

MỘT SỐ BẤT CẬP KHI PHÁT TRIỂN MÔ HÌNH NGÂN HÀNG ĐA NĂNG TẠI VIỆT NAM

✍️ *Trần Thanh Bình **
*Vũ Chí Dương ***

TÓM LƯỢC

Trong những nghiên cứu về mô hình ngân hàng thương mại đa năng mà sau đây chúng tôi gọi là ngân hàng đa năng (universal banking), cũng như thực tế về việc cung cấp các dịch vụ tài chính dưới cùng một tổ chức cho thấy những nhận định trái chiều nhau. Nghiên cứu tại những nước có các thể chế hỗ trợ thị trường¹ phát triển cho thấy những lợi ích của mô hình, trong khi nghiên cứu tại các nước có thị trường kém phát triển hơn thường nảy sinh những mâu thuẫn về lợi ích (*conflicts of interest*). Trong bài viết này, chúng tôi sẽ giới thiệu một số kết quả nghiên cứu về mô hình ngân hàng đa năng tại một số nước phát triển và đang phát triển, đồng thời thực hiện đánh giá thực trạng phát triển ngân hàng đa năng tại Việt Nam.

GIỚI THIỆU

Ở Việt Nam, ngân hàng đa năng đang được nhìn nhận như là xu thế phát triển tất yếu. Trong bài bình luận của mình trên Tạp chí Tài chính, Thạc sĩ Bùi Thanh

Lam nêu quan điểm rằng: Việc phát triển ngân hàng đa năng giúp các ngân hàng trong nước gia tăng khả năng cạnh tranh trước các tập đoàn tài chính - ngân hàng trên thế giới đã và đang kinh doanh trên thị trường Việt Nam và khu vực (ThS. Bùi Thanh Lam, 2009). Cũng theo nhận định của một số chuyên gia, đây là xu thế tất yếu của các ngân hàng thương mại nhà nước sau cổ phần hoá, nhất là ở giai đoạn hội nhập chung của đất nước. Nhóm ngân hàng cổ phần dĩ nhiên cũng không nằm ngoài xu hướng này.

Ngân hàng đa năng từng bị cấm ở Mỹ sau Đại khủng hoảng 1933, với việc ra đời của Đạo luật Glass-Steagall chia tách hoạt động ngân hàng thương mại và đầu tư, các ngân hàng thời kỳ đó bị giới hạn trong các hoạt động nhận tiền gửi, cấp tín dụng, chiết khấu giấy tờ có giá... Việc tách biệt ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư được thúc đẩy bởi lo ngại về rủi ro quá mức trong hoạt động ngân hàng từ những mâu thuẫn về lợi ích (Benston, 1994); ngân hàng nhận tiền gửi không nên tham gia vào hoạt động đầu tư rủi ro mà các ngân hàng đầu tư chuyên

kinh doanh để phục vụ khách hàng giàu có của mình. Các ngân hàng thương mại phải an toàn và an phận. Ngân hàng đầu tư có thể gánh rủi ro nếu thất bại, họ sẽ gây thiệt hại cho chủ sở hữu, không phải người đóng thuế hay người gửi tiền. (Jonathan R. Pincus, 2011-2013).

Tuy nhiên, Đạo luật Glass-Steagall đã dần bị gỡ bỏ vào những năm cuối thập niên 1980, và cuối cùng bị thay thế bởi Đạo luật Hiện đại hóa Dịch vụ tài chính (Gramm-Leach-Bliley) năm 1999, cho phép thành lập các tập đoàn tài chính (financial holding companies (FHCs), một dạng đặc biệt của mô hình ngân hàng đa năng) cung cấp các dịch vụ ngân hàng và các dịch vụ phi ngân hàng khác. Như tác động dây chuyền, một số quốc gia khác cũng bắt đầu gỡ bỏ những điều luật chia tách hoạt động ngân hàng thương mại và đầu tư, bao gồm Canada, Nhật Bản và Đài Loan (Chih-Pin Lin, 2009). Lý do thay thế Đạo luật Glass-Steagall là bởi vì, người ta tin rằng việc hợp nhất ngân hàng thương mại cùng với các hoạt động tài chính khác có thể đạt được những lợi ích lớn hơn.

Hướng nghiên cứu thường gặp

* Ngân hàng TMCP ĐT&PT Việt Nam - Chi nhánh Gia Định.

** Tổng công ty Dầu Việt Nam (PV OIL).



NGÂN HÀNG TMCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM

Chia sẻ cơ hội, Hợp tác thành công

www.bidv.com.vn



khí đánh giá lợi ích của ngân hàng đa năng là so sánh tỷ suất sinh lợi của chứng khoán. Những nghiên cứu này chỉ ra rằng nếu những mâu thuẫn về lợi ích là trọng yếu, thì nhà đầu tư sẽ đòi hỏi tỷ suất sinh lợi cao hơn từ các chứng khoán do ngân hàng (hay công ty con, công ty liên kết của nó) bảo lãnh phát hành, ngược lại, nếu những lợi ích mang lại là lớn hơn, nhà đầu tư sẽ sẵn sàng trả giá cao đối với những chứng khoán tương tự (Chih-Pin Lin, 2009). Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu thực tế một lần nữa không rõ ràng. Một vài nghiên cứu thì thấy sự vượt trội của những mâu thuẫn lợi ích (Ber *et al*, 2001; Kang và Liu, 2007; Agarwal và Elston, 2001; Lili Xie, 2007; Chih-Pin Lin, 2009), trong khi một số khác thì cho kết quả ngược lại (Puri, 1994; 1996; Grande *et al.*, 1997; Kroszner và Rajan, 1994, Hebb và Fraser, 2002; Jesen, 2003).

Dựa trên những kết quả nghiên cứu khác nhau về ngân hàng đa năng trước đây, bài viết tập trung vào các vấn đề chính sau: (1) Giới thiệu đến người đọc một số kết quả nghiên cứu về ngân hàng đa năng tại các nước phát triển và các nước đang phát triển; (2) Sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng và định tính nhằm đánh giá thực trạng việc phát triển ngân hàng đa năng tại Việt Nam.

Sử dụng số liệu của 40 ngân hàng thương mại, và giá đóng cửa cổ phiếu của 106 công ty đại chúng niêm yết tại sàn Upcom (dưới đây, gọi là công ty IPO) của Việt Nam trong khoảng thời gian 2007-2012, bài phân tích của chúng tôi sẽ kiểm chứng thực trạng mô hình ngân hàng đa năng tại Việt Nam. Số liệu từ các công ty IPO có thể đưa ra kết quả nghiên cứu phù hợp bởi vì những doanh nghiệp này có những đặc trưng làm cho việc tiếp cận thông tin về định mức tín

hiệm, cũng như tiềm năng phát triển gặp nhiều khó khăn. Các ngân hàng đa năng có thể đồng thời là chủ nợ, nhà tư vấn, bảo lãnh phát hành chứng khoán... là tổ chức có đầy đủ nhất thông tin của công ty phát hành so với các nhà đầu tư trên thị trường, sẽ sử dụng ưu thế này để giảm chi phí do thông tin bất cân xứng (tạo ra lợi ích) hay cố gắng phát hành những “trái chanh” (hàng hóa chất lượng kém nhưng không thể nhận biết bởi người mua; Akerlof, 1970).

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ KHUNG PHÂN TÍCH

Ngân hàng đa năng là định chế tài chính cung cấp các dịch vụ ngân hàng thương mại, cùng với các dịch vụ tài chính phi ngân hàng khác (bảo lãnh phát hành chứng khoán, quỹ hỗ trợ, cho thuê tài chính, bảo hiểm...) dựa trên cùng một nền tảng (Saunders và Walter, 1994; Naomi R. Lamoreaux and Daniel M.G. Raff, 1998). Công ty mẹ nắm vốn thuần túy (Financial holding company: FHC) là mô hình ngân hàng đa năng cung cấp nhiều dịch vụ tài chính khác nhau có các công ty con hoạt động độc lập, điều này nhằm giảm thiểu những mâu thuẫn về lợi ích của mô hình ngân hàng đa năng đơn thuần (Kroszner và Rajan, 1997).

Lợi ích mô hình ngân hàng đa năng

Một số nghiên cứu trong cả hai lĩnh vực tài chính và quản trị đã chứng minh những lợi ích đạt được đối với mô hình ngân hàng đa năng. Sử dụng số liệu của Mỹ từ trước khi Đạo luật Glass-Steagall ra đời, Kroszner và Rajan (1994) thấy rằng, rủi ro mất khả năng thanh toán của trái phiếu được ngân hàng bảo lãnh phát hành thấp hơn so với trái phiếu do các nhà bảo lãnh độc lập bảo lãnh phát hành,

là kết quả từ ưu thế thông tin mà các ngân hàng thương mại có được so với các nhà bảo lãnh độc lập. Thông qua quan hệ tín dụng đã được thiết lập từ trước, một ngân hàng thương mại có thể có các thông tin về mức độ tín nhiệm liên quan đến khách hàng của họ, điều mà các tổ chức độc lập bị hạn chế. Kết quả là chi phí do thông tin bất cân xứng có thể giảm đi nếu ngân hàng thương mại cũng là chủ thể cung cấp dịch vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán (Rajan, 1996; Kroszner, 1996; Kanatas and Qi, 2003). Những nghiên cứu khác ở Mỹ dùng cả số liệu trước Đạo luật Glass-Steagall và số liệu gần đây đã khẳng định kết quả này (Puri, 1994; 1996; Gandle *et al*, 1997), cũng như số liệu của Canada. Phân tích những trái phiếu phát hành được bảo lãnh bởi ngân hàng, sau sự bãi bỏ năm 1987 (cho phép ngân hàng thương mại bảo lãnh phát hành trái phiếu), Hebb và Fraser (2002) thấy rằng lợi suất đòi hỏi của trái phiếu được bảo lãnh bởi ngân hàng thương mại là thấp hơn đáng kể (giá cao hơn) so với trái phiếu do các công ty độc lập bảo lãnh phát hành. Họ cho rằng trái phiếu do ngân hàng bảo lãnh phát hành có lợi suất đòi hỏi thấp hơn, bởi vì các nhà đầu tư tin rằng các ngân hàng với hiểu biết tốt hơn về khách hàng, đánh giá được rủi ro mất khả năng thanh toán thấp của những trái phiếu này, và vì vậy, yêu cầu lợi suất thấp hơn cũng tức là đồng ý trả giá cao hơn.

Ngoài ra, ngân hàng đa năng có thể làm giảm tính chu kỳ doanh thu từ các hoạt động tín dụng bằng các khoản phí từ hoạt động bảo lãnh phát hành trái phiếu và phí thu từ các hoạt động tài chính phi ngân hàng khác. Những ích lợi này có thể có vai trò quan trọng nhằm giảm thiểu rủi ro hệ thống và những cú sốc của nền kinh tế vì

mô. Quả thực những cú sốc như vậy, có thể tạo ra những rủi ro khó loại trừ bởi các hợp đồng phái sinh hay các công cụ tài chính khác, bởi vì chúng có mối tương quan rõ rệt đối với chất lượng của tài sản cũng như vùng địa lý. Kết quả, những lợi ích từ đa dạng hóa hoạt động mà mô hình ngân hàng đa năng có thể đạt được nhưng lại không dễ dàng đối với các công cụ khác. Một hệ thống ngân hàng đa năng có thể sẽ an toàn hơn và hiệu quả hơn đối với việc hoạt động độc lập của các định chế tài chính (Fabrizio Casalin và Enzo, 2011). Nhưng hai ông cũng khuyến nghị rằng, sự tồn tại những lợi ích về đa dạng hóa này không nhất thiết mang hàm ý mô hình ngân hàng đa năng là an toàn hơn và bền vững hơn khi tách biệt hoạt động đầu tư ra khỏi hoạt động ngân hàng thương mại, bởi chi phí thấp của nguồn vốn có thể làm cho hoạt động ngân hàng đa năng trở nên rủi ro hơn. Ngoài ra mô hình ngân hàng đa năng có thể làm bóp méo giá cả thị trường bằng việc đầu cơ trên thị trường tài chính, nguyên nhân dẫn tới những rủi ro đạo đức (Fabrizio Casalin và Enzo, 2011).

Một số nghiên cứu khác thì nhấn mạnh đến những lợi ích khi cho phép hệ thống ngân hàng mở rộng phạm vi hoạt động. Hệ thống ngân hàng đa năng cho phép các ngân hàng đa dạng hóa danh mục đầu tư và cho phép chúng gia tăng khả năng cạnh tranh trước nguy cơ giảm sút một khối lượng tiền gửi lớn trong hệ thống ngân hàng để đầu tư vào các công cụ tài chính dài hạn khác như cổ phiếu, trái phiếu trả lãi hứa hẹn một tỷ lệ thu nhập cao được cung cấp bởi các quỹ hỗ trợ, những định chế tài chính không chịu sự quản lý chặt chẽ như hệ thống ngân hàng. (Naomi



Ngân hàng đầu tư có thể gánh rủi ro nếu thất bại, họ sẽ gây thiệt hại cho chủ sở hữu, không phải người đóng thuế hay người gửi tiền.

R. Lamoreaux and Daniel M.G. Raff, 1995; Peter Rose (2001))

Ngân hàng đa năng cũng thúc đẩy mối quan hệ bền vững giữa doanh nghiệp và các trung gian tài chính bằng cách cho phép trung gian tài chính linh động hình thức tài trợ vốn cho doanh nghiệp trong suốt vòng đời của doanh nghiệp. Trong những thời kỳ đầu tiên trung gian tài chính đóng vai trò là tổ chức cung cấp tín dụng trực tiếp cho doanh nghiệp. Sau đó, một khi doanh nghiệp đã phát triển đến một mức độ nhất định, ngoài hình thức tài trợ vốn nêu trên, trung gian tài chính này sẽ là sự lựa chọn tốt nhất để trở thành nhà bảo lãnh phát hành chứng khoán² trên thị trường tài chính của doanh nghiệp. Mô hình này còn cho phép ngân hàng sở hữu những chứng khoán do doanh nghiệp phát hành. (Naomi R. Lamoreaux and Daniel M.G. Raff,

1995)

Ngân hàng đa năng đem đến lợi ích về quy mô giúp giảm thiểu chi phí (chi phí vốn, chi phí bất cân xứng thông tin, chi phí quản lý...). Việc hệ thống ngân hàng bị hạn chế trong mối quan hệ với công ty chứng khoán có thể làm lãng phí một lượng lớn những chi phí về giao dịch, chi phí thông tin khi phải thành lập một mạng lưới công ty chứng khoán, chi nhánh ngân hàng độc lập; lãng phí những thông tin sẵn có về nền tảng cũng như tiềm năng của doanh nghiệp phát hành so với các tổ chức độc lập. Do đó, việc cho phép ngân hàng đa năng bảo lãnh phát hành chứng khoán sẽ cung cấp cho người phát hành nhiều lựa chọn hơn đồng thời giảm chi phí vay vốn. Các hãng kinh doanh nhỏ có cơ hội tiếp cận các nguồn tài trợ từ thị trường vốn. (Agarwal, R. and Elston, J. ; 2001)



Tương tự, việc ngân hàng được phép tham gia lĩnh vực kinh doanh quỹ hỗ tương tăng khả năng đa dạng hóa trong danh mục vốn đầu tư của hệ thống ngân hàng, giảm chi phí hoạt động trung bình do quy mô tăng lên, tạo ra những dịch vụ mới đáp ứng tốt hơn các yêu cầu của khách hàng. Ngân hàng được tham gia thị trường bảo hiểm cũng tạo cho ngân hàng và khách hàng nhiều lợi ích. Khách hàng của họ có thể mua thêm nhiều dịch vụ hơn, ngoài ra việc này nâng cao sự thuận lợi, hạ thấp chi phí giao dịch cho khách hàng. Ngân hàng cùng với các công ty bảo hiểm có thể kinh doanh chéo các dịch vụ của nhau, mang lại lợi ích và cung cấp cho khách hàng một tập hợp dịch vụ đa dạng hơn. (Peter Rose (2001))

Một vài nghiên cứu gần đây đối với hệ thống ngân hàng Nhật Bản nhấn mạnh đến những lợi ích của việc nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp bởi ngân hàng như là phương thức tăng cường giám sát và giảm chi phí tài chính của doanh nghiệp. Hoạt động giám sát sẽ dễ dàng hơn nếu như ngân hàng được mở rộng phạm vi hoạt động, không chỉ bị giới hạn trong các quy định nghiêm ngặt của các bộ luật ngân hàng. (Naomi R. Lamoreaux and Daniel M.G. Raff, 1995)

Mâu thuẫn mô hình ngân hàng đa năng

Trong lịch sử ngân hàng Mỹ, việc tách biệt ngân hàng thương mại ra khỏi những hoạt động phi ngân hàng và được điều chỉnh bởi Đạo luật Glass-Steagall (The Banking Act of 1933) bởi hai lý do sau: Thứ nhất, mâu thuẫn giữa rủi ro và lợi ích giữa hoạt động ngân hàng đầu tư và thương mại. Việc ngân hàng thương mại được phép cung cấp các dịch vụ phi ngân hàng (phát hành, mua bán chứng khoán, bảo hiểm, tham gia quỹ

hỗ tương...) có thể gia tăng rủi ro quá mức và tạo ra sự chuyên chế của những ngân hàng quốc gia lớn nhất. Nếu nghiệp vụ ngân hàng đầu tư thực sự rủi ro hơn nghiệp vụ ngân hàng thương mại và nếu nghiệp vụ ngân hàng đầu tư tạo ra một tỷ trọng đáng kể trong doanh thu của ngân hàng thương mại thì tổng mức rủi ro của ngân hàng sẽ tăng lên và không còn nghi ngờ gì, một vài ngân hàng sẽ phá sản (Peter Rose (2001)). Ví dụ như: rủi ro phá sản của các ngân hàng thương mại tham gia vào hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán sẽ tăng lên nếu giá của các chứng khoán giảm mạnh. Hoạt động cung cấp dịch vụ bảo hiểm cũng bị cấm (ở Mỹ sau 1933) bởi những lo ngại rằng, việc tăng thêm số lượng trách nhiệm sẽ làm tăng rủi ro cho ngân hàng, đặc biệt nếu ngân hàng thực hiện những hợp đồng bảo hiểm lớn về y tế, tài sản, bảo hiểm rủi ro xảy ra do bão lũ, động đất hay do những thiên tai khác và kết cục là ngân hàng sẽ bị phá sản (Peter Rose (2001)). Thứ hai, mô hình này bị phê phán bởi quan hệ giữa các công ty con và ngân hàng mẹ được xem là một trong những nguyên nhân chủ yếu dẫn đến sự sụp đổ của thị trường chứng khoán 1933. (Naomi R. Lamoreaux and Daniel M.G. Raff, 1995).

Trường hợp công ty Fox Motion Picture như là một dẫn chứng "chua chát" nhất về những tác động xấu có thể gây ra bởi ngân hàng đa năng. (Barrie Wigmore (1985 pp. 171-75)). Năm 1929, General Theaters and Equipment (GTE) thực hiện thôn tính công ty Fox Motion Picture đang trong tình trạng khủng hoảng về tài chính. Ngân hàng Chase National cung cấp gói tài chính 15 triệu đôla. Đầu năm 1930, Chase Securities Company bảo lãnh cho GTE phát

hành lượng cổ phiếu thường, trái phiếu trị giá 23 triệu đôla và 30 triệu đôla. Một phần số tiền thu được từ đợt phát hành được hoàn trả lại khoản nợ mà GTE đã vay trước đó. GTE lâm vào tình trạng khủng hoảng tài chính vào năm sau đó và cầu viện sự cứu trợ của Chase. Vào thời điểm đó, Chase Securities nắm giữ cả trái phiếu và cổ phiếu của GTE, và nó quyết định bảo lãnh phát hành cho GTE lượng trái phiếu trị giá 30 triệu đôla. Hai năm sau GTE phá sản.

Ngoài ra, mô hình ngân hàng đa năng có thể dẫn tới tình trạng các ngân hàng cố tình gia tăng nguồn thu (lợi tức) từ doanh nghiệp bằng cách gia tăng chi phí tài chính (chi phí vay vốn) và khuyến khích việc hình thành nên các tập đoàn công nghiệp có thể lũng đoạn nền kinh tế (cartel). Dĩ nhiên, việc liên kết không phải lúc nào cũng là hiệu quả cho nền kinh tế. Đối với hệ thống ngân hàng đa năng, các hãng tạo dựng được sự hợp tác độc quyền với các trung gian tài chính, họ có thể thông đồng với nhau thiết lập biểu phí và tăng lãi suất cho vay trong nền kinh tế nhằm loại bỏ đối thủ cạnh tranh? (Naomi R. Lamoreaux and Daniel M.G. Raff, 1995).

Sử dụng số liệu tại Đức, Agarwal và Elson (2001) thấy rằng, doanh nghiệp có mối quan hệ chặt chẽ với ngân hàng có chi phí vay nợ cao hơn so với các doanh nghiệp không có những mối quan hệ như vậy. Điều này cho thấy tồn tại những mâu thuẫn về lợi ích khi ngân hàng đa năng là chủ thể cấp tín dụng đồng thời nắm giữ chứng khoán của doanh nghiệp. Thực tế này có thể dễ dàng hiểu được, một khi trở thành cổ đông của doanh nghiệp, rõ ràng ngân hàng đa năng có được những "quyền lực" của ông chủ, họ "cho phép" mức lãi suất cao trong chi phí vay nợ,

ről sau đó, mới phân phối phần lợi nhuận còn lại cho cổ đông khác.

Tương tự, Kang và Liu (2007) phân tích số liệu gần đây tại Nhật Bản, thấy rằng ngân hàng đa năng sử dụng quyền lực độc quyền để định giá thấp chứng khoán được phát hành bởi những doanh nghiệp đang có quan hệ vay mượn, bảo lãnh phát hành với ngân hàng để thu hút các nhà đầu tư định chế tài chính.

Ngân hàng thương mại nếu được phép bảo lãnh phát hành chứng khoán³ doanh nghiệp sẽ gây ra những mâu thuẫn về lợi ích. Ví dụ như, khi một ngân hàng thương mại thấy rằng nguy cơ phá sản của một doanh nghiệp là khách hàng vay nợ của nó tăng lên, ngân hàng có thể "thúc ép" doanh nghiệp thực hiện phát hành chứng khoán trên thị trường tài chính, và yêu cầu doanh nghiệp phải hoàn trả khoản tiền vay nợ trước đó cho ngân hàng từ việc phát hành chứng khoán, điều này như là một cách để ngân hàng có thể chuyển rủi ro mất khả năng trả nợ của doanh nghiệp sang các nhà đầu tư "ngây thơ" trên thị trường (Kroszner and Rajan, 1994; Kroszner, 1996; Rajan, 1996).

Một số nghiên cứu ở các nước được cho là kém phát triển hơn⁴ đã chứng minh tồn tại hiện hữu những mâu thuẫn về lợi ích giữa các hoạt động ngân hàng thương mại, bảo lãnh phát hành chứng khoán, và tham gia quỹ hỗ tương. Kết quả nghiên cứu của Ber *et al.* (2001) khi sử dụng số liệu của Isaraeli cho thấy, các công ty IPO ngân hàng bảo lãnh phát hành, đồng thời cấp tín dụng có lợi suất thấp hơn đáng kể. Chứng khoán một công ty IPO được mua bởi các quỹ hỗ tương cũng là người cho vay, nhà bảo lãnh phát hành, lợi suất ban đầu thậm chí còn thấp hơn. Những nhà nghiên cứu cho rằng, nguyên nhân là bởi vì, các ngân hàng đa

năng với mục đích bảo lãnh phát hành "những trái chanh" thay vì những chứng khoán tốt; điều này nhằm chuyển rủi ro tín dụng từ phía ngân hàng sang các nhà đầu tư trên thị trường, bởi vậy họ sẽ trả giá thấp cho những chứng khoán do các ngân hàng đa năng bảo lãnh phát hành. Chih-Pin Lin (2009) (*Director, Department of Business Administration, Aletheia University, Taiwan*), trong nghiên cứu của mình nhận thấy rằng FHCs tại quốc gia này (Đài Loan), nơi định chế thị trường yếu, làm nảy sinh mâu thuẫn về lợi ích khi kết hợp hoạt động ngân hàng thương mại và bảo lãnh phát hành chứng khoán⁵. Một nghiên cứu tương tự của Lili Xie (2007) (*Department of Economics WB201, Ball State University, Muncie, Indiana*) kết luận rằng: "Bằng nghiên cứu mối quan hệ giữa việc hạn chế các rào cản đối với hoạt động ngân hàng và tăng trưởng của doanh nghiệp, tôi thấy rằng, những mâu thuẫn về lợi ích là thứ yếu đối với các quốc gia có các định chế tài chính phát triển cao và có khả năng bảo vệ được lợi ích của nhà đầu tư. Tuy nhiên, nếu những điều kiện này không được thỏa mãn, việc cho phép các ngân hàng thương mại thực hiện đầu tư chứng khoán có thể ảnh hưởng tiêu cực tới tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp".⁶

Khung lý thuyết của nhóm tác giả

Dựa trên kết quả nghiên cứu về mô hình ngân hàng đa năng tại các nước phát triển cũng như các nước đang phát triển, chúng tôi cho rằng: ở một quốc gia có các thể chế hỗ trợ thị trường kém phát triển như Việt Nam, ngân hàng đa năng tạo ra những mâu thuẫn, bất cập về lợi ích hơn là tạo ra những lợi ích. Nguyên nhân là do sự khác biệt về thể chế hỗ trợ thị trường của Việt Nam so với

các nước phát triển. Chẳng hạn như ở Mỹ, quốc gia có thị trường vốn, lao động, cũng như sản xuất phát triển, cùng với sự phát triển của các trung gian tài chính cho phép họ giải quyết được những bất cập về thông tin và hợp nhất, cho phép các doanh nghiệp tư nhân tăng nguồn vốn thông qua thị trường tài chính, tiếp cận nguồn nhân lực một cách thuận tiện, quyền lợi của người tiêu dùng được đảm bảo. Luật pháp về quyền tác giả đảm bảo những thành quả của hoạt động doanh nghiệp... trong khi đó, ở những quốc gia đang phát triển như Việt Nam, những bất cập về thông tin và hợp nhất có thể dẫn đến sự thất bại của thị trường. Ví dụ, thị trường tài chính thiếu những thông tin đáng tin cậy trong khi việc quản lý điều hành của các nhà chức trách lại tỏ ra mềm yếu. Các trung gian tài chính như các nhà phân tích, quỹ hỗ tương, ngân hàng đầu tư, các quỹ đầu tư mạo hiểm và các tạp chí tài chính hoặc là không có hoặc có nhưng lại không đầy đủ. Các điều luật về chứng khoán thường yếu và sự thực thi là không đáng tin cậy. Bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lý và người lao động dẫn đến nguồn nhân lực không được sử dụng hợp lý, kết hợp với việc thiếu đi những trường đào tạo kinh doanh và các hãng định mức tín nhiệm. Quá nhiều bất cập về thông tin trong thị trường sản xuất trong điều kiện khan hiếm các tổ chức định mức tín nhiệm và trình độ thấp về nguồn nhân lực so với các nước phát triển làm chi phí sản xuất gia tăng.

Cụ thể, ví dụ đối với hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán.

Nhà bảo lãnh phát hành chứng khoán là tổ chức được ủy nhiệm thay mặt ngân hàng tổ chức hoạt động bảo lãnh phát hành, nhưng họ cũng đồng thời là đại



lý ủy nhiệm của các nhà đầu tư, những người mua chứng khoán từ các nhà bảo lãnh, vì vậy, đã tạo ra mối quan hệ đa phương diện. Và câu hỏi đặt ra là, hành động của nhà bảo lãnh phát hành chứng khoán sẽ đại diện quyền lợi cho phía nào (ngân hàng hay nhà đầu tư)?

Chúng tôi cho rằng nhà bảo lãnh phát hành sẽ hành động cho quyền lợi của ngân hàng hơn là nhà đầu tư, bởi lý do đơn giản là quyền lợi của họ gắn liền với nhau. Và thông tin trao đổi giữa hai chủ thể này thuận lợi hơn nhiều so với việc cung cấp thông tin trên thị trường (Kogut và Zander, 1993; Almeida *et al.*, 2002; Teece, 1986). Ngân hàng đa năng bao gồm các thành viên có mối quan hệ như những thực thể trong một đại gia đình, điều này làm cho quá trình trao đổi thông tin dễ dàng và đặc biệt là minh bạch hơn. (Peng *et al.*, 2005; Khanna và Palepu, 2000). Ngược lại, nhà đầu tư đánh giá tổ chức phát hành qua những thông tin từ thị trường, chúng dĩ nhiên là không hiệu quả bằng (Teece, 1982). Điều này có thể dẫn đến những mâu thuẫn về lợi ích. Những mâu thuẫn này sẽ đặc biệt nảy sinh ở những quốc gia có thể chế thị trường kém phát triển, những nơi mà việc quan sát của nhà đầu tư với tổ chức phát hành thông qua thị trường gặp trở ngại.

Rõ ràng thực tế Việt Nam là một quốc gia có các thể chế hỗ trợ thị trường là kém phát triển, vì vậy, nhà đầu tư khó lòng nắm bắt được chất lượng của những đánh giá về doanh nghiệp của tổ chức bảo lãnh phát hành chứng khoán, cũng như những thông tin của chính tổ chức phát hành.

Bài phân tích của nhóm tác giả sẽ chỉ ra những mâu thuẫn về lợi ích của mô hình ngân hàng đa

Bảng 1: Tỷ lệ công ty con (liên kết) cụ thể ở từng lĩnh vực của 9 ngân hàng thương mại có vốn điều lệ lớn nhất

Loại hình công ty con	Chứng khoán	Bảo hiểm	Quản lý quỹ	Cho thuê tài chính	Bất động sản	Vàng bạc	Khác
Tỷ lệ	100%	44%	55%	66%	33%	33%	33%

(Nguồn: Trích từ nguồn Ngân hàng Nhà nước)

năng tại Việt Nam thông qua: (i) đánh giá hiệu quả hoạt động của nhóm công ty con, công ty liên kết của ngân hàng thương mại, với lập luận rằng mô hình ngân hàng đa năng có thể gia tăng rủi ro cho hệ thống ngân hàng nếu hoạt động của nhóm công ty con, công ty liên kết cho thấy sự không hiệu quả, và biến động rủi ro (Peter Rose); (ii) tỷ suất sinh lợi trung bình ngày cổ phiếu của nhóm công ty do ngân hàng (công ty con, công ty liên kết) bảo lãnh (tư vấn) phát hành thấp hơn có ý nghĩa so với cổ phiếu nhóm công ty do tổ chức độc lập bảo lãnh (tư vấn) phát hành; (iii) những bất cập mang tính định tính khác liên quan đến việc phát triển mô hình ngân hàng đa năng.

Môi trường pháp lý ở Việt Nam ủng hộ mô hình ngân hàng đa năng

Điều này được quy định tại các Điều 103 Luật Các tổ chức tín dụng số 47/2010/QH12, Điều 16 Thông tư số 13/2010/TT-NHNN. Ngân hàng thương mại được dùng vốn điều lệ và quỹ dự phòng để góp vốn, mua cổ phần vào các doanh nghiệp khác để hoạt động trong các lĩnh vực chứng khoán, cho thuê tài chính và bảo hiểm... thông qua việc thành lập công ty con, công ty liên kết.

Một điều chúng tôi nhận thấy ở Luật Các tổ chức tín dụng (2010) là, chúng ta vẫn chưa có quy định về công ty sở hữu ngân hàng, phải chăng Ngân hàng Nhà nước đang để mở điều này nhằm tăng cường khả năng huy động vốn cho hệ

thống ngân hàng? Tuy nhiên, chủ trương này có hai mặt tác động của nó, việc các công ty thương mại được quyền sở hữu ngân hàng có thể là nguyên nhân dẫn đến những bất ổn cho hệ thống ngân hàng, xuất phát từ những yếu kém trong hoạt động của chính công ty sở hữu, ngân hàng thương mại khi đó có thể trở thành nguồn huy động vốn "không giới hạn" cho công ty sở hữu. Luật của chúng ta hiện nay có thể thấy là thoáng hơn một nước phát triển như Mỹ trong quy định về công ty sở hữu ngân hàng. Hiện nay, luật ở Mỹ vẫn chưa cho phép sự xâm nhập lẫn nhau giữa hai lĩnh vực ngân hàng và thương mại.⁷

Thực trạng, xu hướng trở thành ngân hàng đa năng tại Việt Nam

Xu hướng trở thành ngân hàng đa năng tại Việt Nam ngày càng rõ nét với sự ra đời của nhiều công ty con, công ty liên kết trực thuộc tổ chức tín dụng.

Sự tuyên bố chắc chắn mở rộng phạm vi hoạt động sang các lĩnh vực khác ngoài hoạt động ngân hàng thương mại truyền thống sau cổ phần hóa của các ngân hàng thương mại nhà nước như Vietinbank, BIDV, Vietcombank đang được thực hiện với sự ra đời liên tiếp của các công ty con, công ty liên kết trước cũng như sau đó là sự hậu thuẫn của Chính phủ cho phép về nguyên tắc.

Các ngân hàng thương mại cổ phần lớn cũng không nằm ngoài xu thế đó, điển hình là Sacombank và ACB đã tuyên bố là "tập đoàn"

cũng cho thấy đây là mô hình phát triển tất yếu của những ngân hàng thương mại lớn tại Việt Nam.

Hiện nay, theo số liệu mà chúng tôi thống kê được từ 5 ngân hàng thương mại nhà nước cùng với 35 ngân hàng thương mại cổ phần thì phần lớn trong số đó đã mở rộng lĩnh vực kinh doanh ngoài hoạt động ngân hàng thương mại đơn thuần ngoại trừ Ngân hàng Phát triển Nhà Đồng bằng sông Cửu Long. Trong 9 ngân hàng thương mại có vốn điều lệ trên 8.000 tỷ đồng (có 4 ngân hàng thương mại nhà nước) thì tỷ lệ số lượng công ty con, công ty liên kết được thống kê như sau: (xem Bảng 1)

Từ bảng ta thấy một tỷ lệ rất lớn các ngân hàng thương mại tham gia đầu tư vào lĩnh vực chứng khoán. Toàn bộ các ngân hàng đầu tư vào lĩnh vực bảo hiểm thuộc về các ngân hàng thương mại nhà nước: BIDV, Vietcombank, Vietinbank, Agribank. Các ngân hàng tham gia kinh doanh, đầu tư bất động sản là các ngân hàng thương mại cổ phần gồm: ACB, Sacombank, Eximbank.

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Phạm vi nghiên cứu

Phân tích định lượng (1): đánh giá hiệu quả hoạt động của nhóm công ty con, công ty liên kết của ngân hàng thương mại;

Phạm vi nghiên cứu là các ngân hàng thương mại có vốn điều lệ trên 8.000 tỷ đồng, có từ 3 công ty con, công ty liên kết trở lên. Riêng trường hợp của Agribank, chúng tôi không thực hiện phân tích do không thể thu thập số liệu báo cáo tài chính của các công ty con, công ty liên kết của Ngân hàng này. Cuối cùng, nhóm ngân hàng mà chúng tôi thực hiện phân tích gồm: BIDV, Vietcombank, Vietinbank, ACB, Sacombank cùng với các công ty con, công ty liên kết mà nhóm có thể thu thập

số liệu.

Số liệu phân tích nằm trong khoảng thời gian từ 2007 - 2011, mặc dù trước đó đã có một số ngân hàng thương mại nhà nước mở rộng hoạt động sang các lĩnh vực khác bằng việc thành lập các công ty con, hoặc tham gia góp vốn trong các công ty liên kết, tuy nhiên, trào lưu phát triển ngân hàng đa năng mới chỉ nở rộ từ năm 2007 trở lại đây. Một số các công ty con, công ty liên kết được thành lập sau năm 2007, nên đối với từng trường hợp không nhất thiết là số liệu từ 2007 mà có thể là số liệu của năm tài chính đầu tiên tính từ thời điểm thành lập.

Số liệu được thu thập từ báo cáo thường niên các ngân hàng thương mại từ 2007 - 2011.

Phân tích định lượng (2):

Phạm vi nghiên cứu là dữ liệu giá đóng cửa cổ phiếu của 106 công ty IPO tại Việt Nam⁸ hiện tại đang niêm yết sàn Upcom, từ thời điểm thực hiện niêm yết đến thời điểm 22/05/2012, chúng tôi dùng mô hình định lượng nhằm chứng tỏ khung lý thuyết đã đưa ra. Số liệu được thu thập từ Công ty Chứng khoán FPT và bản cáo bạch của các công ty.

Đo lường

Phân tích định lượng (1)

Để so sánh hiệu quả hoạt động ngân hàng thương mại đơn thuần với hoạt động của các công ty con công ty liên kết của nhóm ngân hàng này, chỉ tiêu mà chúng tôi sử dụng để đo lường là lợi nhuận trên vốn cổ phần thường (ROE). Tuy nhiên, do những khó khăn trong quá trình bóc tách dữ liệu nên chúng tôi thay thế chỉ tiêu ROE hoạt động ngân hàng thương mại đơn thuần bằng chỉ tiêu ROE tại báo cáo tài chính hợp nhất mà sau đây, chúng tôi gọi là ROE hợp nhất, điều này không có ảnh hưởng trọng yếu đến kết quả đánh giá, do

quy mô hoạt động của mảng ngân hàng lớn hơn rất nhiều so với quy mô của các công ty con, công ty liên kết.

Phân tích định lượng (2)

Mô hình định lượng 1:

Biến phụ thuộc (Y): tỷ suất sinh lợi trung bình ngày.

Chúng tôi sử dụng tỷ suất sinh lợi trung bình ngày của cổ phiếu các công ty IPO (N1=106 công ty) nhằm so sánh mức sinh lợi cổ phiếu công ty IPO được ngân hàng bảo lãnh (tư vấn phát hành so với mức sinh lợi của các cổ phiếu còn lại. Để tính tỷ suất sinh lợi trung bình ngày của cổ phiếu từng công ty, đầu tiên, chúng tôi lấy giá đóng cửa của ngày hôm nay (P_{it}) trừ cho giá đóng cửa của ngày hôm trước ($P_{i(t-1)}$), rồi chia cho giá đóng cửa của ngày hôm trước ($P_{i(t-1)}$). Tỷ suất sinh lợi trung bình/ngày của cổ phiếu của từng công ty là tổng các giá trị vừa tính được chia cho số ngày cổ phiếu được giao dịch trên sàn Upcom.

Biến độc lập:

(Xi) bằng 1 nếu chủ thể bảo lãnh (tư vấn) phát hành chứng khoán cho công ty thuộc ngân hàng đa năng. X bằng 0 nếu chủ thể bảo lãnh (tư vấn) phát hành chứng khoán cho công ty là tổ chức độc lập.

(LnTSi) - Biến độc lập tiếp theo trong mô hình: LnTSi (lôgarit tự nhiên, hay lôgarit Nê-pe của tài sản thứ i), nhằm đánh giá mối quan hệ tương quan giữa quy mô tài sản của công ty IPO và tỷ suất sinh lợi trung bình/ngày của cổ phiếu, được đo lường bằng lôgarit Nê-pe giá trị tài sản công ty năm liền trước năm công ty thực hiện IPO.

Cuối cùng, bởi vì chúng tôi đã sử dụng cơ sở dữ liệu mảng (panel data), và nó thường gây ra một số sai lầm nếu như dữ liệu có tính độc lập trong các năm, vì vậy, chúng



tôi đưa vào mô hình biến giả đại diện cho các năm để kiểm định giả thiết này.

Dùng hàm hồi quy tổng thể ngẫu nhiên sau để kiểm chứng thực tế khung lý thuyết của nhóm tài sản: $Y = \alpha + \beta_1X + \beta_2LnTS + \beta_3Year2010 + \beta_4Year2011 + \beta_5Year2012 + \varepsilon (*)$

α là hệ số tung độ gốc của đường hồi quy;

Hệ số $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ là hệ số độ dốc của đường hồi quy;

ε là sai số ngẫu nhiên.

Mô hình định lượng 2: Hồi quy các biến giải thích ở mô hình định lượng 1, với biến phụ thuộc Y'_{it} được tính theo công thức sau: $Y'_{it} = |(\text{Giá IPO}_i - \text{trung bình giá } (i) \text{ (ngày)}) / \text{giá IPO}_i$. Chỉ hồi quy đối với những giá trị $Y'_{it} < 0$, số mẫu trong mô hình này là 91(N2); Mục đích của nhóm tài sản khi thực hiện chạy mô hình hồi quy này là muốn đánh giá xem đối với các công ty có trung bình giá (từ thời điểm thực hiện niêm yết đến 22/05/2012) thấp hơn giá IPO thì mức giảm của các công ty do ngân hàng bảo lãnh (tư vấn) phát hành tương quan như thế nào với mức giảm của các công ty, các tổ chức độc lập phát hành. Nếu mức giảm giá cổ phiếu của những công ty ngân hàng bảo lãnh phát hành là cao hơn có ý nghĩa chứng tỏ rằng, những thông tin mà ngân hàng có được thông qua các quan hệ trước đó với doanh nghiệp đã không được sử dụng hiệu quả trong quá trình định giá doanh nghiệp khi thực hiện IPO.

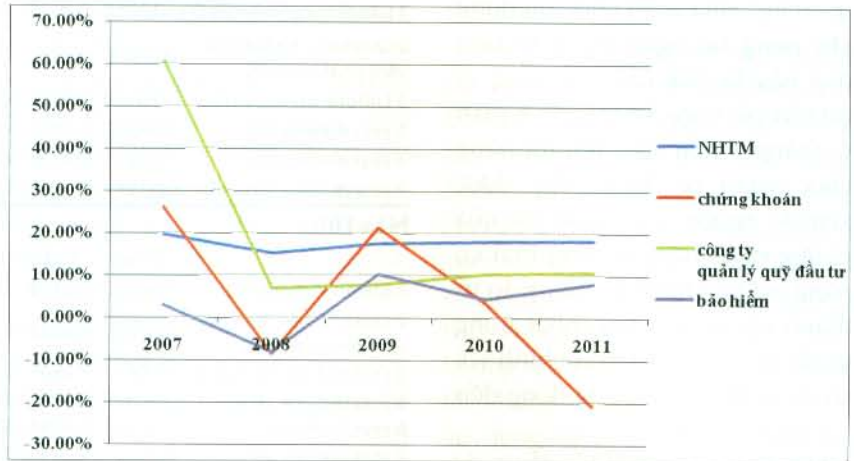
KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Phân tích định lượng 1

Trong 45 phép so sánh⁹ mà nhóm tác giả thực hiện thì chỉ có 8 trường hợp (chiếm tỷ lệ 17%) ROE của các công ty con, công ty liên kết cao hơn ROE hợp nhất của các ngân hàng.

ROE hợp nhất bình quân

Hình 1: ROE bình quân giản đơn của nhóm công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ đầu tư, bảo hiểm theo từng năm trong khoảng thời gian 2007 - 2011; Đơn vị tính: %.



(Nguồn: Báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của các ngân hàng thương mại, công ty con, liên kết)

hoạt động ngân hàng thương mại của chúng tôi gồm: BIDV, Vietcombank, Vietinbank, ACB, Sacombank đa phần là cao hơn và có xu hướng biến động ít rủi ro hơn so với ROE bình quân của nhóm công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ đầu tư, bảo hiểm theo từng năm trong khoảng thời gian 2007 - 2011 được miêu tả ở biểu đồ dưới đây: (xem Hình 1)

Phân tích định lượng 2

Bảng 2 trình bày giá trị trung bình, độ lệch chuẩn và hệ số tương quan giữa các biến. Bảng 3 trình bày kết quả hồi quy. Biến phụ thuộc ở mô hình 1, 1' là tỷ suất sinh lợi trung bình ngày của cổ phiếu của các công ty IPO; Biến phụ thuộc ở mô hình 2, 2' là trị tuyệt đối tỷ lệ chênh lệch giá IPO và trung bình giá (cổ phiếu). Mô hình 1', 2' không chứa biến X (là biến độc lập chính trong các mô hình). Biến này được thêm vào ở các mô hình 1, 2. Chúng ta có thể nhận thấy rằng kết quả hồi quy của mô hình 1 và 2 là tương đồng: tỷ suất lợi nhuận thấp hơn và xu hướng giảm giá mạnh hơn của cổ phiếu do ngân hàng tư vấn (bảo lãnh) IPO, đã chứng minh khung

lý thuyết của chúng tôi. (Xem các Bảng 2, 3)

Một số bất cập định tính khác Thanh khoản và chi phí sử dụng vốn (lãi suất)

Trong những thời kỳ tình trạng căng thẳng nguồn vốn tiền đồng tại một số ngân hàng thương mại nhỏ kéo theo dẫn đến tình trạng lãi suất huy động, lãi suất liên ngân hàng liên tục tăng cao và theo sau đó là chu kỳ đi xuống (giai đoạn cuối năm 2009, giai đoạn từ tháng 2/2012 đến nay). Một số ngân hàng thương mại (ở đây, chúng tôi không tiện nhắc tên) thông qua các công ty con, công ty liên kết là định chế tài chính (công ty chứng khoán, công ty tài chính, công ty bảo hiểm), tổ chức kinh tế và còn có cả các cá nhân sử dụng nguồn vốn nhân rồi tích cực chào gửi tiết kiệm có kỳ hạn tại một số ngân hàng thương mại khác, đi kèm đó là những đòi hỏi về lãi suất. Thông qua hoạt động này, ngân hàng thương mại có thể đạt được cùng một lúc nhiều mục đích: tìm kiếm lợi nhuận, bảo toàn nguồn vốn, đón đầu trước chu kỳ giảm lãi suất trên thị trường. Theo thống kê của chúng tôi tại một ngân hàng

thương mại, đến thời điểm hiện tại, số lượng khách hàng được xếp vào diện khách hàng có “mối quan hệ” với các tổ chức tín dụng chỉ riêng tại ngân hàng thương mại này là gần 150, với tổng số dư tiền gửi trong khoảng thời gian từ tháng 2 đến nay, lên tới hàng chục ngàn tỷ đồng, đây được xem là nguồn vốn nhàn rỗi của những ngân hàng thương mại có năng lực tài chính mạnh, quản trị thanh khoản tốt. Cao nhất trong số đó là các công ty tài chính với số dư từ khoảng 700 tỷ đồng đến vài ngàn tỷ đồng.

Hàng chục ngàn tỷ đồng dư thừa này thay vì thông qua “mối quan hệ” của các tổ chức tín dụng được chào gửi lãi suất cao trên thị trường một, đã có thể góp phần làm tăng khả năng thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng, xã hội có thêm một số lượng vốn lớn hơn để gia tăng năng lực sản xuất - kinh doanh, đồng thời nó cũng có thể giúp làm giảm chi phí vốn trên thị trường. Trào lưu mở rộng hoạt động của các ngân hàng thương mại Việt Nam trở nên phổ biến từ năm 2007 trở lại đây, đồng thời là giai đoạn lãi suất (đơn vị đo chi phí vốn của xã hội) liên tục duy trì ở mức cao, cao hơn so với mức trung bình các nước trong khu vực như Singapore, Thái Lan, Malaysia... Biểu đồ sau trình bày lãi suất tiền gửi đồng nội tệ 12 tháng của một số nước như Việt Nam, Singapore, Malaysia, Thailand từ năm 1999-2010 (Xem Hình 2)

Hợp lý hóa các dự án bất động sản

Việc ngân hàng thương mại được phép thành lập công ty con, tham gia góp vốn vào các công ty liên kết hoạt động trong lĩnh vực bất động sản cũng có thể làm gia tăng rủi ro đối với hoạt động của ngân hàng thương mại.

Bảng 2: Giá trị trung bình, độ lệch chuẩn và hệ số tương quan giữa các biến

	Mean	S.D.	1	2	3	4	5	6
1 Lợi suất trung bình ngày (Y)	-0.0012	0.0030	1.0000					
2 Quan hệ bảo lãnh (tư vấn) phát hành (X)	0.7075	0.4571	-0.2503	1.0000				
3 Ln(total assets) (LnTS)	11.9504	1.4111	0.1251	-0.2257	1.0000			
5 year dummy 2010	0.4245	0.4966	0.0655	0.0067	-0.0081	1.0000		
6 year dummy 2011	0.2453	0.4323	0.0201	-0.1155	-0.0528	-0.4896	1.0000	
7 year dummy 2012	0.0377	0.1915	-0.4535	0.1273	0.0072	-0.1701	-0.1129	1.0000

N1=106.

	Mean	S.D.	1	2	3	4	5	6
1 Chênh lệch giá (Y')	0.4302	0.2159	1.0000					
2 Quan hệ bảo lãnh (tư vấn) phát hành(X)	0.7922	0.4084	0.2307	1.0000				
3 Ln (total assets) (LnTS)	11.9672	1.4605	0.0033	-0.2831	1.0000			
5 year dummy 2010	0.4286	0.4981	-0.0084	-0.0508	0.0111	1.0000		
6 year dummy 2011	0.2078	0.4084	0.0065	-0.0388	-0.1083	-0.4574	1.0000	
7 year dummy 2012	0.0519	0.2234	0.0059	0.1199	0.0105	-0.1973	-0.1078	1.0000

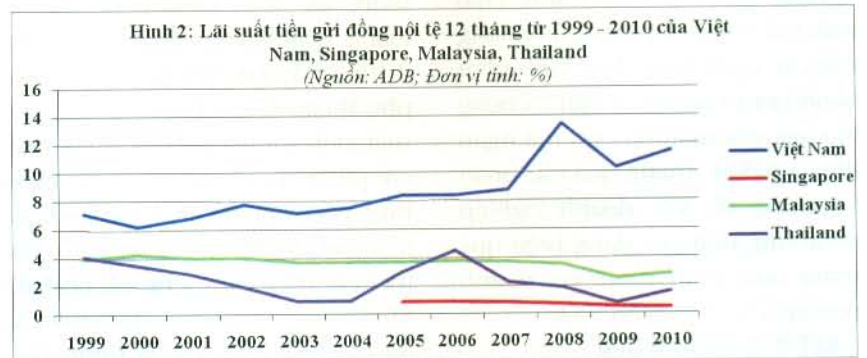
N2=91.

Bảng 3: Kết quả phân tích hồi quy

Biến	Tỷ suất lợi nhuận (Y)		Chênh lệch giá	
	Mô hình 1'	Mô hình 1	Mô hình 2'	Mô hình 2
Quan hệ bảo lãnh (tư vấn) phát hành		-0.001196** (0.000591)		-0.090902*** (0.031201)
Ln (total assets) (LnTS)	0.000268 (0.000187)	0.000177 (0.000189)	-0.045057 (0.105659)	-0.064147 (0.101503)
year dummy 2010	-0.000199 (0.000629)	-0.000248 (0.000620)	-0.56738 (0.129722)	-0.095691 (0.125077)
year dummy 2011	-0.000291 (0.000718)	-0.000465 (0.000713)	0.219640 (0.228400)	0.208782 (0.218991)
year dummy 2012	-0.007278*** (0.001432)	-0.006975*** (0.001418)	0.460211* (0.209275)	0.462337** (0.200626)
Intercept	-0.003974* (0.002306)	-0.001992 (0.002474)	0.5779699*** (0.121837)	1.680567 (0.395498)
R squared	0.223475	0.253981	0.070660	0.155951
Adjusted R squared	0.192722	0.216680	0.026927	0.105710
F	7.266681***	6.808963***	0.177750	3.104062**

N1=106; N2=91.

Độ lệch chuẩn nằm trong ngoặc đơn.
*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01



Đây không phải là chuyên môn của ngân hàng thương mại. Một thực tế nữa đang diễn ra tại Việt Nam, đó là tình trạng “hợp lý hóa” nguồn vốn dự án các công ty bất động sản. Theo Luật Các tổ chức tín dụng, các ngân hàng thương

mại không được phép cấp tín dụng cho đối tượng là công ty con, công ty liên kết. Tuy nhiên, Luật không cấm việc cấp tín dụng cho đối tượng là khách hàng các công ty này. Khi dự án chỉ mới hình thành trên giấy tờ, một số cá nhân

được chỉ định sẽ thực hiện đăng ký mua sản phẩm từ các dự án này, và sau đó thực hiện vay vốn tại tổ chức tín dụng là ngân hàng mẹ. Tín dụng được cấp sẽ chuyển trực tiếp vào tài khoản công ty bất động sản, và lượng tiền mặt này sẽ đi về đâu trong khi dự án vẫn đang còn nằm ở trên mặt giấy? Đó là chưa tính đến trường hợp dự án bất động sản này là dự án không khả thi, hoặc thị trường đang đóng băng như thời gian vừa qua.

Những dự án bất động sản thường đòi hỏi nguồn vốn rất lớn và mang nhiều rủi ro, nếu như doanh thu từ hoạt động này chiếm tỷ lệ đáng kể trong hoạt động chung của ngân hàng đa năng thì nó có thể làm gia tăng rủi ro cho ngân hàng thương mại.

THẢO LUẬN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Về lý thuyết, mô hình ngân hàng đa năng có những ưu việt hơn so với việc tách biệt hoạt động ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư, nhưng điều này không có nghĩa rằng mô hình này không tồn tại những hạn chế của nó. Vấn đề đặt ra là liệu rằng cấu trúc nền kinh tế, thể chế thị trường tài chính của quốc gia áp dụng mô hình này có đủ công cụ, cơ chế giám sát nhằm hạn chế những mâu thuẫn lợi ích, rủi ro đạo đức để đạt được những lợi ích mà mô hình này mang lại hay không?

Các học giả lý thuyết quản trị hầu hết công nhận mối quan hệ giữa bối cảnh về thể chế và hình thức tổ chức doanh nghiệp (Williamson (1991), Hill (1995), Nee (1992), Hamilton (1996)). Khana và Palepu (1997) dựa vào những lý thuyết này và mở rộng về mô hình tập đoàn kinh tế để đưa đến lập luận rằng, bối cảnh về thể chế là quan trọng trong việc quyết định đến việc các tập đoàn kinh tế đa năng tạo ra hay có thể phá hủy giá trị. Đó cũng là lý do tại sao

nghiên cứu về ngân hàng đa năng ở những nước có thể chế thị trường khách nhau thường đem lại các kết quả không giống nhau là vậy. Chẳng hạn như ở những quốc gia có thị trường tài chính phát triển và cơ chế giám sát hiệu quả như Mỹ và Canada, những ích lợi của ngân hàng đa năng tỏ ra ưu thế hơn là những mâu thuẫn (Kroszner and Rajan (1994), Puri (1994; 1996), Gande *et al.* (1997), Hebb và Fraser (2002)).

Đức, Nhật Bản cùng là các nước phát triển, nhưng khác với Mỹ, hệ thống tài chính của họ dựa trên nền tảng là hệ thống ngân hàng¹⁰ (Steiherr, 1996). Agarwal và Elson (2001) thấy rằng, ở Đức, doanh nghiệp có mối quan hệ chặt chẽ với ngân hàng có chi phí vay nợ cao hơn so với các doanh nghiệp không có những mối quan hệ như vậy. Tương tự Kang và Liu (2007) thấy rằng ở Nhật Bản, ngân hàng đa năng sử dụng quyền lực độc quyền để định giá thấp chứng khoán được phát hành bởi những doanh nghiệp đang có quan hệ vay mượn, bảo lãnh phát hành với ngân hàng để thu hút các nhà đầu tư tổ chức.

Một số nghiên cứu khác, sử dụng số liệu ở những quốc gia có thị trường tài chính phát triển ở mức độ thấp hơn, Ber *et al.* (Israeli, 2001), Chih-Pin Lin (Đài Loan, 2009), Lili Xie (Ấn Độ; 2007) đã chứng minh rằng mô hình ngân hàng đa năng làm nảy sinh những mâu thuẫn về lợi ích giữa các hoạt động ngân hàng thương mại, bảo lãnh phát hành chứng khoán, tham gia quỹ hỗ tương...

Và bài phân tích của chúng tôi một lần nữa cho thấy rằng tại quốc gia có các thể chế hỗ trợ thị trường kém phát triển như Việt Nam, ngân hàng đa năng tạo ra những mâu thuẫn, bất cập về lợi ích (rủi ro đạo đức là một phần trong đó)

hơn là có tác động tốt đến sự phát triển của hệ thống tài chính cũng như hệ thống ngân hàng thương mại.

Trong nghiên cứu về ngân hàng đa năng của mình, Raghuram G.Rajan (1995; *The Entry of Commercial Banks into the Securities Business: A Selective Survey of Theories and Evidence*) cũng đã kết luận tương tự: “Dù sao thì, các thể chế tài chính không thể không tương thích với môi trường mà nó hoạt động và chúng tôi không thể dự đoán được việc áp dụng ngân hàng đa năng tại các quốc gia khác nhau sẽ mang lại những hệ quả như thế nào (và có thể là có cả những tác dụng ngược). Vì vậy, lời khuyên tốt nhất đối với các nhà làm luật về ngân hàng đa năng là: “tiến lên, nhưng cực kỳ thận trọng”.

KẾT LUẬN

Theo như Tiến sĩ Nguyễn Đại Lai đã có bài bình luận rằng: “Tập đoàn hóa doanh nghiệp nói chung, tập đoàn hóa các ngân hàng thương mại nói riêng là xu thế tất yếu của quá trình đa năng hóa trong phát triển nền kinh tế thị trường và hội nhập. Nó không chỉ là quá trình đa sở hữu và hữu danh hóa quyền sở hữu (quyền định đoạt, quyền phán quyết/chi phối, quyền sử dụng vốn), mà còn là phương thức cơ bản để tồn tại, đồng thời là kết quả tất yếu của quá trình tích tụ, tập trung tư bản và tạo ra thị trường tài chính hoàn hảo hơn, cạnh tranh hơn và đích danh hơn trong cả thất bại lẫn thành tựu”.

Nhưng vẫn có nhiều nghiên cứu cho thấy sự hiện hữu của mâu thuẫn về lợi ích của mô hình ngân hàng đa năng, những mâu thuẫn này có thể làm tăng rủi ro hoạt động của hệ thống ngân hàng thương mại, ảnh hưởng đến chức năng vốn có đối với nền kinh tế.

Vì vậy, trong quá trình phát triển mô hình ngân hàng được xem là “xu thế tất yếu” này, vẫn cần những quan điểm trái chiều nhằm tìm ra biện pháp giảm thiểu những mâu thuẫn hiện hữu đó.

Cuối cùng, xin mượn lời của Jonathan R.Pincus để thay cho quan điểm của nhóm tác giả rằng: Ở những quốc gia có thể chế thị trường kém phát triển như Việt Nam, “ngân hàng nhận tiền gửi không nên tham gia vào hoạt động đầu tư rủi ro mà các ngân hàng đầu tư chuyên kinh doanh để phục vụ khách hàng giàu có của mình. Các ngân hàng thương mại phải an toàn và an phận. Ngân hàng đầu tư có thể gánh rủi ro nếu thất bại, họ sẽ gây thiệt hại cho chủ sở hữu, không phải người đóng thuế hay người gửi tiền”. Việc liên kết không phải lúc nào cũng là hiệu quả cho nền kinh tế (Naomi R. Lamoreaux and Daniel M.G. Raff, 1995).

Một hạn chế rất lớn của bài nghiên cứu này là phương pháp nghiên cứu định lượng còn giản đơn, vì vậy, chúng tôi hy vọng rằng trong tương lai, sẽ có những bài phân tích chuyên sâu hơn về mô hình ngân hàng đa năng. Mở rộng nghiên cứu sang thị trường bảo lãnh phát hành trái phiếu như nhiều chuyên gia nước ngoài thực hiện tại Mỹ và Canada (Kroszner and Rajan (1994), Puri (1994; 1996), Gande *et al.* (1997), Hebb và Fraser (2002)). Bổ sung thêm một số biến độc lập vào mô hình nghiên cứu như: quan hệ vay mượn của doanh nghiệp và ngân hàng, định mức tín nhiệm doanh nghiệp... Kết hợp với một số lý thuyết về danh mục đầu tư, lợi ích kinh tế về quy mô (George Kanatas và Jianping Qi; 2003) để thực hiện những phân tích chuyên sâu hơn. ■

¹Thị trường ở đây là thị trường tài chính

²Bao gồm cả chứng khoán nợ, chứng

khoán vốn

³Trái phiếu và cổ phiếu.

⁴Sơ với các nước như Mỹ, Canada, Đức, Nhật Bản.

⁵Chih-Pin Lin, Universal Banking in an Emerging Economy: The conflict-of-Interest Hypothesis, p6, 2009.

⁶Lili Xie, Universal Banking, Conflicts of Interest and Firm Growth, p19, July 25, 2007.

⁷Peter Rose (2001), Quản trị Ngân hàng thương mại, Vol2, p60-61, NXB Tài Chính.

⁸Hiện nay, có 140 công ty IPO đang niêm yết trên sàn Upcom, nhưng thông tin đầy đủ chỉ có 106 công ty, do đó Nhóm thực hiện sử dụng số liệu 106 công ty này để thực hiện nghiên cứu của mình, không làm sai lệch kết quả thực tế.

⁹ROE hợp nhất và ROE công ty con công ty liên kết của các ngân hàng trong khi đó Mỹ lại có hệ thống tài chính với nền tảng là thị trường tài chính.

¹⁰Trong khi đó Mỹ lại có hệ thống tài chính với nền tảng là thị trường tài chính.

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

Agarwal, R. and Elston, J. (2001), "Bank-firm relationships, financing and firm performance in Germany", *Economics Letters*, 72: 225-232.

Akerlof, G. (1970), "The market for 'Lemons': Quality uncertainty and the market mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84: 488-500.

Almeida, P., Song, J. and Grant, R. M. (2002), "Are Firms Superior to Alliances and Market? An Empirical Test of Cross-Border Knowledge Building", *Organization Science*, 13(2): 147-161.

Bùi Thanh Lam (2009), "Mô hình tập đoàn tài chính - ngân hàng: Từ thế giới đến Việt Nam", *Tạp chí tài chính*. <http://www.tapchitaichinh.vn/tabid/56/Key/ViewArticleContent/ArticleId/1058/Default.aspx>

Benston, G. (1994), "Universal Banking", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.8, No. 3, pp. 121-143

Ber, H., Yafeh, Y. and Yosha, O. (2001), "Conflict of interest in universal banking: Bank lending, stock underwriting, and fund management", *Journal of Monetary Economics*, 47: 189-218.

Chih-Pin Lin (2009), "Universal Banking in an Emerging Economy: The conflict-of-Interest Hypothesis", *The Journal of Global Business Management*, Vol 5, No 2.

Fabrizio Casalin và Enzo Dia (2011), "The Diversification Benefits of Universal Banks", *Newcastle University Business School*, p30-32.

Gande, A., Puri, M., Saunders, A., and Walter, I. (1997), "Bank underwriting of debt securities: modern evidence", *Review of Financial Studies*, 10: 1175-1202.

Hebb, G.M. (2008), "Conflict of Interest in Chartered Bank Security Underwritings: Evidence from Canadian Bond Performance". *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887

Jensen, M. (2003), "The role of network resources in market entry: commercial banks entry into investment banking, 1991-1997", *Administrative Science Quarterly*, 48: 466-497.

John H.Boyd, Chun Chang, and Bruce D.Smith (1998), "Moral Harad Under

Commercial and Universal Banking", *Federal Reserve Bank of Minneapolis, working paper* 585D.

Jonathan R.Pincus, "Những bài học từ khủng hoảng tài chính toàn cầu", *Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright Niên khóa 2011-2013*, p10.

Kanatas, G., and Qi, J. (2003), "Integration of lending and underwriting: implications of scope economies", *The Journal of Finance*, 58(3): 1167-1191.

Kang, J-K. and Liu, W.-L. (2007), "Is universal banking justified? Evidence from bank underwriting of corporate bonds in Japan", *Journal of Financial Economics*, 84: 142-186.

Khanna, T. and Palepu, K. (2000), "The future of business groups in emerging economies: long-run evidence from Chile", *Academy of Management Journal*, 43: 268-285.

Kogut, B. and Zander, U. (1993), "Knowledge of the firm and the evolutionary theory of the multinational corporation", *Journal of International Business Studies*, 4: 625-645.

Kroszner, R. and Rajan, R. (1994), "Is the Glass-Steagall Act justified? A study of the U.S. experience with universal banking before 1933", *American Economic Review*, 84: 810-832.

Kroszner, R., and Rajan, R. (1997), "Organization structure and credibility: evidence from commercial bank securities activities before the Glass-Steagall Act", *Journal of Monetary Economics*, 39: 475-516.

TS. Nguyễn Đại Lai (2012), "Tập đoàn tài chính và những khuyến nghị đối với thị trường Việt Nam", *Đầu tư và Phát triển*, tr38-40;

Lili Xie (2007), "Universal Banking, Conflicts of Interest and Firm Growth", *Ball State University, Department of Economics*, No 200703, p19.

Naomi R. Lamoreaux and Daniel M.G. Raff, Editors (1995), "the National Bureau of Economic Research", *University of Chicago Press*.

Peng, M.W., Wang, D. and Jiang, Y. (2008), "An institutional-based view of international business strategy: A focus on emerging economies", *Journal of International Business Studies*, 39(5): 920-936.

Peter Rose (2001), *Quản trị Ngân hàng thương mại*, Vol 2-3, NXB Tài Chính.

Puri, M. (1996), "Commercial banks as underwriters: conflict of interest or certification role?", *Journal of Financial Economics*, 40: 373-401.

Puri, Manju, 1999, *Commercial banks as underwriters: Implications for the going public process*, *Journal of Financial Economics* 54, 133-163.

Rajan, R. (1996), "The entry of commercial banks into the securities business: a selective survey of theories and evidence", *Universal banking: Financial system design reconsidered*, pp. 282-302, Chicago: Irwin.

Teece, D. (1982), "Towards an economic theory of multiproduct firm", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 3: 39-63.

Teece, D. (1986), "Transaction cost economics and the multinational enterprise: an assessment", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 7: 21-45.