

NGHIÊN CỨU SỰ ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC TÀI CHÍNH TỚI RỦI RO TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

RESEARCH ON THE EFFECT OF FINANCIAL STRUCTURE ON FINANCIAL RISK OF VIETNAM STOCK MARKET LISTED COMPANIES

Nguyễn Thị Nguyệt Dung^{1*},
Nguyễn Mạnh Cường¹, Nguyễn Thị Hải Yến¹

TÓM TẮT

Nghiên cứu này có mục tiêu cơ bản là đánh giá ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới rủi ro tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu, nhóm tác giả tiến hành phân tích định lượng thông qua mô hình GMM, dựa trên bộ dữ liệu 2 thành phần với số liệu chéo và số liệu theo chuỗi thời gian, được thu thập từ báo cáo tài chính và báo cáo thường niên của 612 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trong giai đoạn 2007 - 2018. Kết quả chỉ ra rằng: (i) Sự cân bằng tài chính chịu ảnh hưởng tiêu cực của Tỷ lệ nợ, Tỷ lệ nợ ngắn hạn và Tỷ lệ nợ dài hạn. (ii) Khả năng thanh toán chịu ảnh hưởng tiêu cực của Tỷ lệ nợ, Tỷ lệ nợ ngắn hạn. (iii) Đáng chú ý, chúng tôi chưa tìm bằng chứng cho rằng Tỷ lệ nợ dài hạn có ảnh hưởng tới Khả năng thanh toán ngắn hạn trong bối cảnh các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Từ khóa: Cấu trúc tài chính, rủi ro tài chính, doanh nghiệp niêm yết, GMM.

ABSTRACT

The basic objective of this research is assessing the impact of the financial structure on the financial risks of Vietnam stock market listed companies. To accomplish the research objectives, the authors conducted a quantitative analysis through the GMM models, based on the 2-component data set with cross data and time series data which was collected from financial statements and annual reports of 612 non-financial companies listed in the period of 2007 to 2018. The results showed that: (i) The financial balance is affected negatively by the debt ratio, the short-term debt ratio and the long-term debt ratio. (ii) Solvency is affected negatively by the debt ratio, the short-term debt ratio. (iii) Notably, we have not found evidence that the long-term debt ratio affects short-term solvency of companies listed on the stock market of Vietnam.

Keywords: Financial structure, financial risk, listed company, GMM.

¹Khoa Quản lý kinh doanh, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

*Email: nguyenthinguyetdung@hau.edu.vn

Ngày nhận bài: 10/01/2021

Ngày nhận bài sửa sau phản biện: 12/6/2021

Ngày chấp nhận đăng: 25/02/2022

1. GIỚI THIỆU

Có thể nói, rủi ro tài chính là một trong những mối quan tâm lớn của các doanh nghiệp, bởi lẽ, rủi ro tài chính là chỉ tiêu quan trọng để đánh giá năng lực tài chính của doanh nghiệp. Ngoài ra, rủi ro tài chính còn được coi là yếu tố không chỉ ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh, mà còn ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp, từ đó ảnh hưởng tới sự thành công và tuổi thọ của doanh nghiệp [1, 2]. Trong việc giảm thiểu rủi ro tài chính, các quyết định về cấu trúc tài chính đóng vai trò rất quan trọng và trọng tâm [3]. Một số nhà khoa học cho rằng cho rằng, các doanh nghiệp muốn giảm thiểu chi phí tài chính, từ đó tối đa hóa lợi nhuận và giá trị, có thể thực hiện bằng cách duy trì một tỷ lệ nợ tối ưu [4]. Các doanh nghiệp có thể phải đối mặt với nhiều vấn đề khi sử dụng 100% vốn chủ sở hữu làm thuế cao hơn. Ngược lại, nếu một doanh nghiệp sử dụng các khoản nợ ở mức 100% thì doanh nghiệp đó sẽ gặp khó khăn, trong đó toàn bộ lợi nhuận bị phân tán giữa các nhà cung cấp nợ [5]. Doanh nghiệp phải đối mặt với vấn đề rủi ro tài chính cao do sử dụng mức nợ cao vượt quá giới hạn nhất định. Do đó, cấu trúc tài chính với mức nợ và vốn chủ sở hữu không phù hợp làm gia tăng rủi ro tài chính [6].

Vi vậy, nghiên cứu này được thực hiện nhằm bổ sung bằng chứng thực nghiệm về sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới rủi ro tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2007 - 2018, là cơ sở quan trọng giúp các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp đưa ra các giải pháp giảm thiểu rủi ro tài chính, từ đó nâng cao năng lực cạnh tranh cũng như năng lực ứng phó với các cú sốc ngoại sinh từ thị trường. Khác với một số công trình nghiên cứu trước đây về rủi ro tài chính, thay vì xuất phát từ nhiều yếu tố ảnh hưởng, nhóm tác giả chỉ xem xét, phân tích các yếu tố thuộc cấu trúc tài chính. Ngoài ra, nhóm tác giả sử dụng mô hình GMM trong việc phân tích dữ liệu bảng và giải quyết vấn đề nội sinh cũng như hiện tượng tự tương quan.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

• Cấu trúc tài chính

Cấu trúc tài chính là một thuật ngữ phổ biến, được đề cập đến trong nhiều tài liệu có liên quan đến tình hình tài chính doanh nghiệp. Tùy cách tiếp cận trong từng nghiên cứu mà có thể diễn đạt cấu trúc tài chính khác nhau trong một chừng mực nhất định.

Với cách tiếp cận đa chiều, cấu trúc tài chính được xem là sự tương tác giữa khả năng sẵn sàng cung cấp tài chính từ các tổ chức tài trợ bên ngoài với sự ưu tiên sử dụng hình thức huy động vốn bên trong doanh nghiệp [7, 8], hay cấu trúc tài chính là sự kết hợp của nợ và vốn chủ sở hữu mà doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho các loại tài sản của mình. Theo cách tiếp cận này, các nghiên cứu thực nghiệm về cấu trúc tài chính kiểm tra các quyết định tài chính xoay quanh các quyết định liên quan đến nợ và vốn chủ sở hữu [9-10].

Với cách tiếp cận đơn giản hơn, cấu trúc tài chính thể hiện mối quan hệ giữa nợ các loại với tổng tài sản của doanh nghiệp [11], trong đó, nợ của doanh nghiệp được chi tiết đến nợ ngắn hạn, nợ dài hạn. Cũng đồng thuận với quan niệm trên, Abdallah cho rằng cấu trúc tài chính là cơ cấu của toàn bộ các khoản nợ phải trả trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp [12]. Điều này cũng hoàn toàn phù hợp với nghiên cứu về cấu trúc tài chính trong bối cảnh Việt Nam khi cho rằng tỷ lệ nợ được coi là thang đo chính. Vì vậy, trong phạm vi nghiên cứu của bài báo, cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp được tập trung vào các tỷ lệ nợ.

Như vậy, cấu trúc tài chính của doanh nghiệp được hiểu là khả năng và mức độ sử dụng nợ để tài trợ cho các loại tài sản, mà các doanh nghiệp có thể tiếp cận được trong quá trình hoạt động kinh doanh.

Với các luận giải ở trên, chỉ tiêu phản ánh cấu trúc tài chính của doanh nghiệp bao gồm:

$$\text{Tỷ lệ nợ (TD)} = \frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Trong chỉ tiêu này, tổng nợ phải trả bao gồm các khoản mục nguồn vốn mà không bao gồm nguồn vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Đây cũng là chỉ tiêu được sử dụng trong hầu hết các thang đo cấu trúc tài chính của doanh nghiệp [7, 8, 11, 12]

Khi nghiên cứu cấu trúc tài chính, thì khía cạnh kỳ hạn nợ cũng được coi là một chỉ báo hết sức quan trọng phản ánh quyết định tài chính trong việc lựa chọn nguồn vốn.

$$\text{Tỷ lệ nợ dài hạn (LTD)} = \frac{\text{Nợ dài hạn}}{\text{Tổng tài sản}}$$

$$\text{Tỷ lệ nợ ngắn hạn (STD)} = \frac{\text{Nợ ngắn hạn}}{\text{Tổng tài sản}}$$

• Rủi ro tài chính

Rủi ro đóng một vai trò quan trọng trong hầu hết mọi hoạt động kinh doanh. Rủi ro được xem khả năng xảy ra tổn thất, mất mát khi các biến cố không lường trước được trong hoạt động sản xuất kinh doanh. Đặc biệt, trong một

thế giới toàn cầu hóa, việc xác định, quản lý và khám phá rủi ro trong các tổ chức ngày càng trở nên quan trọng để đạt được sự phát triển bền vững của doanh nghiệp [13].

Rủi ro tài chính là một trong những mối quan tâm lớn của đa số doanh nghiệp nên đã có khá nhiều công trình nghiên cứu về chủ đề này. Theo Sharifi [14] và Kociu & cộng sự [15], rủi ro tài chính có thể có hai dạng khác nhau. Rủi ro tài chính do các yếu tố khách quan phụ thuộc vào sự thay đổi của thị trường tài chính như lãi suất, tỷ giá và giá cả hàng hóa. Rủi ro tài chính cũng có thể do các yếu tố chủ quan, trong đó tình hình tài chính là nguồn gốc của rủi ro. Rủi ro tài chính không chỉ ảnh hưởng đến kết quả hoạt động, cân đối dòng tiền và khả năng thanh toán mà còn ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp.

Ở khía cạnh hẹp hơn, nhiều nhà khoa học cho rằng, rủi ro tài chính là các rủi ro ngoài kinh doanh do doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính [16]. Rủi ro tài chính là khả năng không thanh toán được các khoản nợ tài chính khi đến hạn [17, 18]. Rủi ro tài chính được thể hiện thông qua sự mất cân bằng về tài chính [19]. Các nhà nghiên cứu cũng khá đồng thuận về nguồn gốc của rủi ro tài chính, đó là hoạt động tài trợ vốn nói riêng hay cấu trúc tài chính nói chung của doanh nghiệp [16, 18-20].

Như vậy, rủi ro tài chính được hiểu là khả năng xảy ra tổn thất khi doanh nghiệp mất khả năng thanh toán các khoản nợ tài chính đến hạn và/hoặc khả năng mất cân bằng tài chính, nguyên nhân của rủi ro tài chính bắt nguồn từ việc doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính.

Với các luận giải ở trên, chỉ tiêu đo lường rủi ro tài chính bao gồm: sự cân bằng tài chính và khả năng thanh toán. Trong đó:

Sự cân bằng tài chính được thể hiện thông qua chỉ tiêu vốn lưu động ròng (NWC)

$$\text{Vốn lưu động ròng} = \text{Tài sản ngắn hạn} - \text{Nợ ngắn hạn}$$

Hoặc

$$\text{Vốn lưu động ròng} = \text{Nguồn vốn dài hạn} - \text{Tài sản dài hạn}$$

Khả năng thanh toán được thể hiện thông qua chỉ tiêu Hệ số thanh toán ngắn hạn (SPR)

$$\text{Hệ số thanh toán ngắn hạn} = \frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

• Ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới rủi ro tài chính

Mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và rủi ro tài chính đã nhận được sự quan tâm đáng kể của các nhà khoa học khi nghiên cứu về tình hình tài chính doanh nghiệp. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã chỉ ra mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa việc sử dụng nợ với rủi ro tài chính [8]. Các doanh nghiệp sử dụng nguồn vốn nội bộ tạo ra lợi nhuận cao và rủi ro ít hơn. Ngược lại, khi các doanh nghiệp tăng mức nợ thì rủi ro tài chính sẽ tăng lên. Bởi lẽ, quyết định vay nợ sẽ dẫn đến phát sinh chi phí lãi vay, doanh nghiệp phải có trách nhiệm thanh toán trước so với phần lợi nhuận dành cho chủ sở hữu. Điều này dẫn tới sự không chắc chắn đối với

phần lợi nhuận dành cho chủ sở hữu và sự cân bằng tài chính của doanh nghiệp [21]. Trong đó, sự cân bằng tài chính phản ánh mối quan hệ giữa nguồn tài trợ với tài sản của doanh nghiệp theo kỳ hạn. Nghĩa là, một doanh nghiệp được coi là có sự cân bằng tài chính là khi tài sản dài hạn của doanh nghiệp phải được tài trợ bởi nguồn vốn dài hạn và ngược lại. Như vậy, nếu doanh nghiệp sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho tài sản dài hạn, có thể dẫn đến cán cân thanh toán mất cân bằng, sự tự chủ của doanh nghiệp giảm xuống, rủi ro tài chính tăng lên [22].

Bên cạnh đó, một số nghiên cứu cũng đã chỉ ra, việc sử dụng nợ vay cao, đặc biệt là nợ vay ngắn hạn sẽ làm cho khả năng thanh toán của doanh nghiệp có xu hướng giảm xuống, rủi ro thanh toán sẽ tăng lên. Nếu doanh nghiệp bị mất hoặc suy giảm một cách đáng kể khả năng thanh toán, doanh nghiệp có thể rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính [8, 23-24]. Như vậy, quyết định vay nợ sẽ dẫn đến tình trạng doanh nghiệp phải đối mặt với rủi ro thanh toán, thậm chí là rủi ro kiệt quệ tài chính.

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu, nhóm tác giả chủ yếu sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng với nguồn dữ liệu thứ cấp từ báo cáo tài chính và báo cáo thương niên của các doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, các bước tiến hành cụ thể như sau:

- Tổng quan nghiên cứu và xây dựng mô hình nghiên cứu: Nhóm tác giả tổng quan các công trình nghiên cứu trong và ngoài nước và xác định khoảng trống nghiên cứu. Trên cơ sở nghiên cứu của Masnoon & Saeed [23], Sbeiti [24] và một số nhà khoa học khác, nhóm tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới rủi ro tài chính với 3 biến kiểm soát là Quy mô doanh nghiệp (SIZE), Tuổi niêm yết (AGE) và Tăng trưởng của doanh nghiệp (Growth).

Mô hình 1:

$$NWC_{it} = \beta_1 NWR_{it-1} + \beta_2 LTD_{it} + \beta_3 STD_{it} + \beta_4 TD_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 Growth_{it} + \epsilon_{it}$$

Mô hình 2:

$$SPR_{it} = \beta_1 SPR_{it-1} + \beta_2 LTD_{it} + \beta_3 STD_{it} + \beta_4 TD_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 Growth_{it} + \epsilon_{it}$$

Cách thức đo lường các biến được thể hiện thông qua bảng 1.

Bảng 1. Đo lường các biến trong mô hình

Biến	Mô tả	Đo lường	Dấu giả thuyết	
			MH 1	MH 2
Biến phụ thuộc				
NWC	Vốn lưu động ròng	Logarit(Tài sản ngắn hạn – Nợ ngắn hạn)		
SPR	Hệ số thanh toán ngắn hạn	$\frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$		

Biến độc lập				
LTD	Tỷ lệ nợ dài hạn	$\frac{\text{Nợ dài hạn}}{\text{Tổng tài sản}}$	-	-
RTD	Tỷ lệ nợ ngắn hạn	$\frac{\text{Nợ ngắn hạn}}{\text{Tổng tài sản}}$	-	-
TD	Tỷ lệ nợ	$\frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}$	-	-
Biến kiểm soát				
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Logarit(tổng tài sản)		
AGE	Tuổi niêm yết	Năm nghiên cứu – Năm niêm yết		
Growth	Tăng trưởng của doanh nghiệp	$\frac{\text{Doanh thu năm nay} - \text{Doanh thu năm trước}}{\text{Doanh thu năm trước}}$		

(Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả)

- Thu thập dữ liệu: Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính và báo cáo thường niên của 612 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong 12 năm (2007 - 2018), tương ứng với trên 7.300 đơn vị quan sát, các dữ liệu này được cung cấp bởi StoxPlus. Các doanh nghiệp được lựa chọn nghiên cứu thỏa mãn tiêu chí chọn mẫu và được phân nhóm theo các ngành nghề kinh doanh theo tiêu chuẩn ICB cấp 1 (bảng 2).

- Xử lý dữ liệu: nhóm tác giả sử dụng phần mềm STATA trong phân tích dữ liệu bảng với mô hình Pooled OLS, mô hình tác động ngẫu nhiên (REM), mô hình tác động cố định (FEM), mô hình moment tổng quát (GMM). Trong đó, nhóm tác giả sử dụng Pooled OLS, REM, FEM để kiểm tra hiện tượng phương sai thay đổi và hiện tượng tự tương quan, tiếp đến là sử dụng GMM để xử lý hiện tượng nội sinh của mô hình. Hơn nữa, GMM cũng giúp nhóm tác giả xác định được các hệ số ước lượng vững, phân phối chuẩn và hiệu quả.

Bảng 2. Cơ cấu mẫu nghiên cứu theo ngành

Mã ngành	Tên ngành	Số doanh nghiệp	Tỷ lệ (%)
1	Công nghệ thông tin	21	3,43
2	Công nghiệp	267	43,63
3	Dầu khí	6	0,98
4	Dịch vụ tiêu dùng	59	9,64
5	Dược phẩm và y tế	23	3,76
6	Hàng tiêu dùng	95	15,52
7	Nguyên vật liệu	101	16,50
8	Tiện ích cộng đồng	40	6,54
	Tổng số	612	100.00

(Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả)

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM

4.1. Thống kê mô tả

Thống kê mô tả trong bảng 3 cho thấy, giá trị của mỗi biến trong mô hình dao động khá lớn. Trong các biến phụ

thuộc, biến Khả năng thanh toán ngắn hạn (SPR) có khoảng cách rất lớn, từ 0,51 đến 11,12, giá trị trung bình của Khả năng thanh toán ngắn hạn là 2,14. Trong các biến độc lập, khoảng cách lớn nhất về giá trị là biến Tỷ lệ nợ (TD), từ 0,06 đến 0,89, tiếp đến là biến Tỷ lệ nợ ngắn hạn (STD), từ 0,05 đến 0,83 và cuối cùng là biến Tỷ lệ nợ dài hạn (LTD), từ 0,00 đến 0,52. Trong các biến kiểm soát, khoảng cách lớn nhất về giá trị là biến số Năm niêm yết (AGE), giá trị trung bình là 11,19 năm, dao động trong khoảng từ 3 năm đến 21 năm.

Bảng 3. Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến số	Log_NWC	SPR	TD	STD	LTD	SIZE	Growth	AGE
Giá trị trung bình	4,28	2,14	0,50	0,40	0,09	6,09	0,19	11,19
Giá trị nhỏ nhất	-3,51	0,51	0,06	0,05	0,00	3,09	-0,58	3,00
Giá trị lớn nhất	7,61	11,12	0,89	0,83	0,52	9,60	2,38	21,00
Trung vị	4,28	1,44	0,52	0,40	0,03	5,99	0,11	12,00
Độ lệch chuẩn	1,55	1,99	0,23	0,21	0,13	1,46	0,49	3,76

(Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả)

4.2. Phân tích tương quan giữa các biến

Dựa vào ma trận hệ số tương quan trong mô hình 1, mô hình tác động của cấu trúc tài chính tới sự cân bằng tài chính thông qua chỉ tiêu Vốn lưu động ròng (NWC), bảng 4 cho thấy các biến TD, STD, LTD có mối quan hệ ngược chiều với NWC; các biến SIZE, AGE có mối quan hệ thuận chiều với NWC. Trong ma trận tương quan mô hình 2, chưa có đủ cơ sở để khẳng định có sự tương quan giữa Growth và NWC.

Bảng 4. Ma trận hệ số tương quan trong mô hình 1

	NWR	TD	STD	LTD	SIZE	Growth	AGE
NWR	1,0000						
TD	-0,0782 0,0000	1,0000					
STD	-0,1488 0,0000	0,8082 0,0000	1,0000				
LTD	-0,1202 0,0000	0,3849 0,0000	-0,2284 0,0000	1,0000			
SIZE	0,7467 0,0000	0,3220 0,0000	0,1099 0,0000	0,3617 0,0000	1,0000		
Growth	-0,0063 0,6482	0,0354 0,0059	0,0103 0,4236	0,0415 0,0013	0,0151 0,2403	1,0000	
AGE	0,0727 0,0002	-0,0315 0,0098	-0,0014 0,9072	-0,0426 0,0005	0,0273 0,0251	-0,1097 0,0000	1,0000

(Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu)

Ma trận hệ số tương quan trong mô hình 2, mô hình tác động của cấu trúc tài chính tới khả năng thanh toán thông qua chỉ tiêu Hệ số thanh toán ngắn hạn (SPR), bảng 5 cho

thấy các biến TD, STD, LTD có mối quan hệ ngược chiều với NWC; các biến SIZE, Growth có mối quan hệ thuận chiều với SPR. Trong ma trận tương quan mô hình 2, chưa có đủ cơ sở để khẳng định có sự tương quan giữa AGE với SPR.

Bảng 5. Ma trận hệ số tương quan trong mô hình 2

	SPR	TD	STD	LTD	SIZE	Growth	AGE
SPR	1,0000						
TD	-0,6673 0,0000	1,0000					
STD	-0,5948 0,0000	0,8082 0,0000	1,0000				
LTD	-0,1811 0,0000	0,3849 0,0000	-0,2284 0,0000	1,0000			
SIZE	-0,2300 0,0000	0,3220 0,0000	0,1099 0,0000	0,3617 0,0000	1,0000		
Growth	-0,0290 0,0241	0,0354 0,0059	0,0103 0,4236	0,0415 0,0013	0,0151 0,2403	1,0000	
AGE	0,0024 0,8450	-0,0315 0,9072	-0,0014 0,0098	-0,0426 0,0005	0,0273 0,0251	-0,1097 0,0000	1,0000

(Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu)

Trong bảng 4 và 5, có thể thấy một số biến như TD, STD có hệ số tương quan khá cao, tuy nhiên hệ số phóng đại phương sai (VIF) vẫn khá nhỏ (< 10) nên các biến này có thể được chấp nhận cùng tồn tại trong mô hình hồi quy.

4.3. Phân tích hồi quy giữa các biến

Để đánh giá sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới rủi ro tài chính, nhóm tác giả sử dụng 4 hồi quy khác nhau cho mỗi biến phụ thuộc. Đồng thời, nhóm tác giả sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình thích hợp. Kiểm định Hausman cho kết quả P-value nhỏ hơn 0,05, có nghĩa là FEM phù hợp hơn REM và Pooled OLS. Tuy nhiên, kiểm định Modified Wald và Wooldridge có P-value nhỏ hơn 0,05 cho thấy tồn tại hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan trong FEM, điều này khiến cho kết quả của các hệ số hồi quy sẽ không hiệu quả. Do vậy, nhóm tác giả sử dụng GMM để xử lý tất cả các khuyết tật của các mô hình đã sử dụng trước đó.

Bảng 6. Ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới rủi ro tài chính

Biến	Mô hình 1 (NWC)		Mô hình 2 (SPR)	
	Hệ số β	Độ lệch chuẩn	Hệ số β	Độ lệch chuẩn
NWC _{t-1}	0,18128***	0,00778		
SPR _{t-1}			0,08242***	-0,01112
TD	-2,23250***	-0,24522	-2,39703***	-0,22889
STD	-1,35272***	-0,22129	-3,745023***	-0,22534
LTD	-0,72043**	-0,29447	-5,66426	-0,45070
SIZE	0,79198***	-0,01251	-0,07108**	-0,02189
Growth	0,07099***	-0,00861	-0,00980	-0,01938

AGE	0,00747*	-0,00428	-0,01207*	-0,00937
Hằng số	0,27221**	-0,08689	5,21027***	-0,18631
R ² điều chỉnh	0,3944		0,3432	

***, **, * thể hiện mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%

(Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu)

Nhóm tác giả sử dụng kiểm định Sargan để kiểm định tính over-identifying của biến công cụ. Kết quả cho thấy hệ số p-value đều lớn hơn 0,05. Như vậy, biến công cụ được sử dụng trong mô hình GMM thỏa mãn tính over-identifying. Ngoài ra, kiểm định tự tương quan bậc hai cho kết quả p-value đều lớn hơn 0,05, nghĩa là phần dư của mô hình GMM không tồn tại hiện tượng tự tương quan bậc 2. Biến công cụ được sử dụng trong mô hình đều thỏa mãn các kiểm định. Các kết quả trong mô hình cho thấy ước lượng vững, phân phối chuẩn.

Kết quả nghiên cứu về sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới rủi ro tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong 12 năm nghiên cứu được thể hiện thông qua bảng 7.

Bảng 7. Tổng hợp kết quả nghiên cứu

Biến độc lập	Giả thuyết nghiên cứu		Kết quả nghiên cứu		Mức độ phù hợp
	NWC	SPR	NWC	SPR	
NWC _{t-1}			+		
SPR _{t-1}				+	
TD	-	-	-	-	Phù hợp
STD	-	-	-	-	Phù hợp
LTD	-	-	-	K	Phù hợp 1 phần
SIZE			+	-	
Growth			+	K	
AGE			+	-	

K: chưa đủ cơ sở để kết luận về mối quan hệ

(Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả)

Với kết quả nghiên cứu trên đây có thể thấy:

- Biến Tỷ lệ nợ (TD) và Tỷ lệ nợ ngắn hạn (STD) có mối quan hệ ngược chiều tới NWC và SPR với mức ý nghĩa cao (1%). Mối quan hệ này thể hiện, khi doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao, đặc biệt là nợ ngắn hạn, sẽ làm cho khả năng thanh toán ngắn hạn của doanh nghiệp bị giảm xuống, sự cân bằng tài chính giảm xuống, rủi ro tài chính sẽ tăng lên. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu [8, 21, 23, 24].

- Biến Tỷ lệ nợ dài hạn (LTD) có mối quan hệ ngược chiều tới NWC với mức ý nghĩa 5%, hệ số β là 0,72043, kết quả này có thể được giải thích như sau, giá trị trung bình của nguồn vốn dài hạn tại 612 doanh nghiệp niêm yết được nghiên cứu luôn lớn hơn giá trị trung bình của Tài sản ngắn hạn, nên Nguồn vốn dài hạn này không chỉ tài trợ cho Tài sản dài hạn, mà còn tài trợ cho Tài sản ngắn hạn, đồng thời Vốn lưu động ròng (NWC) có xu hướng tăng, bảng 8.

Bên cạnh đó, mặc dù Tỷ lệ nợ dài hạn (LTD) có xu hướng giảm (trong khi quy mô nợ dài hạn có xu hướng tăng), nhưng vẫn làm cho Vốn lưu động ròng tăng là do, đóng góp của Nợ dài hạn trong Nguồn vốn dài hạn của 612 doanh nghiệp niêm yết được nghiên cứu là khá thấp và có xu hướng giảm. Kết quả về mối quan hệ ngược chiều này hoàn toàn phù hợp với kết quả trong nghiên cứu [21].

Bảng 8. LTD và NWC của các doanh nghiệp niêm yết

Năm	Giá trị trung bình của Nguồn vốn dài hạn (tỷ đồng)	Giá trị trung bình của Tài sản dài hạn (tỷ đồng)	Giá trị trung bình của NWR (tỷ đồng)	Giá trị trung bình của Nợ dài hạn (tỷ đồng)	Giá trị trung bình của LTD (%)
2007	370,00	322,81	115,83	106,65	18,71
2008	427,22	363,34	97,46	144,81	21,33
2009	536,04	466,05	114,01	183,16	21,02
2010	689,93	588,47	123,63	230,65	20,46
2011	831,17	781,85	143,17	284,28	19,96
2012	889,89	785,99	144,54	305,04	20,54
2013	914,31	843,97	152,23	279,15	17,97
2014	1.060,35	953,01	210,82	308,99	17,41
2015	1.296,03	1.032,63	279,75	395,18	19,30
2016	1.412,49	1.150,15	314,84	434,14	19,31
2017	1.539,60	1.287,26	334,17	427,99	17,17
2018	1.648,34	1.354,15	329,50	406,72	15,23

(Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả)

- Đáng chú ý, với dữ liệu nghiên cứu tại 612 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trong giai đoạn 2007 - 2018, chúng tôi chưa có đủ cơ sở để kết luận sự ảnh hưởng của Tỷ lệ nợ dài hạn (LTD) đến Khả năng thanh toán ngắn hạn (SPR).

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm tại các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam đã một lần nữa ủng hộ các kết quả nghiên cứu trước đó về sự ảnh hưởng ngược chiều của cấu trúc tài chính tới rủi ro tài chính. Kết quả này có thể giúp các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp đưa ra các giải pháp giảm thiểu rủi ro tài chính, từ đó nâng cao năng lực cạnh tranh, đó là gia tăng sự cân bằng tài chính, gia tăng khả năng thanh toán ngắn hạn thông qua việc giảm Tỷ lệ nợ, Tỷ lệ nợ ngắn hạn và Tỷ lệ nợ dài hạn trong cấu trúc tài chính.

5. KẾT LUẬN

Bằng phương pháp nghiên cứu định lượng với dữ liệu bảng được thu thập từ báo cáo tài chính và báo cáo thường niên của của 612 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2007 - 2018, nghiên cứu đã cho thấy: Sự cân bằng tài chính thông qua chỉ tiêu Vốn lưu động ròng (NWC) chịu ảnh hưởng tiêu cực của Tỷ lệ nợ, Tỷ lệ nợ ngắn hạn và Tỷ lệ nợ dài hạn, trong đó Tỷ lệ nợ là yếu tố tác động mạnh nhất. Khả năng thanh toán

thông qua chỉ tiêu Hệ số thanh toán ngắn hạn (SPR) chịu ảnh hưởng tiêu cực của Tỷ lệ nợ, Tỷ lệ nợ ngắn hạn. Trong đó, Tỷ lệ nợ ngắn hạn là yếu tố tác động mạnh nhất. Ngoài ra, với dữ liệu nghiên cứu, chưa đủ cơ sở để kết luận rằng Tỷ lệ nợ dài hạn có ảnh hưởng tới khả năng thanh toán ngắn hạn trong bối cảnh các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu này cũng giúp các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp có căn cứ trong việc đề xuất các giải pháp giảm thiểu rủi ro, từ đó nâng cao năng lực cạnh tranh cũng như năng lực ứng phó với các cú sốc ngoại sinh từ thị trường. Nghiên cứu này cũng gợi mở một hướng nghiên cứu chuyên sâu hơn về sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới rủi ro tài chính trong điều kiện có sự thay đổi của khả năng hoạt động và khả năng sinh lời.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Rahmi M., Azma N., Muttaqin A. A., Jazil T., Rahman M. M., 2016. *Risk Volatility Measurement: Evidence from Indonesian Stock Market*. Journal of Asian Finance Economics and Business 3(3), 57-65.
- [2]. Dang T.H., Phan T.D., Nguyen T.H., Hoang T.H., 2020. *Factors Affecting Financial Risk: Evidence from Listed Enterprises in Vietnam*. Journal of Asian Finance, Economics and Business, 7(9), 011-018.
- [3]. Froot K. A., Stein J.C., 1998. *Risk Management, Capital Budgeting and Capital Structure Policy for Financial Institutions: An Integrated Approach*. Journal of Financial Economics, 47, 55-82.
- [4]. Z. Frank M., K. Goyal V., 2009. *Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?*. Financial Management, 38(1), 1-37.
- [5]. Hovakimian A., Opler T., Titman S., 2001. *The Debt-Equity Choice*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 36(1), 1-25.
- [6]. Porteous B.T., Tapadar P., 2005. *Economic Capital and Financial Risk Management for Financial Services Firms and Conglomerates*. Palgrave MacMillan, 189-244.
- [7]. Mohanad H. Y., Ali H., 2020. *Impact of Financial Structure on The Financial Stability: An Empirical Study in A Sample of Iraqi Companies*. International Journal of Psychosocial Rehabilitation, 24(1), 1997-2017.
- [8]. Doan Khanh Hung, Tran Thi Thu Hien, 2019. *Impacts of financial structure on financial risks of listed tourism companies in Vietnam*. Hue University Journal of Science Economics and Development 128(5A):93, 93-104
- [9]. Robb A. Robinson D.T., 2010. *The capital structure decisions of startup firms*. Review of Financial Studies, 27(1), 153-179.
- [10]. Miettinen M., Virtanen M., 2013. *Capital Structure of Start-ups: Evidence on Non-accounting Characteristics*. Journal of Accounting and Auditing, 9(7), 889-907.
- [11]. Sohail A., 2011. *Impact of Financial Structure on Firm's Performance: A Study of Pakistan's Chemical Sector*. Society of Interdisciplinary Business Research, truy cập ngày 18/01/2021 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1867882
- [12]. Abdallah B., 2014. *The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Companies Shares Value (Applied Study on a Sample of Saudi Industrial Companies)*. Research Journal of Finance and Accounting, 5(1), 55-66.
- [13]. Rahmi M., Azma N., Muttaqin A. A., Jazil T., Rahman M. M., 2016. *Risk Volatility Measurement: Evidence from Indonesian Stock Market*. Journal of Asian Finance Economics and Business 3(3), 57-65.
- [14]. Sharifi O., 2014. *Financial Risk Management for Small and Medium Sized Enterprises*. International Journal of Information, Business and Management, 6(2), 82-89.
- [15]. Kociu L., Mano R., Armand H., 2015.. *Financial Risk Assessment of Albanian SMEs with the Help of Financial Ratios*. European Scientific Journal, 11(4), 309-321.
- [16]. Gayan A., Koperunthey K., 2016. *Financial Risk, Financial Risk Management Practices and Performance of Sri Lankan SMEs: Special Reference to Anuradhapura District*. Research Journal of Finance and Accounting.
- [17]. Cao Defang, Zen Muli, 2005. *An Empirical Analysis of Factor Influencing Financial Risk of Listed Companies in China*. Techno economics & Management Research, 6, 37-48.
- [18]. Bhunia A., Mukhuti S., 2012. *Financial risk measurement of small and medium-sized companies listed in Bombay Stock Exchange*. International Journal of Advances in Management and Economics, 1(3), 27-34.
- [19]. Gang F., Liu D., 2012. *Empirical study on the financial risk factors for small and medium-sized enterprise: The evidence from 216 companies of small plates stock market in China*. Journal of Contemporary Research in Business, 3(9), 380-387.
- [20]. Li Zhea, Liu Ke, Wang Kaibi, Shen Xiaoliu, 2012. *Research on Financial Risk Management for Electric Power Enterprises*. The 2nd International Conference on Complexity Science & Information Engineering, Systems Engineering Procedia 4, 54-60.
- [21]. Brigha, Houston, 2009. *Fundamentals of Financial Management (Eleventh Edition)*. University of Florida, Thomson South-Western, 415-456.
- [22]. Modigliani, H. Miller, 1958. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review, 48(3), 261-267
- [23]. Masnoon M., Saeed A., 2014. *Capital Structure Determinants of KSE Listed Automobile Companies*. European Scientific Journal, 10(13), 451-461.
- [24]. Sbeiti W., 2010. *The Determinants of Capital Structure: Evidence from the GCC Countries*. International Research Journal of Finance and Economics, 47, 56-82.

AUTHORS INFORMATION

Nguyen Thi Nguyet Dung, Nguyen Manh Cuong, Nguyen Thi Hai Yen
Faculty of Business Management, Hanoi University of Industry