- Võ Xuân Vinh, & Đặng Quốc Thành. (2016). Ứng dụng mô hình định giá tài sản năm yếu tố để giải thích tỉ suất sinh lợi cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí phát triển kinh tế*, 27(10), 4–18.
- Võ Xuân Vinh, & Võ Văn Phong. (2016). Biến động thị trường và phân bù giá trị: Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Ngân hàng châu Á*, 120, 23–31.