
TÁC ĐỘNG CỦA BẤT ĐỊNH CHÍNH SÁCH KINH TẾ TOÀN CẦU ĐẾN CHI PHÍ VAY NGÂN HÀNG TẠI VIỆT NAM

Nguyễn Thị Ngọc Phượng

Viện Ngân hàng – Tài chính, Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: TS4472TC@st.neu.edu.vn

Nguyễn Xuân Thắng

Viện Đào tạo Sau đại học, Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: thangnx@neu.edu.vn

Mã bài: JED-2183

Ngày nhận: 27/12/2024

Ngày nhận bản sửa: 03/02/2025

Ngày duyệt đăng: 12/02/2025

DOI: 10.33301/JED.VI.2183

Tóm tắt:

Sử dụng dữ liệu từ 44 ngân hàng thương mại tại Việt Nam trong giai đoạn 2006–2022, nghiên cứu này xem xét tác động của bất định chính sách kinh tế toàn cầu đến chi phí vay ngân hàng tại Việt Nam. Kết quả hồi quy từ mô hình OLS với đa tác động cố định cho thấy rằng sự gia tăng bất định chính sách kinh tế toàn cầu làm tăng chi phí vay ngân hàng tại Việt Nam. Đi sâu vào mối quan hệ này, nghiên cứu phát hiện rằng chi phí vay ngân hàng tại Việt Nam chịu ảnh hưởng bởi sự gia tăng bất định chính sách kinh tế tại các đối tác thương mại chính của Việt Nam, bao gồm Hoa Kỳ, Châu Âu và Trung Quốc. Kết quả nghiên cứu không thay đổi khi phương pháp hồi quy GMM được sử dụng để khắc phục vấn đề nội sinh. Với vai trò quan trọng của chi phí vay ngân hàng trong nền kinh tế, nghiên cứu này cho thấy chi phí vay của doanh nghiệp và hộ gia đình tại Việt Nam chịu tác động đáng kể bởi các sự kiện kinh tế và chính trị lớn trên thế giới.

Từ khóa: Sự bất định trong chính sách kinh tế toàn cầu, định giá khoản vay, giá khoản vay, ước lượng GMM.

Mã JEL: D81, G10, E44.

The impact of global economic policy uncertainty on the cost of bank loans in Vietnam

Abstract:

Using a sample of 44 commercial banks in Vietnam over the period 2006–2022, this study examines the effects of global economic policy uncertainty on the cost of bank loans in Vietnam. The regression results indicate that elevated global economic policy uncertainty is associated with a higher cost of bank loans in Vietnam. Delving into this relationship, we detect that loan prices in Vietnam are influenced by rising economic policy uncertainty in major trading partners of Vietnam, including the United States, Europe, and China. Using a two-step system GMM approach, our findings are robust to endogeneity problems. Given the critical role of loan pricing in shaping real-sector performance, our results reveal that external financing costs in Vietnam have been significantly impacted by major global economic and political events, which have led to heightened economic policy uncertainty.

Keywords: Global economic policy uncertainty, loan pricing, loan prices, GMM estimations.

JEL Codes: D81, G10, E44.

1. Giới thiệu

Hướng đến mục tiêu trở thành quốc gia có mức thu nhập trung bình cao trước năm 2030 và trở thành một quốc gia phát triển, có thu nhập cao trước năm 2045, Việt Nam đã đặt mục tiêu đạt được tốc độ tăng trưởng kinh tế cao và bền vững (trên 7%) trong 20 năm tới. Tuy nhiên, sự bất định ngày càng gia tăng trong chính sách kinh tế toàn cầu, bắt nguồn từ nhiều sự kiện kinh tế, xã hội và chính trị, đã trở thành một thách thức đối với tăng trưởng (Nguyen & Vo, 2024). Cụ thể, trong hai thập kỷ vừa qua, sự bất định trong chính sách kinh tế toàn cầu đã tăng mạnh, được thúc đẩy bởi hàng loạt sự kiện kinh tế và chính trị lớn như Chiến tranh Vùng Vịnh lần II, cuộc Khủng hoảng Tài chính Toàn cầu năm 2008, các cuộc khủng hoảng nợ tại châu Âu, cuộc trưng cầu dân ý Brexit, việc ông Donald Trump tranh cử tổng thống Hoa Kỳ, đại dịch COVID-19, và các xung đột đang diễn ra tại Ukraine, Trung Đông, cũng như căng thẳng leo thang ở Biển Đỏ. Mặc dù hội nhập quốc tế là một yếu tố then chốt trong tăng trưởng kinh tế và giảm nghèo ở Việt Nam trong ba thập kỷ vừa qua, sự hội nhập quốc tế sâu rộng cũng khiến nền kinh tế nội địa dễ bị tác động bởi các cú sốc kinh tế trên thị trường quốc tế trong các giai đoạn bất định chính sách kinh tế toàn cầu tăng cao (Cong & Quynh, 2023).

Bất định chính sách kinh tế toàn cầu đã được một số nghiên cứu trước đây chứng minh rằng là có ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam (Lam & cộng sự, 2024; Nguyen & Vo, 2024). Cụ thể, các tác giả này chỉ ra rằng sự bất định chính sách kinh tế toàn cầu làm suy giảm việc làm trong nước cũng như đầu tư và chi tiêu của chính phủ ở Việt Nam. Một hạn chế quan trọng trong các nghiên cứu trước đây về bất định chính sách kinh tế tại Việt Nam đó là chưa có nghiên cứu nào phân tích cách thức và mức độ tác động của bất định chính sách kinh tế toàn cầu đến việc định giá các khoản vay ngân hàng tại Việt Nam. Định giá khoản vay là một yếu tố quan trọng quyết định hiệu suất của khu vực nền kinh tế thực (Ashraf & Shen, 2019; Nguyen & cộng sự, 2023). Chi phí vay cao hơn khiến các doanh nghiệp ngần ngại đầu tư, các ngân hàng thu hẹp quy mô cho vay, và các hộ gia đình cắt giảm chi tiêu. Điều này dẫn đến sự suy giảm của tổng cầu và khiến cho tăng trưởng kinh tế chậm lại thậm chí suy thoái (Nguyen, 2022).

Nghiên cứu này giải quyết khoảng trống nghiên cứu quan trọng bên trên bằng cách xem xét tác động của sự bất định chính sách kinh tế toàn cầu đến việc định giá các khoản vay ngân hàng tại Việt Nam. Đóng góp mới của bài nghiên cứu này được trình bày trên hai phương diện sau đây. Về phương diện lý luận, nghiên cứu này giải thích cách thức mà bất định chính sách kinh tế toàn cầu ảnh hưởng đến chi phí vay ngân hàng ở Việt Nam. Về phương diện thực nghiệm, đây nghiên cứu đầu tiên xem xét sự thay đổi của chi phí vay ngân hàng tại Việt Nam khi bất định chính sách kinh tế toàn cầu tăng lên. Hơn nữa, đây cũng là nghiên cứu đầu tiên phân tích tác động của bất định chính sách kinh tế tại các quốc gia đối tác thương mại lớn của Việt Nam đến chi phí vay ngân hàng tại Việt Nam. Hiểu được cách thức chi phí các khoản vay ngân hàng tại Việt Nam bị ảnh hưởng bởi sự gia tăng bất định chính sách kinh tế toàn cầu và các cơ chế tác động là rất hữu ích đối với cả các nhà nghiên cứu và các nhà hoạch định chính sách để đưa ra các chính sách phù hợp trong các giai đoạn bất định chính sách kinh tế toàn cầu gia tăng.

Cấu trúc của bài nghiên cứu này như sau. Phần 2 trình bày tổng quan cơ sở lý thuyết và khung nghiên cứu. Phần 3 mô tả các biến được sử dụng và mô hình nghiên cứu. Phần 4 báo cáo kết quả nghiên cứu và thảo luận. Phần 5 kết luận và đưa ra các hàm ý chính sách.

2. Tổng quan nghiên cứu

Các nghiên cứu trước đây đã chỉ ra rằng chi phí vay ngân hàng được xác định bởi mức độ rủi ro của người vay (Ashraf & Shen, 2019; Nguyen & Ho, 2024). Trong cùng điều kiện, khi mức độ bất định của chính sách kinh tế gia tăng, ngân hàng sẽ áp dụng mức phí cao hơn đối với các doanh nghiệp có rủi ro mất khả năng thanh toán cao nhằm bù đắp cho rủi ro lớn hơn mà ngân hàng phải chịu (Nguyen & cộng sự, 2023). Do vậy, tác động của bất định chính sách kinh tế toàn cầu đối với chi phí vay ngân hàng tại Việt Nam phụ thuộc vào việc bất định chính sách kinh tế toàn cầu ảnh hưởng thế nào đến mức độ rủi ro của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Tuy nhiên, chi phí vay ngân hàng cũng bị ảnh hưởng mạnh mẽ bởi lãi suất, cung tiền, và chu kỳ kinh tế. Để kiểm soát ảnh hưởng của lãi suất hoặc sự thay đổi của chính sách tiền tệ, các nghiên cứu trước đây đã đưa yếu tố lãi suất cho vay và gửi tiền vào mô hình nghiên cứu để kiểm soát. Do đó, sự thay đổi trong chi phí vay ngân hàng chỉ được thúc đẩy bởi rủi ro của người vay (Ashraf & Shen, 2019; Nguyen & Ho, 2024).

Có hai nguyên nhân mà bất định chính sách kinh tế toàn cầu có thể ảnh hưởng đến mức độ rủi ro của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Thứ nhất, nhiều nghiên cứu đã nhấn mạnh rằng sự gia tăng bất định chính sách

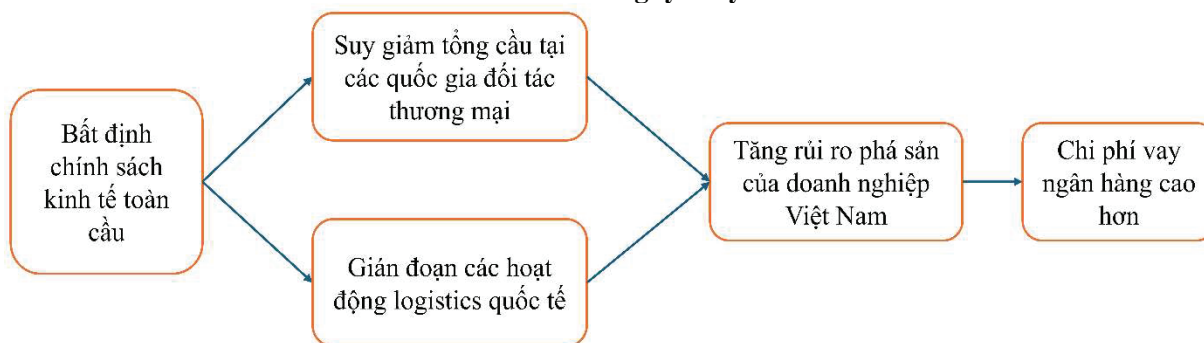
kinh tế kích hoạt các hiệu ứng phòng ngừa, làm suy giảm đầu tư doanh nghiệp và chi tiêu của hộ gia đình (Gulen & Ion, 2016; Nguyen, 2022). Cụ thể, các doanh nghiệp có xu hướng trì hoãn các khoản đầu tư vì họ không dự đoán được khả năng chính sách kinh tế trong tương lai thay đổi như thế nào, và ảnh hưởng của những thay đổi đó đến các dự án đầu tư của họ và nền kinh tế ra sao (Gulen & Ion, 2016; Meng & cộng sự, 2023). Nguyên nhân là do các dự án đầu tư không thể đảo ngược được hoặc chỉ có thể đảo ngược một phần (Pindyck, 1988). Một khi vốn đã được triển khai cho một dự án, như xây dựng nhà máy, mua sắm thiết bị chuyên dụng hoặc đầu tư vào nghiên cứu và phát triển, thì rất khó hoặc không thể thu hồi toàn bộ giá trị nếu doanh nghiệp quyết định từ bỏ dự án. Sự không thể đảo ngược này tạo ra mức độ rủi ro cao, khuyến khích các doanh nghiệp đánh giá cẩn thận sự bất định và lợi nhuận tiềm năng trước khi đưa ra quyết định đầu tư. Liên quan đến vấn đề này, lý thuyết quyền chọn thực (real option theory) cho rằng các doanh nghiệp sẽ trì hoãn quyết định đầu tư trong những thời kỳ bất định chính sách gia tăng và chờ đợi thêm thông tin (Nguyen, 2021). Tương tự, hiệu ứng tiết kiệm phòng ngừa ám chỉ rằng các hộ gia đình có xu hướng giữ nhiều tiền mặt hơn và cắt giảm chi tiêu vì họ lo ngại về cơ hội việc làm và thu nhập trong tương lai bị ảnh hưởng (Nguyen, 2022; Wu & Zhao, 2022).

Sự suy giảm đầu tư doanh nghiệp và chi tiêu của hộ gia đình làm giảm tổng cầu tại Hoa Kỳ và các đối tác thương mại lớn của Việt Nam. Cần lưu ý rằng Hoa Kỳ thường trực tiếp hoặc gián tiếp tham gia vào những sự kiện kinh tế và chính trị quan trọng, góp phần vào sự gia tăng bất định chính sách kinh tế toàn cầu. Khi Việt Nam ngày càng phụ thuộc vào xuất khẩu, sự suy giảm tổng cầu tại Hoa Kỳ và các đối tác thương mại lớn có thể kéo theo sự suy giảm tổng cầu tại Việt Nam. Điều này ảnh hưởng xấu đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp tại Việt Nam và triển vọng tăng trưởng của họ đồng thời giải thích tại sao sự bất định chính sách kinh tế toàn cầu có thể khiến các doanh nghiệp tại Việt Nam phải đối mặt với rủi ro cao hơn.

Bất định chính sách kinh tế cũng có thể lan truyền và ảnh hưởng đến nhiều quốc gia. Một nghiên cứu gần đây của Caggiano & cộng sự (2017) đã phát hiện rằng sự bất định chính sách kinh tế ở Hoa Kỳ có ảnh hưởng mạnh mẽ đến mức độ bất định chính sách kinh tế ở Canada. Cụ thể, sự bất định chính sách kinh tế ở Canada phản ứng mạnh mẽ hơn với sự bất định ở Hoa Kỳ so với các yếu tố nội tại trong Canada. Khi bất định chính sách kinh tế ở Hoa Kỳ gia tăng, sự bất định ở Canada cũng tăng theo và tăng với cường độ mạnh hơn, dẫn đến sự suy giảm hoạt động kinh tế và gia tăng tỷ lệ thất nghiệp tại Canada. Tương tự, sự gia tăng bất định chính sách kinh tế toàn cầu cũng có thể làm tăng mức độ rủi ro của các doanh nghiệp tại Việt Nam, khiến các ngân hàng tăng lãi suất cho vay để bù đắp rủi ro.

Thứ hai, sự bất định chính sách kinh tế toàn cầu có thể dẫn đến sự gián đoạn các hoạt động logistics quốc tế (Drakos & Tsouknidis, 2023). Một ví dụ điển hình là sự gián đoạn chuỗi cung ứng do sự gia tăng bất định chính sách kinh tế ở các nền kinh tế lớn, gây ảnh hưởng đáng kể đến các nền kinh tế của các quốc gia nhỏ hơn. Nguyen & Le (2022) giải thích sự lan truyền rủi ro trong hệ thống logistics và nhấn mạnh rằng các cú sốc về tổng cầu do sự gia tăng bất định chính sách kinh tế toàn cầu có thể làm sai lệch luồng thông tin từ thượng nguồn đến hạ nguồn, gây ra «hiệu ứng Bullwhip» trong chuỗi cung ứng. Vấn đề này phát sinh khi các doanh nghiệp thượng nguồn, chẳng hạn như các nhà sản xuất và nhà cung cấp, không thể dự đoán và đánh giá chính xác nhu cầu của khách hàng, dẫn đến việc chuẩn bị hàng hóa không đầy đủ. Hậu quả là các doanh nghiệp phản ứng thái quá với nhu cầu của khách hàng, dẫn đến hành vi đặt hàng và tích trữ hỗn loạn của các doanh nghiệp hạ nguồn, chẳng hạn như các nhà phân phối, kho bãi, và doanh nghiệp vận tải. Điều này khiến cả doanh nghiệp thượng nguồn và hạ nguồn đối mặt với nhiều vấn đề, bao gồm vấn đề quản lý tồn kho, giảm

Hình 1. Khung lý thuyết



chất lượng dịch vụ khách hàng, sai sót trong dự báo kế hoạch sản xuất, và vận tải không hiệu quả. Do đó, các hoạt động logistics liên quan đến việc giao hàng hóa và dịch vụ cho khách hàng bị ảnh hưởng tiêu cực.

Các nền kinh tế nhỏ và mở thường bị ảnh hưởng mạnh mẽ bởi các cú sốc lớn từ bên ngoài và ít bị ảnh hưởng bởi các cú sốc nội bộ bởi vì các hoạt động xuất nhập khẩu và dòng vốn đầu tư nước ngoài vào các nền kinh tế này thường phụ thuộc nhiều vào các quốc gia đối tác lớn (Caggiano & cộng sự, 2017). Khi một nền kinh tế lớn gặp khó khăn, các hoạt động xuất khẩu và nhập khẩu của các quốc gia nhỏ hơn thường ngay lập tức bị ảnh hưởng. Điều này dẫn đến nhiều hệ quả cho các nền kinh tế nhỏ và mở (Nguyen & Le, 2024). Do đó, các ngân hàng nâng cao chi phí vay ngân hàng để bù đắp cho việc chịu thêm rủi ro.

Dựa trên những luận điểm nêu trên, tác động của bất định chính sách kinh tế toàn cầu đến chi phí vay ngân hàng của doanh nghiệp tại Việt Nam có thể được tổng hợp trong khung lý thuyết như trình bày trong Hình 1.

3. Dữ liệu và mô hình nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Nghiên cứu này sử dụng mẫu gồm 44 ngân hàng thương mại tại Việt Nam trong giai đoạn 2006–2022. Để các ước lượng trở nên đáng tin cậy hơn, mỗi ngân hàng phải có ít nhất ba quan sát liên tiếp. Dữ liệu về ngân hàng thương mại được thu thập từ cơ sở dữ liệu Orbis. Theo Ashraf & Shen (2019) và Nguyen & Ho (2024), chi phí trung bình của các khoản vay ngân hàng được đo lường bằng tỷ lệ thu nhập từ lãi trên tổng dư nợ cho vay. Tỷ lệ này đại diện cho lãi suất trung bình mà một ngân hàng thương mại áp dụng đối với danh mục cho vay của mình. Dữ liệu về mức độ bất định chính sách kinh tế toàn cầu và các đối tác thương mại lớn của Việt Nam được lấy từ Baker & cộng sự (2016). Để dễ dàng giải thích hệ số hồi quy, nghiên cứu này chuẩn hóa các chỉ số bất định chính sách kinh tế. Ngoài ra, nghiên cứu này cũng thêm vào mô hình nghiên cứu các biến kiểm soát ở cấp ngân hàng và vĩ mô để kiểm soát tác động của chúng đến chi phí vay ngân hàng. Dữ liệu của các biến này được thu thập chủ yếu từ cơ sở dữ liệu World Development Indicators (WDI) của Ngân hàng Thế giới và International Financial Statistics (IFS) của Quỹ Tiền tệ Thế giới. Vì dữ liệu ngân hàng có nhiều điểm dữ liệu ngoại lai, tất cả các biến về ngân hàng đã lọc bỏ các giá trị bất thường bé hơn phân vị thứ nhất và lớn hơn phân vị thứ 99 trong chuỗi dữ liệu.

Bảng 1. Định nghĩa và nguồn dữ liệu

Biến số	Định nghĩa	Nguồn
Biến phụ thuộc		
<i>Loan prices</i>	Tỷ lệ thu nhập lãi trên tổng số khoản vay.	Orbis
Các biến độc lập chính		
<i>GEPU</i>	Mức độ bất định chính sách kinh tế toàn cầu	Baker & cộng sự (2016)
<i>USA_EPU</i>	Mức độ bất định chính sách kinh tế cho Hoa Kỳ	Baker & cộng sự (2016)
<i>EUR_EPU</i>	Mức độ bất định chính sách kinh tế cho Châu Âu	Baker & cộng sự (2016)
<i>CHN_EPU</i>	Mức độ bất định chính sách kinh tế cho Trung Quốc	Baker & cộng sự (2016)
<i>KOR_EPU</i>	Mức độ bất định chính sách kinh tế cho Hàn Quốc	Baker & cộng sự (2016)
<i>JPN_EPU</i>	Mức độ bất định chính sách kinh tế cho Nhật Bản	Baker & cộng sự (2016)
Các biến kiểm soát cấp ngân hàng		
<i>Size</i>	Logarit tự nhiên của tổng tài sản ngân hàng	Orbis
<i>ROA</i>	Tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản trung bình	Orbis
<i>Equity</i>	Tỷ lệ vốn chủ sở hữu ngân hàng trên tổng tài sản	Orbis
<i>Debt_costs</i>	Tỷ lệ lãi phải trả trên nợ vay của ngân hàng	Orbis
<i>LnZscores</i>	Logarit tự nhiên của Z-scores, đo lường mức độ rủi ro phá sản của ngân hàng. Các giá trị Z-scores cao hơn chỉ ra mức độ rủi ro phá sản của ngân hàng thấp hơn và ngược lại. Zscores = $(ROA+ETA)/SDROA$ trong đó SDROA là độ lệch chuẩn của ROA.	Orbis
Biến kiểm soát vĩ mô		
<i>Deposit_rate</i>	Lãi suất tiền gửi bình quân	IFS
<i>Lending_rate</i>	Lãi suất cho vay bình quân	IFS
<i>Credit_growth</i>	Tỷ lệ tăng trưởng tín dụng	WDI
<i>Concentration</i>	Tỷ trọng tài sản của năm ngân hàng lớn nhất trên tổng tài sản của ngành ngân hàng.	WDI

Mô hình nghiên cứu được xây dựng để nắm bắt sự thay đổi trong chi phí vay ngân hàng do thay đổi mức độ rủi ro của người vay. Tuy nhiên, chi phí vay ngân hàng có thể bị ảnh hưởng bởi chi phí huy động vốn của ngân hàng và các thay đổi trong chính sách tiền tệ. Do đó, việc kiểm soát các yếu tố này là rất quan trọng

để đảm bảo rằng kết quả nghiên cứu chỉ được thúc đẩy bởi hồ sơ rủi ro của người vay. Theo Ashraf & Shen (2019) và Nguyen & Ho (2024), lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay là hai biến kiểm soát quan trọng được đưa vào tất cả các hồi quy để kiểm soát sự ảnh hưởng của lãi suất và sự thay đổi cung tiền trong nền kinh tế. Đối với chi phí huy động vốn của ngân hàng, để kiểm soát chi phí vay của ngân hàng, tỷ lệ lãi phải trả trên nợ vay của ngân hàng được thêm vào mô hình. Thêm vào đó, nghiên cứu này kiểm soát chi phí huy động vốn từ cổ đông bằng cách đưa vào mô hình tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản.

Định nghĩa của tất cả các biến được sử dụng được báo cáo trong Bảng 1. Bảng 2 báo cáo thống kê mô tả của các biến. Nhìn chung, tỷ lệ lãi suất trung bình mà các ngân hàng thương mại ở Việt Nam áp dụng cho danh mục cho vay của họ là 7,38%.

Bảng 2. Thống kê mô tả

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
<i>Loan_prices</i>	519	7,38	2,18	0,39	25,00
<i>GEPU</i>	519	170,22	56,47	62,80	320,89
<i>USA_EPU</i>	519	125,03	33,42	71,33	242,99
<i>EUR_EPU</i>	519	203,55	48,89	76,95	274,78
<i>CHN_EPU</i>	519	252,62	223,61	10,73	687,62
<i>KOR_EPU</i>	519	159,89	44,71	68,64	257,36
<i>JPN_EPU</i>	519	113,13	21,18	65,15	146,44
<i>Size</i>	519	14,10	2,33	8,00	18,00
<i>ROA</i>	519	1,09	1,10	-6,00	6,00
<i>Equity</i>	519	11,79	10,66	0,00	72,00
<i>Debt_costs</i>	519	9,66	3,03	0,00	15,10
<i>LnZscores</i>	517	3,16	1,17	1,12	7,00
<i>Deposit_rate</i>	519	5,69	2,35	3,38	13,99
<i>Lending_rate</i>	519	8,41	2,38	6,96	16,95
<i>Credit_growth</i>	519	5,27	7,73	-12,55	31,03
<i>Concentration</i>	519	54,74	5,16	49,00	70,00

3.2. Mô hình kinh tế lượng

Nghiên cứu này sử dụng mô hình sau để phân tích tác động của bất định chính sách kinh tế toàn cầu đến chi phí vay ngân hàng tại Việt Nam.

$$LC_{i,t} = \alpha_0 + \beta GEPU_{t-1} + \gamma Bank_{i,t-1} + \delta Macroeconomics_{t-1} + FE + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

trong đó, i và t lần lượt đại diện cho ngân hàng và năm; $GEPU$ là bất định chính sách kinh tế toàn cầu; $Bank$ đại diện cho các biến kiểm soát ở cấp độ ngân hàng; $Macroeconomics$ là các biến kiểm soát về kinh tế vĩ mô; FE bao gồm hiệu ứng cố định của ngân hàng (Bank FE) và hiệu ứng cố định của ngân hàng niêm yết (Listing FE); β , γ và δ là các hệ số hồi quy cần ước lượng; α là hằng số; và ε là sai số thông thường. Các biến giải thích được sử dụng với độ trễ một kỳ (năm) để giảm thiểu các vấn đề về nội sinh. Vì $GEPU$ và các biến kiểm soát vĩ mô chỉ biến động theo thời gian (năm), nghiên cứu này không kiểm soát hiệu ứng cố định theo thời gian vì điều này gây ra hiện tượng đa cộng tuyến hoàn hảo. Trong suốt nghiên cứu này, sai số chuẩn được *cluster* theo cấp độ ngân hàng và năm.

4. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

4.1. Bất định chính sách kinh tế toàn cầu và chi phí vay ngân hàng tại Việt Nam

Bảng 3 báo cáo kết quả chính của nghiên cứu này về mối quan hệ giữa bất định chính sách kinh tế toàn cầu và chi phí vay ngân hàng tại Việt Nam. Các hệ số hồi quy của biến $GEPU$ trong ba mô hình đều có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê, cho thấy rằng các ngân hàng tại Việt Nam tăng lãi suất cho vay khi bất định chính sách kinh tế toàn cầu tăng lên. Kết quả này không thay đổi khi chỉ kiểm soát hiệu ứng cố định của ngân hàng (Cột 1) và sai số chuẩn được *cluster* ở cấp độ ngân hàng (Cột 2), cho thấy kết quả nghiên cứu

có tính nhất quán đối với các cấu trúc sai số chuẩn khác nhau.

Bảng 3. Sự bất định chính sách kinh tế toàn cầu và định giá vay mượn

	(1)	(2)	(3)
<i>GEPU</i>	0,571** (0,266)	0,573* (0,331)	0,573** (0,266)
<i>Size</i>	-0,267* (0,152)	-0,289*** (0,0923)	-0,289* (0,165)
<i>ROA</i>	0,562*** (0,203)	0,555*** (0,129)	0,555*** (0,201)
<i>Equity</i>	0,0138 (0,0240)	0,0146 (0,0167)	0,0146 (0,0247)
<i>Debt cost</i>	0,0391*** (0,0110)	0,0392*** (0,0118)	0,0392*** (0,0106)
<i>LnZscores</i>	-0,207*** (0,0621)	-0,203*** (0,0625)	-0,203*** (0,0654)
<i>Deposit_rate</i>	0,810*** (0,304)	0,824** (0,324)	0,824*** (0,296)
<i>Lending_rate</i>	-0,628** (0,275)	-0,647** (0,284)	-0,647** (0,262)
<i>Credit_growth</i>	-0,0279* (0,0148)	-0,0277** (0,0138)	-0,0277* (0,0148)
<i>Concentration</i>	0,0562 (0,0354)	0,0546 (0,0455)	0,0546 (0,0354)
Hàng số	5,615* (2,948)	6,061* (3,213)	7,292** (2,923)
Số quan sát	519	519	519
Hệ số xác định (R^2)	0,424	0,425	0,425
Listing FE	Không	Có	Có
Bank FE	Có	Có	Có
Cluster	Bank & Year	Bank	Bank & Year

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

Về mặt độ lớn, khi các yếu tố khác trong mô hình được giữ nguyên, việc tăng *GEPU* một độ lệch chuẩn so với giá trị trung bình của nó – tương đương với mức tăng 33,17% (56,47/170,22) – làm tăng lãi suất cho vay bình quân của các ngân hàng tại Việt Nam lên thêm 0,19% (0,3317 × 0,573). Biết rằng chi phí vay ngân hàng bình quân trong mẫu là 7,38%, mức độ tác động này tương đương với mức tăng 2,57% (0,19/0,738), một sự thay đổi đáng kể. Giải thích chính cho kết quả này là các ngân hàng thương mại ở Việt Nam tăng chi phí cho vay để bù đắp cho việc chịu rủi ro cao hơn khi cho vay trong giai đoạn bất định chính sách kinh tế toàn cầu tăng cao. Cụ thể, bất định chính sách kinh tế toàn cầu có thể ảnh hưởng đến tổng cầu trên thị trường quốc tế, từ đó lan tỏa tới các quốc gia xuất khẩu như Việt Nam (Caggiano & cộng sự, 2017; Nguyen & Le, 2024). Sự lan truyền này tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong nước. Hơn nữa, sự gia tăng bất định chính sách kinh tế toàn cầu có thể làm gián đoạn hoạt động logistics giữa các quốc gia, ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp tại các quốc gia phụ thuộc nhiều vào hoạt động xuất khẩu (Drakos & Tsouknidis, 2023). Các tác động này khiến các ngân hàng tăng lãi suất cho vay để bù đắp rủi ro khi cho vay (Ashraf & Shen, 2019; Nguyen & Ho, 2024)

4.2. Ảnh hưởng của các đối tác thương mại của Việt Nam

Các ngân hàng tại Việt Nam tăng chi phí vay vì doanh nghiệp dễ bị tổn thương trước các cú sốc từ thị trường quốc tế khi bất định chính sách kinh tế toàn cầu cao. Điều này xuất phát từ những tác động bất lợi của bất định chính sách kinh tế toàn cầu đối với hoạt động thương mại của các doanh nghiệp Việt Nam. Vì lý do này, việc tìm hiểu ảnh hưởng của sự gia tăng bất định chính sách kinh tế tại các đối tác thương mại lớn của Việt Nam là rất quan trọng. Cần nhấn mạnh rằng một quốc gia có thể bị ảnh hưởng nhiều hơn bởi các cú sốc từ thị trường quốc tế so với các cú sốc kinh tế trong nước, đặc biệt là những quốc gia phụ thuộc nhiều vào xuất khẩu.

Bảng 4 báo cáo tác động của bất định chính sách kinh tế tại Hoa Kỳ, Châu Âu, Trung Quốc, Nhật Bản và Hàn Quốc – những đối tác thương mại lớn của Việt Nam – đối với chi phí vay ngân hàng trung bình ở Việt Nam. Hệ số hồi quy của biến *USE_EPU* và *EUR_EPU* là dương và có ý nghĩa thống kê, cho thấy rằng sự gia tăng bất định chính sách kinh tế ở Hoa Kỳ và Châu Âu dẫn đến chi phí vay ngân hàng bình quân tại Việt

Nam trở nên cao hơn. Điều này là vì Hoa Kỳ và Châu Âu là hai thị trường xuất khẩu quan trọng nhất của các doanh nghiệp Việt Nam. Cụ thể, theo Tổng cục Thống kê Việt Nam, xuất khẩu sang Hoa Kỳ chiếm khoảng 50% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2022. Hoa Kỳ và Châu Âu là hai thị trường chủ chốt mà Việt Nam thường xuyên có thặng dư cán cân thanh toán. Vì lý do này, các cú sốc kinh tế từ các thị trường này có thể lan truyền sang Việt Nam và khiến các doanh nghiệp trong nước đối mặt với nguy cơ mất khả năng thanh toán cao hơn. Do vậy, các ngân hàng tại Việt Nam phải tăng chi phí cho vay để bù đắp rủi ro.

Đối với Trung Quốc, quốc gia có chung một phân đường biên giới và có mối quan hệ kinh tế lớn với Việt Nam, nghiên cứu này chỉ ra rằng sự gia tăng sự bất định chính sách kinh tế ở Trung Quốc dẫn đến mức giá vay cao hơn ở Việt Nam. Xem xét các hoạt động thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc, dựa trên dữ liệu từ WTO, xuất khẩu sang Trung Quốc chiếm khoảng 15% tổng xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2022. Ngược lại, nhập khẩu từ Trung Quốc chiếm gần 39% tổng nhập khẩu của Việt Nam trong cùng năm. Những bằng chứng này cho thấy rằng các cú sốc tổng cầu ở Trung Quốc có thể ảnh hưởng đáng kể đến chi phí vay ngân hàng trung bình ở Việt Nam vì các doanh nghiệp Việt Nam có mức độ phụ thuộc cao vào nhu cầu từ Trung Quốc.

Ngược lại, sự bất định chính sách kinh tế từ Nhật Bản và Hàn Quốc không thể hiện là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến chi phí vay ngân hàng ở Việt Nam. Đối với Hàn Quốc và Nhật Bản, xuất khẩu sang hai thị trường này đóng góp hơn 12% tổng xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2022. So với Hoa Kỳ, Châu Âu, và Trung Quốc, xuất khẩu sang Nhật Bản và Hàn Quốc nhỏ hơn rất nhiều. Do đó, các cú sốc tổng cầu từ Nhật Bản và Hàn Quốc có thể không có ảnh hưởng đáng kể đến các doanh nghiệp tại Việt Nam.

Bảng 4. Bất định chính sách kinh tế tại các đối tác thương mại chính của Việt Nam

	Hoa Kỳ (1)	Châu Âu (2)	Trung Quốc (3)	Nhật Bản (4)	Hàn Quốc (5)
<i>USA_EPU</i>	0,283** (0,139)				
<i>EUR_EPU</i>		0,368*** (0,131)			
<i>CHN_EPU</i>			0,222** (0,102)		
<i>JPN_EPU</i>				0,0967 (0,0839)	
<i>KOR_EPU</i>					0,134 (0,110)
<i>Size</i>	-0,293* (0,166)	-0,281* (0,164)	-0,292* (0,164)	-0,285* (0,165)	-0,286* (0,165)
<i>ROA</i>	0,559*** (0,201)	0,549*** (0,200)	0,560*** (0,201)	0,551*** (0,201)	0,556*** (0,201)
<i>Equity</i>	0,0140 (0,0247)	0,0157 (0,0246)	0,0151 (0,0247)	0,0154 (0,0247)	0,0154 (0,0245)
<i>Debt cost</i>	0,0397*** (0,0121)	0,0394*** (0,0120)	0,0390*** (0,0121)	0,0393*** (0,0121)	0,0394*** (0,0120)
<i>LnZscores</i>	-0,198*** (0,0541)	-0,211*** (0,0566)	-0,213*** (0,0568)	-0,204*** (0,0566)	-0,209*** (0,0566)
<i>Deposit_rate</i>	0,600*** (0,219)	0,314** (0,133)	0,381*** (0,139)	0,345** (0,137)	0,439*** (0,158)
<i>Lending_rate</i>	-0,518** (0,214)	-0,176 (0,140)	-0,309** (0,153)	-0,260* (0,149)	-0,336** (0,169)
<i>Credit_growth</i>	-0,0233* (0,0140)	-0,0243* (0,0142)	-0,0262* (0,0145)	-0,0250* (0,0144)	-0,0254* (0,0144)
<i>Concentration</i>	0,0122 (0,0205)	0,0148 (0,0201)	-0,0146 (0,0230)	0,00666 (0,0189)	0,0198 (0,0235)
Hàng số	10,11*** (2,890)	8,283*** (2,821)	11,22*** (2,963)	9,586*** (2,877)	8,983*** (2,917)
Số quan sát	519	519	519	519	519
Hệ số xác định (R ²)	0,425	0,427	0,422	0,422	0,422
Listing FE	Có	Có	Có	Có	Có
Bank FE	Có	Có	Có	Có	Có

Ghi chú: ***, ** và * lần lượt chỉ mức độ ý nghĩa ở mức 1%, 5% và 10%.

4.3. Giảm thiểu vấn đề nội sinh

Một vấn đề về kinh tế lượng trong nghiên cứu này là sự ảnh hưởng của các vấn đề biến nội sinh đối với kết quả nghiên cứu chính. Chi phí vay ngân hàng bình quân có xu hướng ít biến đổi theo thời gian (giá trị của độ lệch chuẩn của biến *Loan_prices* trong Bảng 2 tương đối nhỏ). Điều này dẫn đến mối lo ngại rằng biến phụ thuộc có thể mang tính xu thế theo thời gian. Do đó, việc đưa biến độ trễ của biến phụ thuộc vào mô hình hồi quy là cần thiết để giảm thiểu vấn đề bỏ sót biến (omitted variable bias) (Bermpei & cộng sự, 2018). Bên cạnh đó, mối quan hệ phức tạp giữa các biến giải thích có thể gây ra nhiều vấn đề ảnh hưởng đến mô hình nghiên cứu. Nghiên cứu này sử dụng phương pháp hồi quy GMM để giải quyết các vấn đề về biến nội sinh. Mô hình GMM cũng cho phép thêm biến độ trễ của biến phụ thuộc vào mô hình hồi quy mà không làm sai lệch các ước lượng OLS. Phương pháp GMM phù hợp với mẫu nghiên cứu vì nó được thiết kế cho các cấu trúc dữ liệu bảng lớn với N (số ngân hàng) $> T$ (số thời kỳ).

Bảng 5 báo cáo tác động của bất định chính sách kinh tế toàn cầu và bất định chính sách kinh tế từ các đối tác xuất khẩu chính của Việt Nam đến chi phí vay ngân hàng bình quân tại Việt Nam bằng phương pháp GMM. Biến độ trễ của biến phụ thuộc (*L.Loan_prices*) có hệ số hồi quy dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong tất cả các phương trình hồi quy, khẳng định sự cần thiết phải thêm biến độ trễ của biến phụ thuộc vào mô hình nghiên cứu và đồng thời chứng minh tính hợp lệ của mô hình GMM. Kết quả từ các kiểm định AR(2) và Hansen *J* đều cao hơn 0.1, cho thấy rằng các biến công cụ là hợp lệ. Số lượng công cụ được sử

Bảng 5. Sự bất định chính sách kinh tế toàn cầu và giá cả vay tại Việt Nam: Ước lượng GMM

	Toàn cầu (1)	Hoa Kỳ (2)	Châu Âu (3)	Trung Quốc (4)
<i>L.Loan_prices</i>	0,733*** (0,135)	0,670*** (0,116)	0,697*** (0,139)	0,700*** (0,114)
<i>GEPU</i>	0,312*** (0,101)			
<i>USA_EPU</i>		0,149** (0,0748)		
<i>EUR_EPU</i>			0,466*** (0,126)	
<i>CHN_EPU</i>				0,183** (0,0734)
<i>Size</i>	-0,120* (0,0712)	-0,112* (0,0653)	-0,116* (0,0670)	-0,145* (0,0766)
<i>ROA</i>	0,487*** (0,154)	0,415*** (0,140)	0,425*** (0,139)	0,475*** (0,124)
<i>Equity</i>	-0,0211* (0,0120)	-0,0253** (0,0115)	-0,0295** (0,0123)	-0,0241* (0,0125)
<i>Debt cost</i>	0,0499*** (0,0156)	0,0383*** (0,0108)	0,0312*** (0,0113)	0,0426*** (0,0127)
<i>LnZscores</i>	-0,196*** (0,0682)	-0,175** (0,0688)	-0,145** (0,0662)	-0,175*** (0,0637)
<i>Deposit_rate</i>	0,378** (0,160)	0,333*** (0,107)	0,328*** (0,123)	0,376** (0,183)
<i>Lending_rate</i>	-0,474*** (0,164)	-0,331*** (0,101)	-0,549** (0,224)	-0,380** (0,183)
<i>Credit_growth</i>	-0,0178 (0,0153)	-0,00896 (0,0117)	-0,0995 (0,0161)	-0,0244 (0,0148)
<i>Concentration</i>	-0,00278 (0,0180)	-0,0505*** (0,0156)	-0,0209 (0,0127)	-0,0107 (0,0177)
Hàng số	6,205*** (2,106)	5,348*** (1,478)	6,809*** (2,096)	6,358*** (2,062)
Số quan sát	518	518	518	518
Số biến công cụ	35	35	35	35
AR(2)	0,578	0,468	0,720	0,528
Hansen <i>J</i>	0,163	0,211	0,141	0,339
Listing FE	Có	Có	Có	Có

Ghi chú: Sai số chuẩn mạnh được báo cáo trong dấu ngoặc đơn. ***, **, và * lần lượt chỉ mức độ ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

dụng cũng nhỏ hơn số lượng các ngân hàng và số lượng quan sát. Dựa trên những kết quả này, có thể khẳng định rằng các ước lượng GMM là đáng tin cậy. Các hệ số hồi quy của tất cả các biến về bất định chính sách kinh tế đều dương và có ý nghĩa thống kê, phù hợp với kết quả nghiên cứu đã trình bày trước đó. Điều này cho thấy kết luận về tác động của bất định chính sách kinh tế toàn cầu và bất định chính sách kinh tế từ Hoa Kỳ, châu Âu và Trung Quốc đối với chi phí vay ngân hàng bình quân tại Việt Nam không bị sai lệch do vấn đề nội sinh nghiêm trọng.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Mục tiêu chính của nghiên cứu này là phân tích tác động của bất định chính sách kinh tế toàn cầu đối với chi phí vay ngân hàng tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng sự gia tăng bất định chính sách kinh tế toàn cầu làm tăng lãi suất cho vay tại Việt Nam. Khi đào sâu hơn về bất định chính sách kinh tế toàn cầu, nghiên cứu này cho thấy rằng việc bất định chính sách kinh tế tại các quốc gia đối tác xuất khẩu chính của Việt Nam, bao gồm Hoa Kỳ, châu Âu và Trung Quốc đều dẫn đến chi phí vay ngân hàng cao hơn tại Việt Nam.

Dựa trên thực tế rằng chi phí vay ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy sự phát triển của nền kinh tế, nghiên cứu này đưa ra một số hàm ý chính sách dựa trên kết quả nghiên cứu thực nghiệm như sau. Thứ nhất, Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam nên phát triển các công cụ dự báo để theo dõi và đánh giá tác động của bất định chính sách kinh tế toàn cầu, đặc biệt từ các đối tác thương mại lớn như Hoa Kỳ, châu Âu và Trung Quốc. Điều này giúp các nhà hoạch định chính sách chủ động ứng phó, giảm thiểu tác động bất lợi đến chi phí vay ngân hàng. Thứ hai, Việt Nam cần giảm phụ thuộc vào một số ít đối tác xuất khẩu lớn bằng cách mở rộng và đa dạng hóa thị trường xuất khẩu sang các quốc gia khác. Thứ ba, các cơ quan quản lý cần tập trung vào việc nâng cao năng lực quản trị rủi ro của các ngân hàng thương mại, nhằm giảm sự nhạy cảm của lãi suất cho vay đối với các yếu tố bất định từ bên ngoài.

Tài liệu tham khảo

- Ashraf, B. A., & Shen, Y. (2019), 'Economic policy uncertainty and banks' loan pricing', *Journal of Financial Stability*, 44, 100695.
- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J. (2016), 'Measuring economic policy uncertainty', *Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636.
- Bermpei, T., Kalyvas, A., & Nguyen, T. C. (2018), 'Does institutional quality condition the effect of bank regulations and supervision on bank stability? Evidence from emerging and developing economies', *International Review of Financial Analysis*, 59, 255–275.
- Caggiano, G., Castelnuovo, E., & Figueres, J. M. (2017), 'Economic policy uncertainty and unemployment in the United States: A nonlinear approach', *Economics Letters*, 151, 31–34.
- Cong, N. T., & Quynh, T. T. (2023), 'Tác động của mức độ mở cửa thị trường đến xác suất xảy ra khủng hoảng tài chính', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 314, 13–23.
- Drakos, K., & Tsouknidis, D. (2023), 'Investment under uncertainty and irreversibility: Evidence from the shipping markets', *International Journal of Finance and Economics*, 29(2), 2139–2154.
- Gulen, H., & Ion, M. (2016), 'Policy uncertainty and corporate investment', *Review of Financial Studies*, 29(3), 523–564.
- Lam, H. T., Trinh, H. K. B., Hoai, N. T. M., Nghia, P. T., & My, B. H. (2024), 'The economic policy uncertainty, oil price volatility and economic growth of Vietnam', *VNU Journal of Economics and Business*, 4(1), 51–59.
- Meng, X., & Guo, H., and Li, J. (2023), 'Economic policy uncertainty and corporate investment: evidence from China', *Economic Change and Restructuring*, 56, 4491–4529.
- Nguyen, G., & Vo, V. (2024), 'Economic policy uncertainty around the world: Implications for Vietnam', *International Review of Economics & Finance*, 94, 103349.
- Nguyen, T. C. (2021), 'Economic policy uncertainty and bank stability: Does bank regulation and supervision matter in major European economies?', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 74, 101387.

-
- Nguyen, T. C. (2022), 'Economic policy uncertainty: The probability and duration of economic recessions in major European Union countries', *Research in International Business and Finance*, 62, 101701.
- Nguyen, T. C., & Ho, T. T. (2024), 'Credit market regulations and bank loan pricing', *Economic Modelling*, 133, 106673.
- Nguyen, T. C., & Le, T. H. (2022), 'Financial crises and the national logistics performance: Evidence from emerging and developing countries', *International Journal of Finance & Economics*, 29(2), 1834–1855.
- Nguyen, T. C., & Le, T. H. (2024), 'Geopolitical risk and the national logistics performance', *Applied Economics Letters*, DOI: 10.1080/13504851.2024.2332571.
- Nguyen, T. L., Nguyen, T. C., & Ho, T. T. (2023), 'The effects of corporate taxation on the cost of bank loans', *Applied Economics Letters*, 31, 2244–2249.
- Pindyck, R. S. (1988), 'Irreversible investment, capacity choice, and the value of the firm', *American Economic Review*, 78(5), 969–985.
- Wu, W., & Zhao, J. (2022), 'Economic policy uncertainty and household consumption: Evidence from Chinese households', *Journal of Asian Economics*, 79, 101436.

Tác giả liên hệ: Nguyễn Xuân Thắng | Email: thangnx@neu.edu.vn