

ẢNH HƯỞNG CỦA RỦI RO TÀI CHÍNH TỚI HIỆU QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

IMPACT OF FINANCIAL RISK ON BUSINESS EFFICIENCY OF LISTED COMPANIES ON VIETNAM STOCK MARKET

Nguyễn Bá Lăng^{1,*}, Nguyễn Thị Nguyệt Dung²

DOI: <https://doi.org/10.57001/huih5804.2023.098>

TÓM TẮT

Nghiên cứu này có mục tiêu là đánh giá ảnh hưởng của rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu, nhóm tác giả sử dụng chỉ tiêu Khả năng thanh toán ngắn hạn (SPR), Vốn lưu động ròng (NWC) và chỉ tiêu FR được đề xuất bởi Bathory để đo lường rủi ro tài chính. Đồng thời, nhóm tác giả tiến hành phân tích định lượng thông qua mô hình GMM, dựa trên bộ dữ liệu hai 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 563 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2012 - 2021. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp thông qua chỉ tiêu ROA và ROE, chịu tác động tích cực của NWC và chỉ tiêu FR; chịu tác động tiêu cực của SPR. Kết quả này cũng mang lại một số hàm ý trong việc nâng cao hiệu quả kinh doanh dưới góc độ sự tác động của rủi ro tài chính cũng như vấn đề quản trị rủi ro tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Từ khóa: Rủi ro tài chính, hiệu quả kinh doanh, GMM.

ABSTRACT

This study aims to evaluate the influence of financial risk on the business efficiency of listed companies in Vietnam's stock market. To carry out the research objective, the authors use the short-run solvency, net working capital, and financial risk criteria proposed by Bathory. At the same time, the authors conducted a quantitative analysis using a two-step GMM model, based on panel data was collected from financial statements and financial statements of 563 companies listed on the Vietnam Stock market in the period 2012 - 2021. The research results show that the business efficiency of enterprises through return on assets and return on equity is positively affected by net working capital and financial risk and is negatively impacted by short-run solvency. This result also has some implications for improving business efficiency and financial risk management of listed companies on the Vietnam stock market.

Keywords: Financial risk, business efficiency, GMM.

¹Trường Ngoại ngữ - Du lịch, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

²Khoa Quản lý kinh doanh, Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội

*Email: langnb@hau.edu.vn

Ngày nhận bài: 05/02/2023

Ngày nhận bài sửa sau phản biện: 02/4/2023

Ngày chấp nhận đăng: 26/4/2023

1. GIỚI THIỆU

Trong hoạt động quản trị tài chính doanh nghiệp, ngoài các quyết định về cấu trúc vốn, quyết định đầu tư, quyết định về dòng tiền thì các quyết định quản trị rủi ro tài chính cũng được coi là mối quan tâm lớn của các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp. Theo [1], rủi ro tài chính là sự thay đổi bất ngờ hoặc không thể đoán trước được của lợi nhuận. Theo [2, 3], rủi ro tài chính là xác suất một doanh nghiệp bị sụp đổ khi doanh nghiệp đó sử dụng nợ để đáp ứng các cam kết tài chính khi số dư tiền không đủ. Rủi ro tài chính thường bị ảnh hưởng bởi các nguyên nhân ngoài tầm kiểm soát của doanh nghiệp [4, 5], chẳng hạn như lãi suất, tỷ giá, hay sự phát triển của thị trường tài chính [6]. Rủi ro tài chính có thể mang lại khả năng xây dựng những bất ngờ thú vị hoặc bất lợi đối với hiệu quả kinh doanh, với giả thuyết rằng mức độ rủi ro có tác động trực tiếp tới lợi nhuận tiềm năng [7, 8]. Hay, hiệu quả kinh doanh cao hay thấp có liên quan chịu tác động bởi rủi ro tài chính mà nhà doanh nghiệp đó đang phải đối mặt [9-11].

Mặc dù các nghiên cứu về ảnh hưởng của rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp đã nhận được sự quan tâm chú ý của khá nhiều nhà khoa học cũng như các nhà hoạch định chính sách. Tuy nhiên, trong bối cảnh nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam, các nghiên cứu về chủ đề này vẫn còn khá khan hiếm. Vì vậy, nghiên cứu này được thực hiện nhằm bổ sung bằng chứng thực nghiệm về hiệu quả kinh doanh dưới góc độ ảnh hưởng của rủi ro tài chính trong bối cảnh các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu này là cơ sở quan trọng giúp các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp đưa ra các giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh. Khác với một số công trình nghiên cứu trước đây về rủi ro tài chính, thay vì xuất phát từ việc đo lường rủi ro tài chính thông qua 3 chỉ tiêu thành phần là rủi ro tín dụng, rủi ro thanh khoản và rủi ro hoạt động, bài viết này tiếp cận rủi ro tài chính theo 3 góc độ là khả năng thanh toán, khả năng hoạt động và rủi ro tài chính nói chung. Trong đó, rủi ro tài chính nói chung được đề xuất bởi Bathory [18]. Ngoài ra, nhóm nghiên cứu sử dụng mô

hình GMM trong phân tích hồi quy dựa trên cân nhắc về nguy cơ về vấn đề nội sinh trong phân tích và xử lý dữ liệu.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ THỰC TIỄN

• *Rủi ro tài chính*

Rủi ro tài chính là một trong những mối quan tâm lớn của các doanh nghiệp nên đã có khá nhiều công trình nghiên cứu về chủ đề này. Tùy cách tiếp cận trong từng nghiên cứu mà có thể diễn đạt rủi ro tài chính khác nhau trong một chừng mực nhất định.

Chặng hạn, một số nhà khoa học cho rằng, rủi ro tài chính là khả năng không thanh toán được các khoản nợ tài chính khi đến hạn [12, 13]. 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 [14]. Để đo lường khả năng thanh toán, một số nhà khoa học đã sử dụng chỉ tiêu khả năng thanh toán ngắn hạn (SPR) [2, 3, 15, 16].

$$SPR = \frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

Ở một khía cạnh khác, Brigham & Houston (2009) cho rằng, rủi ro tài chính là sự không chắc chắn đối với phần lợi nhuận dành cho chủ sở hữu và sự cân bằng tài chính của doanh nghiệp [17]. Trong đó, sự cân bằng tài chính phản ánh mối quan hệ giữa nguồn tài trợ với tài sản của doanh nghiệp. 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. Với luận giải như vậy, chỉ tiêu đo lường rủi ro tài chính là sự cân bằng tài chính, được thể hiện thông qua chỉ tiêu vốn lưu động ròng (NWC)

$$NWC = \text{Tài sản ngắn hạn} - \text{Nợ ngắn hạn}$$

Hoặc

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

Với cách tiếp cận đa chiều, rủi ro tài chính phản ánh các biến cố có thể xảy ra gắn liền với sự lựa chọn và thực hiện các quyết định tài chính hình thành nên cấu trúc tài sản, cấu trúc nguồn vốn, năng lực thanh toán từ các nguồn lực của doanh nghiệp [11, 18-20]. Và các quyết định tài chính đó dựa trên sự không chắc chắn của các yếu tố như lãi suất, tỷ giá, sự phát triển của thị trường tài chính [6]. Để đo lường rủi ro tài chính, các nhà khoa học này đã sử dụng chỉ tiêu FR với 5 thành phần, cụ thể như sau:

$$FR_{it} = SZL_{it} + SY_{it} + GL_{it} + YF_{it} + YZ_{it}$$

Trong đó:

$$SZL = \frac{\text{Lợi nhuận trước thuế} + \text{Khấu hao} + \text{Thuế thu nhập hoãn lại}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

$$SY = \frac{\text{Lợi nhuận trước thuế}}{\text{Vốn hoạt động}}$$

$$GL = \frac{\text{Quyền lợi của cổ đông}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

$$YF = \frac{\text{Tài sản hữu hình ròng}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

$$YZ = \frac{\text{Vốn lưu động}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Theo quan điểm của Bathory [18], FR_{it} thể hiện mức độ của rủi ro tài chính và năng lực quản lý rủi ro tài chính của doanh nghiệp, nếu FR_{it} càng cao thì rủi ro tài chính của doanh nghiệp càng thấp, năng lực quản lý rủi ro tài chính các tốt, và cuối cùng là sức mạnh tài chính của doanh nghiệp càng tốt.

• *Hiệu quả kinh doanh*

Hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp nói chung là việc sử dụng các nguồn lực để thực hiện các mục tiêu kinh tế của doanh nghiệp, có thể đo lường thông qua hiệu quả hoạt động tài chính [21].

Hiệu quả kinh doanh là hiệu quả sử dụng các nguồn lực của doanh nghiệp, thể hiện thông qua mối quan hệ giữa doanh thu và chi phí sử dụng các nguồn lực đầu vào [22, 23]. Hay nói cách khác, hiệu quả kinh doanh là khả năng biến các nguồn lực đầu vào thành các kết quả tốt nhất trong hoạt động kinh doanh.

Các quan điểm về hiệu quả trên đây về cơ bản đều khẳng định hiệu quả kinh doanh là một chỉ tiêu phản ánh chất lượng hoạt động kinh doanh, trình độ sử dụng các nguồn lực để đạt được mục tiêu cuối cùng, đó là tối đa hóa lợi nhuận.

Để đánh giá hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp, các nhà nghiên cứu đã sử dụng các chỉ tiêu sau [22]:

- Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), chỉ tiêu ROA là thước đo khá chính xác khi muốn đánh giá hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, bởi lẽ ROA là không chỉ là chỉ tiêu đo lường tốt nhất hiệu quả của toàn bộ tài sản được đầu tư trong kỳ, mà còn thể hiện khả năng sinh lời của chủ sở hữu cũng như chủ nợ của doanh nghiệp, nên ROA quan trọng đối với cả người sở hữu và người điều hành doanh nghiệp.

- Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE), chỉ tiêu ROE phản ánh mỗi đồng vốn mà các chủ sở hữu đầu tư thu được bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế. Do vậy, ngoài chỉ tiêu ROA, chỉ tiêu ROE cũng được coi là chỉ tiêu quan trọng trong việc đánh giá hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, bởi mục tiêu quan trọng nhất của tổ chức kinh tế chính là tối đa hóa lợi ích cho các chủ sở hữu.

• *Ảnh hưởng của rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh*

Mối quan hệ giữa rủi ro tài chính và hiệu quả kinh doanh đã nhận được sự quan tâm đáng kể của các nhà khoa học khi nghiên cứu về tình hình tài chính doanh nghiệp. Một số nghiên cứu thực nghiệm đã tìm được ảnh hưởng ngược chiều có ý nghĩa thống kê của khả năng thanh toán ngắn hạn (SPR) tới hiệu quả kinh doanh (ROA và ROE) [2, 3]. Khi các doanh nghiệp gia tăng khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn, nghĩa là doanh nghiệp phải dự trữ các khoản mục tài sản ngắn hạn như tiền, khoản phải thu, hàng tồn kho, đầu tư ngắn hạn... ở mức cao. Trong khi,

các khoản mục tài sản này được coi là các khoản mục kém sinh lời, thậm chí còn giảm giá trị hay phát sinh chi phí, từ đó làm giảm hiệu quả kinh doanh.

Bên cạnh đó, một số nghiên cứu đã vận dụng lý thuyết cấu trúc vốn của Modigliani & Miller và chỉ ra rằng, sự cân bằng tài chính có ảnh hưởng tích cực có ý nghĩa thống kê tới hiệu quả kinh doanh (ROA và ROE). Khi doanh nghiệp có sự cân bằng tài chính ở mức cao, nghĩa là khi toàn bộ tài sản dài hạn của doanh nghiệp được tài trợ bởi nguồn vốn dài hạn (bao gồm vốn chủ sở hữu và các khoản nợ dài hạn), thì hiệu quả kinh doanh sẽ tăng lên. Bởi lẽ, khi doanh nghiệp đạt được sự cân bằng tài chính, doanh nghiệp sẽ không tốn kém chi phí trong việc tìm kiếm nguồn tài trợ khi mất khả năng thanh toán [2-3, 24].

Ngoài ra, tác động của rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh còn được giải thích thông qua lý thuyết người đại diện. Jensen cho rằng, mẫu thuẫn lợi ích luôn tiềm ẩn giữa các bên có liên quan, đặc biệt là chủ sở hữu (người ủy quyền) và người quản lý (người đại diện). Xung đột lợi ích phát sinh khi mà người quản lý sử dụng dòng tiền để đầu tư quá mức hay bỏ vốn vào các dự án tiềm ẩn nhiều rủi ro. Xung đột này làm gia tăng rủi ro tài chính và làm tăng chi phí đại diện cho doanh nghiệp, chẳng hạn như chi phí giám sát và theo dõi bởi chủ sở hữu, chi phí ràng buộc, hay tổn thất. Để giảm thiểu chi phí đại diện trong trường hợp này, có các cách giải quyết như là sử dụng mô hình thôn tính, sử dụng cơ cấu vốn thích hợp... Trong đó, quản lý rủi ro tài chính có thể được coi là một phương tiện để kiểm soát và tối thiểu hóa các chi phí đại diện, từ đó làm gia tăng hiệu quả kinh doanh. Rủi ro tài chính được giải thích ở đây bao hàm chủ yếu là rủi ro gắn liền với các quyết định tài chính hình thành nên cấu trúc tài sản, cấu trúc nguồn vốn, năng lực thanh toán từ các nguồn lực của doanh nghiệp. Với quan điểm này, chỉ tiêu FR được đề xuất bởi Bathory [18] là chỉ tiêu tốt để đo lường rủi ro tài chính của doanh nghiệp. Đặc biệt, FR là khá phù hợp trong điều kiện thị trường mới nổi, nơi mà hệ thống xếp hạng tín nhiệm chưa phát triển và tính minh bạch của thông tin thị trường, khả năng tiếp cận thông tin và cơ sở hạ tầng thông tin còn yếu kém [11, 13, 20]. Với luận giải này, có thể thấy, nếu doanh nghiệp có rủi ro tài chính thấp, nghĩa là năng lực quản lý rủi ro tài chính tốt (là khi FR càng cao) sẽ giúp đạt được mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận.

3. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

3.1. Mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở lý thuyết người đại diện, lý thuyết cấu trúc vốn và kết quả nghiên cứu thực nghiệm của một số nhà khoa học như [2, 3, 24]..., nhóm tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu sự ảnh hưởng của rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh với 3 biến kiểm soát là quy mô doanh nghiệp (SIZE), tuổi niêm yết (AGE) và tăng trưởng của doanh nghiệp (Growth). Trong đó, một số nghiên cứu thực nghiệm cho rằng, quy mô doanh nghiệp và tăng trưởng có ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh, tuổi niêm yết có ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp [3, 8].

Mô hình 1:

$$ROA_{it} = \beta_1 NWC_{it} + \beta_2 SPR_{it} + \beta_3 FR_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \epsilon_{it}$$

Mô hình 2:

$$ROE_{it} = \beta_1 NWC_{it} + \beta_2 SPR_{it} + \beta_3 FR_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \epsilon_{it}$$

Trong đó, thang đo các biến trong mô hình được trình bày tại bảng 1.

Bảng 1. Đo lường các biến trong mô hình

Biến	Đo lường	Nguồn tham khảo	Dấu giả thuyết	
			MH 1	MH 2
Biến phụ thuộc				
ROA	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$			
ROE	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu bình quân}}$			
Biến độc lập				
NWC	Logarit(Tài sản ngắn hạn – Nợ ngắn hạn)	[2, 3, 24]	+	+
SPR	$\frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$	[2, 3]	-	-
FR	$SZL_{it} + SY_{it} + GL_{it} + YF_{it} + YZ_{it}$	[11, 13, 20]	+	+
Biến kiểm soát				
SIZE	Logarit(tổng tài sản)			
AGE	Năm nghiên cứu – Năm niêm yết			
Growth	$\frac{\text{Doanh thu năm nay} - \text{Doanh thu năm trước}}{\text{Doanh thu năm trước}}$			

(Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả)

Các giả thuyết nghiên cứu bao gồm:

H₁: Khả năng thanh toán ngắn hạn (SPR) ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả kinh doanh.

H₂: Vốn lưu động ròng (NWC) ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh.

H₃: Rủi ro tài chính nói chung ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả kinh doanh, hay FR có ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh.

Giả thuyết về biến kiểm soát trong mô hình:

H_{4.1}: Quy mô doanh nghiệp ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh

H_{4.2}: Tăng trưởng ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh

H_{4.3}: Tuổi niêm yết ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh

3.2. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

Trong quá trình tổng quan tài liệu, tác giả nhận thấy tồn tại vấn đề nội sinh trong mô hình nghiên cứu. Cụ thể, khả

năng thanh toán ngắn hạn có ảnh hưởng tới rủi ro tài chính chung [11-13, 20]. Chính vì vậy, nhóm tác giả sử dụng phương pháp GMM để hồi quy dữ liệu nghiên cứu vì tính ưu việt của mô hình này trong việc giải quyết vấn đề nội sinh, đảm bảo kết quả nghiên cứu là đáng tin cậy.

Ngoài ra, mô hình được sử dụng phân tích có tính tới yếu tố tự hồi quy phân phối trễ, do vậy ROA_{t-1} và ROE_{t-1} được sử dụng với tư cách là biến độc lập. Tuy nhiên, kết quả xử lý dữ liệu thử cho thấy, mặc dù ROA_{t-1} và ROE_{t-1} ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê tới ROA_t và ROE_t , nhưng hệ số hồi quy khá nhỏ (xấp xỉ 0). Do vậy, nhóm tác giả bỏ biến trễ ROA_{t-1} và ROE_{t-1} khỏi mô hình nghiên cứu.

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính và báo cáo thường niên của 769 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian 15 năm (2007 - 2021). Để đảm bảo tính cân bằng của dữ liệu bảng, những doanh nghiệp không đáp ứng yêu cầu do khuyết thiếu thông tin có thể làm ảnh hưởng đến kết quả nghiên cứu nên những doanh nghiệp này bị loại bỏ. Cuối cùng, nhóm tác giả đã lựa chọn mẫu gồm 563 doanh nghiệp niêm yết trong thời gian 10 năm nghiên cứu (2012 - 2021).

Các doanh nghiệp phù hợp với tiêu chí chọn mẫu và được phân nhóm theo các ngành nghề kinh doanh theo tiêu chuẩn ICB cấp 1, và được phân bố theo 08 nhóm ngành như được trình bày tại bảng 2.

Bảng 2. Cơ cấu mẫu nghiên cứu theo ngành

Mã ngành	Tên ngành	Số doanh nghiệp	Tỷ lệ (%)
1	Công nghệ thông tin	34	6,04%
2	Công nghiệp	204	36,23%
3	Dầu khí	4	0,71%
4	Dịch vụ tiêu dùng	73	12,97%
5	Dược phẩm và y tế	22	3,91%
6	Hàng tiêu dùng	116	20,60%
7	Nguyên vật liệu	81	14,39%
8	Tiện ích cộng đồng	29	5,15%
	Tổng số	563	100

(Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả)

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

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. Với biến độc lập FR, khoảng cách rất lớn, từ -0,2569 đến 321,6802, giá trị trung bình của FR là 5,1221, tiếp đến là biến NWC, khoảng cách từ 17,9393 đến 32,4624, giá trị trung bình là 25,3608. Với biến phụ thuộc ROA, giá trị của biến dao động trong khoảng từ -0,6455 đến 0,4792, giá trị trung bình là 0,0641. Với biến phụ thuộc ROE, giá trị của biến dao động trong khoảng từ -3,6740 đến 0,9539, giá trị trung bình là 0,1071. Trong các biến kiểm soát, khoảng cách lớn nhất về giá trị là biến số năm niêm yết (AGE), giá trị trung bình là 11,9244 năm, dao động trong khoảng từ 10 năm đến 22 năm.

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

Variable	Min	Max	Mean	Std. Dev.
ROA	-0,6455	0,4792	0,0662	0,0713
ROE	-3,6740	0,9539	0,1071	0,1781
FR	-0,2569	321,6802	5,1221	10,2265
NWC	17,9393	32,4624	25,3608	1,6144
SPR	0,0480	61,8349	2,2376	2,9420
Size	23,3303	33,2978	27,4298	1,6126
Age	10	22	11,9244	2,7852
SG	-0,9322	127,4579	0,1762	2,7120

(Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả)

4.2. Phân tích hồi quy giữa các biến

Kết quả hồi quy mô hình GMM hai bước (bảng 4) cho thấy:

Chỉ số Hansen test có Prob > chi2 là 0,109 (mô hình 1) và 0,166 (mô hình 2), đều > 0,05, nghĩa là mô hình đã khắc phục được hiện tượng nội sinh.

Kết quả kiểm định Arellano-Bond test với kết quả chỉ số AR(2) = 0,298 (mô hình 1) và 0,176 (mô hình 2), đều > 0,05, nghĩa là mô hình không có hiện tượng tự tương quan.

Kết quả kiểm định đa cộng tuyến cho kết quả: hệ số phóng đại phương sai của các biến đều VIF < 3, các hệ số tương quan cặp đều < 0,7, nghĩa là các biến trong mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến.

Như vậy kết quả hồi quy mô hình 1 và mô hình 2 là hoàn toàn đáng tin cậy.

Bảng 4. Ảnh hưởng của rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh

Biến	Mô hình 1 (ROA)		Mô hình 2 (ROE)	
	Hệ số β	Độ lệch chuẩn	Hệ số β	Độ lệch chuẩn
SPR	-0,0374***	0,0023	-0,0676***	0,0141
NWC	0,0721**	0,0161	0,1142***	0,0348
FR	0,0426***	0,0156	0,1204***	0,0308
SIZE	-0,0357	0,0161	-0,0075	0,0046
Growth	0,0017***	0,0004	0,0928***	0,0188
AGE	-0,005*	0,0004	-0,0009*	0,0007
Hàng số	-0,0585***	0,0367	-0,2270***	0,0683
Số quan sát		5.630		5.630
Số nhóm		563		563
AR(2) test (Prob > chi2)		0,298		0,176
Sargan test (Prob > chi2)		0,068		0,072
Hansen test (Prob > chi2)		0,109		0,166

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

(Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu)

Kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết thị trường chứng khoán Việt Nam như sau:

- Khả năng thanh toán (thông qua chỉ tiêu Khả năng thanh toán ngắn hạn - SPR) ảnh hưởng tiêu cực tới ROA và ROE với hệ số β lần lượt là -0,0374 và -0,0676 (cùng mức ý nghĩa 1%). Điều này cho thấy, khi doanh nghiệp có sự đảm bảo khả năng thanh toán các khoản nợ ngắn hạn từ tài sản ngắn hạn càng cao thì hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp đó càng thấp, bởi tài sản ngắn hạn được coi là khoản mục kém sinh lời như các khoản tiền gửi, đầu tư ngắn hạn... thậm chí còn làm giảm giá trị (tiền mặt, khoản phải thu...) hay tiềm ẩn các loại chi phí như chi phí bảo quản, chi phí dự phòng... (hàng tồn kho). Kết quả này cũng đồng thuận với kết quả nghiên cứu [2, 3].

- Sự cân bằng tài chính (thông qua chỉ tiêu Vốn lưu động ròng - NWC) có ảnh hưởng tích cực tới ROA và ROE với hệ số β lần lượt là +0,0721 (mức ý nghĩa 5%) và +0,1142 (mức ý nghĩa 1%). Điều này cho thấy, khi doanh nghiệp đạt được sự cân bằng về tài chính, là khi tài sản dài hạn của doanh nghiệp phải được tài trợ bởi nguồn vốn dài hạn và ngược lại, doanh nghiệp sẽ không tốn kém chi phí trong việc tìm kiếm nguồn tài trợ khi mất khả năng thanh toán. Kết quả này là phù hợp với lý thuyết cấu trúc vốn cũng như quan điểm của [2, 3, 24].

- Khi xem xét yếu tố đo lường mức độ rủi ro tài chính thông qua chỉ tiêu FR của Bathory [18], có thể thấy hướng tác động của yếu tố này tới ROA và ROE là ảnh hưởng tích cực với hệ số β lần lượt là +0,0426 (mức ý nghĩa 1%) và +0,1204 (mức ý nghĩa 1%). Trong khi đó, theo quan điểm của Bathory [18], FR càng cao thì rủi ro tài chính của doanh nghiệp càng thấp, năng lực quản lý rủi ro tài chính càng tốt. Điều này có nghĩa là, khi doanh nghiệp giới hạn được chỉ tiêu FR, năng lực quản lý rủi ro tài chính của doanh nghiệp tốt, sẽ giúp doanh nghiệp gia tăng ROA và ROE. Kết quả nghiên cứu này là phù hợp với các luận giải của chúng tôi trong phần cơ sở lý thuyết khi vận dụng lý thuyết thông tin bất cân xứng, lý thuyết tín hiệu và lý thuyết đại diện.

- Trong 3 biến đo lường rủi ro tài chính được đưa vào mô hình nghiên cứu, sự cân bằng tài chính (thông qua chỉ tiêu Vốn lưu động ròng - NWC) có ảnh hưởng mạnh nhất đến ROA. Đối với ROE, rủi ro tài chính chung theo quan điểm của Bathory [18] là yếu tố ảnh hưởng mạnh nhất.

Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy, biến kiểm soát tăng trưởng ảnh hưởng tích cực (có ý nghĩa thống kê) tới hiệu quả kinh doanh, biến kiểm soát tuổi niêm yết ảnh hưởng tiêu cực (có ý nghĩa thống kê) tới hiệu quả kinh doanh, các kết quả này phù hợp với nghiên cứu thực nghiệm của [3, 13]. Tuy nhiên, tại thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2012 - 2021, chưa đủ cơ sở để kết luận về ảnh hưởng của quy mô doanh nghiệp tới hiệu quả kinh doanh.

Với các kết quả trên, hầu hết các giả thuyết đều được chấp nhận. Tổng kết ảnh hưởng của các yếu tố đến rủi ro tài chính được trình bày tại bảng 5.

Bảng 5. Tổng hợp kết quả nghiên cứu

Biến độc lập	Giả thuyết nghiên cứu		Kết quả nghiên cứu		Mức độ phù hợp
	ROA	ROE	ROA	ROE	
ROA _{t-1}			+		
ROE _{t-1}				+	
NWC	+	+	+	+	Phù hợp
SPR	-	-	-	-	Phù hợp
FR	+	+	+	+	Phù hợp
SIZE			K	K	Chưa phù hợp
Growth			+	+	Phù hợp
AGE			-	-	Phù hợp

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

(Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả)

5. KẾT LUẬN VÀ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TRONG TƯƠNG LAI

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 563 doanh nghiệp niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội trong giai đoạn 2012 - 2021, nghiên cứu đã cho thấy Hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp thông qua chỉ tiêu ROA và ROE, chịu tác động tích cực của Sự cân bằng tài chính, thông qua chỉ tiêu Vốn lưu động ròng (NWC) và chỉ tiêu FR; chịu ảnh hưởng tiêu cực của Khả năng thanh toán thông qua chỉ tiêu khả năng thanh toán ngắn hạn (SPR).

Các phát hiện từ nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm giúp các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp có cơ sở để đề xuất các giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh. Trong đó nhấn mạnh quản lý rủi ro không tốt làm giảm hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, do đó các doanh nghiệp cần đưa ra chiến lược về khẩu vị rủi ro phù hợp trong việc các hoạt động quản trị tài chính doanh nghiệp. Đồng thời, để nâng cao hiệu quả kinh doanh, việc tạo ra sự cân bằng tài chính, các doanh nghiệp cần thận trọng hơn khi quyết định kỳ hạn nợ trong việc thiết lập cấu trúc tài chính.

Với các kết quả đạt được, nghiên cứu đã góp phần làm phong phú hơn các tài liệu hiện có về rủi ro tài chính và tác động của nó tới hiệu quả kinh doanh. Tuy nhiên, cách tiếp cận của chúng tôi mới chủ yếu tập trung vào nghiên cứu các yếu tố nội tại của doanh nghiệp. Do đó, nghiên cứu trong tương lai cần được mở rộng với việc kiểm tra bổ sung các yếu tố vĩ mô như tăng trưởng kinh tế, tỷ lệ lạm phát hay khủng hoảng kinh tế trong mô hình phân tích.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Holton G. A., 2004. *Defining risk*. Financial Analysts Journal, 60, 19–25.
- [2]. Arif A., Showket A., 2015. *Relationship between financial risk and financial performance: An Insight of Indian Insurance Industry*. International Journal of Science and Research, 4(11), 1424–1433.

- [3]. Fali I., Nyor T., Mustapha L., 2020. *Financial Risk and Financial Performance of listed Insurance Companies in Nigeria*. European Journal of Business and Management, 12(12), 143–153.
- [4]. Oliver B. R., 2001. *Issues in Financial Risk Management in Australia*. PhD Thesis, Australian National University, Canberra, Australia.
- [5]. Harvey J., 2008. *Financial Risk Management*, 47th ed. London: The Chartered Institute of Management Accountants.
- [6]. Steven L., 2003. *Future trends and challenges of financial risk management in the digital economy*. Managerial Finance, 29(5/6), 111–125.
- [7]. Woods M., Dowd K., 2008. *Financial Risk Management for Management Accountants*. Oxford: Elsevier.
- [8]. Kinyua J. K., Gakure R., Gekara M., Orwa G., 2015. *Effect of Risk Management on the Financial Performance of Companies Quoted in the Nairobi Securities Exchange*. International Journal of Business & Law Research, 3, 26–42.
- [9]. Mugozi F., 2016. *An assessment of the application and the corporate failure predictive value of altman's Z score model in Zimbabwe*. Journal on Business Review, 4(4), 64-74.
- [10]. Dandago K.I, Baba B.U., 2014. *The Use of Multi-discriminant Analysis for the Prediction of Corporate Bankruptcy in Malaysian Textile Industry*. Journal of Business and Economics, 5(6), 813-822.
- [11]. Simantinee S., Kumar T. V. V., 2015. *Factors Influencing Financial Risk-A Case Study of NSE NIFTY Companies*. International Journal in Management & Social Science, 3(8), 132-137.
- [12]. Cao D., Zen M., 2005. *An Empirical Analysis of Factors Influencing Financial Risk of Listed Companies in China*. Techno Economics & Management Research, 6, 37-38.
- [13]. 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.
- [14]. Masnoon M., Saeed A., 2014. *Capital Structure Determinants of KSE Listed Automobile Companies*. European Scientific Journal, 10(13), 451–461.
- [15]. Muriithi J. G., 2016. *The Effect of Financial Risk on Financial Performance of Commercial Banks in Kenya*. Master Thesis, University of Nairobi.
- [16]. Khasawneh A. K, Dasouqi A.Q., 2017. *Sales nationality and debt financing impact on firm's performance and risk Evidence from Jordanian companies*. EuroMed Journal of business, 12(1), 103-126.
- [17]. Brigham, Houston, 2009. *Fundamentals of Financial Management* (Eleventh Edition). University of Florida, Thomson South-Western, 415-456.
- [18]. Bathory A., 1984. *Predicting Corporate Collapse: Credit Analysis in the Determination and Forecasting of Insolvent Companies*. London, UK: Financial Times Business Information
- [19]. 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
- [20]. 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.
- [21]. Venkatraman N., Vasudevan R., 1986, *Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches*. Academy of Management Review, 11(4), 801-814.
- [22]. Berger A.N., R. De Young, 1997. *Problem Loans and Cost Efficiency in Commercial Banks*. Journal of Banking and Finance, 21, 849-870.
- [23]. Berger A.N., Di Patti, 2002. *Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry*. Feds Paper.
- [24]. Wangalwa M., Muturi W., 2018. *Effect of Financial Risk on Financial Performance of Large-Scale Supermarkets in Nairobi County, Kenya*. International Journal of Social Science and Technology, 4, 574-591.

AUTHORS INFORMATION

Nguyen Ba Lang¹, Nguyen Thi Nguyet Dzung²

¹School of Languages and Tourism, Hanoi University of Industry

²Faculty of Business Management, Hanoi University of Industry