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

Nguyễn Thị Nguyệt Dung

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

Email: dungntn@hau.edu.vn

Hà Thành Công

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

Email: conght@hau.edu.vn

Mã bài báo: JED - 373

Ngày nhận: 23/8/2021

Ngày nhận bản sửa: 06/12/2021

Ngày duyệt đăng: 14/6/2022

Tóm tắt

Nghiên cứu này nhằm mục tiêu đánh giá ảnh hưởng của cấu trúc tài chính và rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh (ROA và ROE) 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 hai bước dựa trên bộ dữ liệu chéo và số liệu theo chuỗi thời gian được thu thập từ báo cáo tài chính và báo cáo thường niên của 481 doanh nghiệp niêm yết tại Sở giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội giai đoạn 2012-2020. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng cấu trúc tài chính và rủi ro tài chính có ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh. Dựa trên kết quả nghiên cứu, bài báo đã đề xuất một số hàm ý trong việc nâng cao hiệu quả kinh doanh dưới góc độ sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính và rủi ro tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Từ khóa: Rủi ro tài chính, cấu trúc tài chính, doanh nghiệp niêm yết, hiệu quả kinh doanh.

Mã JEL: G32

The impact of financial structure and financial risk on performance of listed companies on Vietnam Stock Exchange

Abstract:

This study aims to evaluate the influence of financial structure and financial risk on performance (measured by ROA and ROE) of listed companies on the Vietnam Stock Exchange. To meet the objective, we conduct quantitative analysis through a two-step GMM model based on cross data and time-series data collected from annual reports of 481 listed companies in the period 2012-2020. The results show that financial structure and financial risk have a positive impact on performance. Based on the findings, some implications are proposed for improving performance from the perspective of the influence of financial structure and financial risk of listed companies on the stock market in Vietnam.

Keywords: Financial risk, financial structure, listed companies, performance.

JEL code: G32.

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh Việt Nam, thị trường chứng khoán còn khá non trẻ với nhiều biến động về kinh tế, môi trường pháp lý và thể chế còn chưa thực sự ổn định. Do vậy, các doanh nghiệp niêm yết thường xuyên phải đối mặt với các cú sốc kinh tế lớn. Bên cạnh đó, hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp này luôn là đối tượng nhận được sự quan tâm từ các nhà nghiên cứu và nhà thực hành chính sách, bởi hiệu quả kinh doanh là cơ sở để doanh nghiệp tích lũy vốn để tái đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh, nâng cao năng lực cạnh

tranh cũng như năng lực ứng phó với các cú sốc ngoại sinh từ thị trường. Do đó, đã có khá nhiều nhà khoa học nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp này, đặc biệt là trong bối cảnh môi trường kinh doanh bị rút ngắn chu kỳ sống hay vòng đời của sản phẩm và doanh nghiệp.

Trong việc nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp, các quyết định về cấu trúc tài chính được coi là quyết định ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1984; Modigliani & Miller, 1958; Mann & Sannial, 2010; Robb & Robinson, 2010; Mohanad & Ali, 2020). Tuy nhiên, các công trình khoa học trên chưa có sự đồng thuận về chiều hướng ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh.

Ngoài quyết định về cấu trúc tài chính, 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. Rủi ro tài chính có thể mang lại khả năng xảy ra những bất ngờ thú vị hoặc bất lợi đối với hiệu quả kinh doanh. Hay, hiệu quả kinh doanh chịu ảnh hưởng bởi rủi ro tài chính mà doanh nghiệp đó đang phải đối mặt (Dandago & Baba, 2014; Bhunia & Mukhuti, 2012; Simantinee & Kumar, 2015). Tuy nhiên, ở Việt Nam hiện nay, mới chỉ có Trung tâm Thông tin Tín dụng của Ngân hàng Nhà nước (CIC) là tổ chức có chức năng đánh giá rủi ro của doanh nghiệp, thu thập, xử lý, lưu trữ và phân tích thông tin tín dụng; chấm điểm, xếp hạng tín dụng, nhưng hầu hết các nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư cá nhân hay các doanh nghiệp phi tài chính khó có thể tiếp cận thông tin đó. Việc thiếu thông tin về rủi ro tài chính của doanh nghiệp khiến các chủ thể trong nền kinh tế dự báo một cách mơ hồ, khó phán đoán về hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Do vậy, các nhà đầu tư, các nhà quản lý doanh nghiệp, và cả các nhà hoạch định chính sách rất cần thông tin về rủi ro tài chính cũng như ảnh hưởng của rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh của đối tượng doanh nghiệp này để đưa ra các quyết định đầu tư và quản lý.

Mặc dù các nghiên cứu về ảnh hưởng của cấu trúc tài chính và rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp đã được rất nhiều các nhà khoa học trên thế giới nghiên cứu và nhận được sự quan tâm chú ý của các nhà hoạch định chính sách. Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu này đều là các nghiên cứu riêng lẻ của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh hay rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh. Hơn nữa, 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 sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính và 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, bài viết này tiếp cận rủi ro tài chính dựa trên đề xuất của Bathory (1984). Ngoài ra, nhóm nghiên cứu sử dụng mô hình GMM (Generalized method of moments) trong phân tích hồi quy dựa trên cân nhắc về nguy cơ về vấn đề nội sinh phân tích và xử lý dữ liệu.

2. Cơ sở lý thuyết và thực tiễn

2.1. 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.

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 (Mohanad & Ali, 2020), 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 (Robb & Robinson, 2010; Miettinen & Virtanen, 2013).

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, trong đó, nợ của doanh nghiệp được chi tiết đến nợ ngắn hạn, nợ dài hạn. Cũng đồng thuận với quan niệm trên, Abdallah (2014) cho rằng cấu trúc tài chính là cơ cấu của toàn bộ các khoản nợ phải trả trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp. 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 tỷ lệ nợ. Đây cũng là chỉ tiêu được sử dụng trong hầu hết các thang đo cấu trúc tài chính (Mohanad & Ali, 2020; Miettinen & Virtanen, 2013; Abdallah, 2014).

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.

2.2. *Rủi ro tài chính*

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 Holton (2004), rủi ro tài chính là sự thay đổi bất ngờ hoặc không thể đoán trước được của lợi nhuận. Theo Arif & Showket (2015), Fali & cộng sự (2020), 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, chẳng hạn như lãi suất, tỷ giá, hay sự phát triển của thị trường tài chính (Steven, 2003). Một số nhà khoa học khác cho rằng rủi ro tài chính là khả năng không thanh toán được các khoản nợ tài chính khi đến hạn (Bhunia & Mukhuti, 2012). 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 (Masnoon & Saeed, 2014). Để đo lường khả năng thanh toán, một số nhà khoa học đã sử dụng chỉ tiêu khả năng thanh toán ngắn hạn (Khurshid, 2013; Arif & Showket, 2015; Khasawneh & Dasouqi, 2017; Fali & cộng sự, 2020). Ở một khía cạnh khác, Brigham & Houston (2009) cho rằng rủi ro tài chính là sự không chắc chắn đối với sự cân bằng tài chính của doanh nghiệp. 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, Brigham & Houston (2009) cho rằng chỉ tiêu đo lường rủi ro tài chính là sự cân bằng tài chính, được thể hiện thông qua chỉ tiêu vốn lưu động.

Theo cách tiếp cận đa chiều hơn, 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 (Bathory, 1984; Sharifi, 2014; Simantinee & Kumar, 2015; Dang & cộng sự, 2020). Để đo lường rủi ro tài chính, các nhà khoa học này đã sử dụng chỉ tiêu rủi ro tài chính (FR) với 5 thành phần, cụ thể như sau:

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

Theo quan điểm của Bathory (1984), thể hiện mức độ rủi ro tài chính và năng lực quản lý rủi ro tài chính của doanh nghiệp, nếu càng cao thì rủi ro tài chính của doanh nghiệp càng thấp, sức mạnh tài chính của doanh nghiệp càng tốt và ngược lại.

Như vậy, trong các chỉ tiêu đo lường mức độ rủi ro tài chính, chỉ tiêu FR của Bathory (1984) được nghiên cứu dựa trên các doanh nghiệp có tính tương đồng với các doanh nghiệp có thị trường mới nổi. Một điểm đáng chú ý nữa, chỉ tiêu FR thể hiện khá đầy đủ rủi ro tài chính của doanh nghiệp theo các khía cạnh của quản trị tài chính, bao gồm rủi ro trong quyết định đầu tư, quyết định tài trợ, và quyết định phân phối thu nhập. Với cách lập luận trên đây, nhóm tác giả sử dụng chỉ tiêu FR của Bathory (1984) để đo lường rủi ro tài chính của các doanh nghiệp.

2.3. *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 (Venkatraman & Vasudevan, 1986), được thể hiện thông qua mối quan hệ giữa doanh thu và chi phí sử dụng các nguồn lực đầu vào (Berger & Di Patti, 2002). 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.

Để đánh giá hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp, các nhà nghiên cứu như Pratomo & Ismail (2006), Awunyo & Badu (2012), Saeed & cộng sự (2013) đã sử dụng các chỉ tiêu sau:

- Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (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) 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.

2.4. Ảnh hưởng của cấu trúc tài chính và rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh

Theo cách tiếp cận của lý thuyết người đại diện và lý thuyết tín hiệu, việc doanh nghiệp sử dụng cấu trúc tài chính với tỷ lệ nợ cao cho phép thị trường diễn giải các thông tin về chiến lược của doanh nghiệp, cũng như hiệu quả kinh doanh của các dự án. Các thông tin này được phản ánh vào giá trị của doanh nghiệp theo hướng tích cực. Bởi lẽ, theo tính kỷ luật của nợ, việc sử dụng nợ buộc doanh nghiệp phải tuân thủ các quy ước nghiêm ngặt từ phía người cho vay, làm giảm bớt sự tùy tiện trong quản lý, hướng các nhà quản lý hoạt động vì lợi ích nói chung hơn là sự tập trung vào các đặc quyền cá nhân, từ đó làm gia tăng hiệu quả kinh doanh. Theo lý thuyết cấu trúc vốn M&M (Modigliani & Miller, 1958), trong thị trường có sự hiện diện của thuế, việc sử dụng nợ sẽ giúp doanh nghiệp được hưởng lợi ích từ lá chắn thuế. Do đó, việc sử dụng nợ cũng tạo ra ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Dựa trên các lập luận trên, có thể thấy khi doanh nghiệp sử dụng mức nợ cao trong cấu trúc tài chính, sẽ mang lại hiệu quả kinh doanh cao. Các nghiên cứu thực nghiệm của Salim & Yadav (2012), Margaritis & Psillaki (2010), Ebiringa (2011) cũng đã ủng hộ quan điểm về ảnh hưởng tích cực của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh.

Ảnh hưởng của rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh còn được giải thích thông qua lý thuyết người đại diện. Jensen & Meckling (1976) 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 (1984) 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 (Bhunja & Mukhuti, 2012; Simantinee & Kumar, 2015; Dang & cộng sự, 2020). Với luận giải này, có thể thấy nếu doanh nghiệp quản lý rủi ro tốt, mức độ rủi ro thấp (là khi FR càng cao) sẽ giúp đạt được mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận.

Mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và rủi ro tài chính trong sự ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh được thể hiện như sau, khi doanh nghiệp sử dụng cấu trúc tài chính với tỷ lệ nợ cao, đặc biệt là nợ 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, rủi ro tài chính tăng cao (Sbeiti, 2010; Masnoon & Saeed, 2014). Việc sử dụng tỷ lệ nợ cao, một mặt làm phát sinh chi phí lãi vay cao. Mặt khác, doanh nghiệp sẽ phải không tốn kém chi phí trong việc tìm kiếm nguồn tài trợ khi mất khả năng thanh toán. Kết quả là ảnh hưởng tới lợi nhuận và từ đó ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Như vậy, có thể thấy rằng ảnh hưởng của cấu trúc tài chính và rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp đã được rất nhiều các nhà khoa học trên thế giới nghiên cứu. Tuy nhiên, các nghiên cứu này đều là các nghiên cứu riêng lẻ của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh hay rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh. Các nghiên cứu về ảnh hưởng đồng thời của cấu trúc tài chính và rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh vẫn còn khá khan hiếm.

3. Mô hình nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở lý thuyết cấu trúc vốn, lý thuyết người đại diện và kết quả nghiên cứu thực nghiệm của một số nhà khoa học như Salim & Yadav (2012), Ebiringa (2011), Arif & Showket (2015), Fali & cộng sự (2020), Sbeiti (2010), Masnoon & Saeed (2014)... , tác giả nghiên cứu này đã xây dựng mô hình nghiên cứu sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính tới rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh; đồng thời, bổ sung biến hiệu quả kinh doanh kỳ trước trong mô hình nghiên cứu.

Mô hình 1:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it-1} + \beta_2 TD_{it} + \beta_3 FR_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \epsilon_{it}$$

Mô hình 2:

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROE_{it-1} + \alpha_2 TD_{it} + \alpha_3 FR_{it} + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 Age_{it} + \alpha_6 Growth_{it} + \epsilon_{it}$$

Trong đó:

Biến phụ thuộc: ROA_{it} và ROE_{it} hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết i ở năm t (từ năm 2012-2020). Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp niêm yết được đo lường thông qua chỉ tiêu định lượng ROA và ROE.

Biến độc lập:

- TD_{it} : cấu trúc tài chính của doanh nghiệp niêm yết i ở năm t (từ năm 2012-2020). Cấu trúc tài chính được đo lường thông qua chỉ tiêu tỷ lệ nợ (TD).

- FR_{it} : Rủi ro tài chính của doanh nghiệp niêm yết i ở năm t (từ năm 2012-2020). Rủi ro tài chính được đo lường thông qua chỉ tiêu FR của Bathory (1984), càng cao thì rủi ro tài chính của doanh nghiệp càng thấp.

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

Trong đó:

$$SZL_{it} = \frac{\text{Lợi nhuận trước thuế} + \text{Khấu hao} + \text{Thuế TNDN}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

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

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

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

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

- Biến trễ ROA_{it-1} và ROE_{it-1} , trong mô hình nghiên cứu, tác động của biến trễ ROA_{it-1} (mô hình 1) và biến trễ ROE_{it-1} (mô hình 2) của hiệu quả kinh doanh từ kỳ liền trước tới kỳ hiện tại là β_1 và $\alpha_1 \in (0,1)$ đại diện cho mức độ quán tính. Khi đó, hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp sẽ hội tụ về giá trị trung bình trong dài hạn, β_1 và α_1 cũng thể hiện tốc độ điều chỉnh của hiệu quả kinh doanh về giá trị cân bằng, nếu giá trị này gần 0 hàm ý rằng sự điều chỉnh càng nhanh.

Biến kiểm soát:

- $Size_{it}$: Quy mô của doanh nghiệp niêm yết i ở năm t (từ năm 2012-2020). Quy mô doanh nghiệp được đo lường thông qua chỉ tiêu tổng tài sản được lấy logarit cơ số tự nhiên. Kỹ thuật này cho phép loại bỏ một phần sự bất cân xứng trong phân phối dữ liệu.

- Age_{it} : tuổi niêm yết của doanh nghiệp niêm yết i ở năm t (từ năm 2012-2020). Chỉ tiêu này được đo lường bằng số năm tính từ năm niêm yết đến năm nghiên cứu (2020) và được lấy logarit cơ số tự nhiên.

- $Growth_{it}$: Tốc độ tăng trưởng doanh nghiệp niêm yết i ở năm t (từ năm 2012-2020), được đo lường bằng tốc độ tăng trưởng của doanh thu năm i (so với năm $i-1$)

β_0 và α_0 là hằng số; β_j và α_j là các hệ số hồi quy tương ứng với biến độc lập và biến kiểm soát trong mô hình; ϵ_{it} là sai số ngẫu nhiên.

Thang đo các biến trong mô hình được trình bày tại Bảng 1.

Các giả thuyết nghiên cứu bao gồm:

Giả thuyết H_1 : Tỷ lệ nợ có ảnh hưởng thuận chiều tới hiệu quả kinh doanh.

Giả thuyết H_2 : Rủi ro tài chính có ảnh hưởng ngược chiều tới hiệu quả kinh doanh (hay FR có ảnh hưởng thuận chiều tới hiệu quả kinh doanh).

3.2. Phương pháp và dữ liệu 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 tại Sở giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội trong thời

Bảng 1: Thang đo các biến của mô hình nghiên cứu

Biến	Mô tả	Đo lường
ROA	Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$
ROE	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu bình quân}}$
TD	Tỷ lệ nợ	$\frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$
FR	Rủi ro tài chính	$SZL_{it} + SY_{it} + GL_{it} + YF_{it} + YZ_{it}$
Size	Quy mô doanh nghiệp	$\text{Logarit}(\text{tổng tài sản})$
Age	Tuổi niêm yết	$\text{Logarit}(\text{Năm nghiên cứu} - \text{Năm niêm yết})$
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.

gian 14 năm (2007-2020), được cung cấp bởi FiinGroup. 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 sẽ bị loại bỏ. Cuối cùng, chúng tôi đã lựa chọn mẫu gồm 481 doanh nghiệp niêm yết trong thời gian 9 năm nghiên cứu (2012-2020), tương ứng với 4329 quan sát.

Để tiến hành phân tích định lượng, bài báo thực hiện phân tích hồi quy xác định các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính theo mô hình S-GMM hai bước, bằng phần mềm thống kê STATA 15.0 cho dữ liệu bảng. Chúng tôi lựa chọn S-GMM bởi vì, theo Blundell & Bond (1998), nếu biến phụ thuộc Y_t có mối quan hệ tương quan cao với biến trễ Y_{t-1} , hoặc Y_{t-n} mà t lại không quá lớn (khoảng thời gian không dài) thì D-GMM vẫn có các sai lệch về kết quả, các biến công cụ được đánh giá là không đủ mạnh làm mô hình có độ tin cậy cao. Và để khắc phục nhược điểm này Blundell & Bond (1998) đã đề xuất 1 hệ hai phương trình (mô hình) bao gồm GMM cơ bản và D-GMM, gọi chung là System GMM (S-GMM). Các kiểm định cần thiết đảm bảo tính hiệu quả của mô hình bao gồm hiện tượng phương sai thay đổi, hiện tượng tự tương quan và hiện tượng nội sinh cũng được kiểm tra và khắc phục trước khi báo cáo kết quả phân tích. Bên cạnh đó, phương pháp S-GMM được sử dụng trong phân tích hồi quy nhằm xác định được các hệ số ước lượng vững, phân phối chuẩn và hiệu quả của mô hình.

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 TD, khoảng cách từ 0,0032 đến 0,9706, giá trị trung bình là 0,4865, nghĩa là trong 481 doanh nghiệp trong 9 năm được nghiên cứu, cấu trúc tài chính thông qua tỷ lệ tài nợ trung bình là 48,65%. Biến độc lập FR, khoảng cách rất lớn, từ -0,2569 đến 317,6897, giá trị trung bình là 5,0113. Với biến phụ thuộc ROA, giá trị của biến dao động trong khoảng từ -0,6455 đến 0,4792, giá trị trung bình là 0,0639. Với biến phụ thuộc ROE, giá trị của biến dao động trong khoảng từ -3,6740 đến 0,9539, giá trị trung bình là 0,1038. Trong các biến kiểm soát, khoảng cách lớn nhất về giá trị là biến số năm niêm yết (Age), giá trị trung bình là 11,0431 năm, dao động trong khoảng từ 9 năm đến 21 năm.

4.2. Phân tích hồi quy giữa các biến

Kết quả hồi quy một bước đối với biến trễ của 2 mô hình cho thấy chỉ số Sargan test có $Pro > \chi^2$ lần lượt là 0,048 (mô hình 1) và 0,015 (mô hình 2), đều $< 0,05$, tức là mô hình vẫn còn hiện tượng nội sinh. Để khắc phục vấn đề này, nhóm tác giả tiến hành hồi quy GMM trễ bậc 2. Kết quả hồi quy mô hình GMM hai bước (Bảng 3) cho thấy chỉ số Hansen test có $Prob > \chi^2$ là 0,398 (mô hình 1), và 0,177 (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 $AR(2) = 0,263$ (mô hình 1), và 0,210 (mô hình 2), đều $> 0,05$, nghĩa là mô hình không có hiện tượng tự tương quan. Đồng thời, 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 $< 0,8$, 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 do đã khắc phục

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Variable	Min	Max	Mean	Std. Dev.
ROA	-0,6455	0,4792	0,0639	0,0711
ROE	-3,6740	0,9539	0,1038	0,1769
TD	0,0032	0,9706	0,4865	0,2140
FR	-0,2569	317,6897	5,0113	10,2262
Size	23,3303	33,2978	27,1098	1,5259
Age	9	21	11,0431	2,5265
SG	-0,9322	127,4579	0,1762	2,5271

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả.

được các kiểm khuyết của mô hình. Các kết quả ước lượng được trình bày tại Bảng 3.

Kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc tài chính, rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Sở giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội như sau:

Bảng 3: Ảnh hưởng của cấu trúc tài chính và 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
ROA _{t-1}	0,0126**	0,0224		
ROE _{t-1}			0,0178*	0,0021
TD	0,6089***	0,1282	0,4811***	0,1093
FR	0,1271**	0,0297	0,1424*	0,0217
Size	-0,0412**	0,0111	-0,0513***	0,0219
Growth	-0,0123*	0,0202	-0,0244	0,0076
Age	-0,0134*	0,0312	-0,0128**	0,0033
Hằng số	-0,7387	0,0388	0,0677	0,0229
Số quan sát		4.329		4.329
Số nhóm		481		481
AR(2) test (Prob > z)		0,263		0,210
Sargan test (Prob > chi2)		0,048		0,015
Hansen test (Prob > chi2)		0,398		0,177

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

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu.

- Ảnh hưởng thuận chiều của biến trễ tới hiệu quả kinh doanh là khá nhỏ, hệ số tương quan tương ứng là 0,0126 với mức ý nghĩa 5% (mô hình 1) và 0,0178 với mức ý nghĩa 10% (mô hình 2). Kết quả này cho thấy hiệu quả kinh doanh kỳ trước có ảnh hưởng tới hiệu quả kinh doanh kỳ này, tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng là không lớn. Ngoài ra, kết quả này còn hàm ý rằng tốc độ điều chỉnh hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong 9 năm nghiên cứu là khá cao, khiến ảnh hưởng riêng phần của hiệu quả kinh doanh kỳ trước tới kỳ này khá nhỏ.

- Cấu trúc tài chính (thông qua chỉ tiêu tỷ lệ nợ - TD) có ảnh hưởng thuận chiều tới ROA và ROE với hệ số β lần lượt là 0,6089 và 0,4811 (cùng với mức ý nghĩa 1%). Kết quả này ủng hộ quan điểm về ảnh hưởng tích cực của cấu trúc tài chính tới hiệu quả kinh doanh theo lý thuyết người đại diện. Đó là, khi doanh nghiệp sử dụng nợ với tỷ lệ cao, doanh nghiệp buộc phải tuân thủ các ràng buộc và các quy định nghiêm ngặt từ các chủ nợ, khiến các nhà quản lý tập trung cho lợi ích chung của doanh nghiệp, và kết quả là làm gia tăng hiệu quả kinh doanh. Đồng thời, việc sử dụng nợ để tài trợ cho các hoạt động sẽ giúp doanh nghiệp tiết kiệm được thuế thu nhập doanh nghiệp, làm gia tăng lợi nhuận sau thuế, và từ đó gia tăng hiệu quả kinh doanh. Như vậy, kết quả nghiên cứu tại 481 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam đã ủng hộ lý thuyết cấu trúc vốn của Modigliani & Miller (1958). Đồng thời, kết quả nghiên cứu đã cho thấy sự đồng thuận với kết quả nghiên cứu của các nhà khoa học như Salim & Yadav (2012), Margaritis & Psillaki (2010), Ebiringa (2011)... khi nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính với hiệu quả kinh doanh.

- Khi xem xét yếu tố đo lường mức độ rủi ro tài chính thông qua chỉ tiêu FR của Bathory (1984), có thể thấy hướng tác động của yếu tố này tới ROA và ROE là tác động thuận chiều với hệ số β lần lượt là +0,1271

(mức ý nghĩa 5%) và +0,1424 (mức ý nghĩa 10%). Theo quan điểm của Bathory (1984), 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 gia tăng chỉ tiêu FR, năng lực quản lý rủi ro tài chính của doanh nghiệp tốt, sẽ giúp doanh nghiệp gia tăng ROA. 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 người đại diện.

Với các kết quả trên, giả thuyết H_1 và H_2 đều được chấp nhận. Tổng kết ảnh hưởng của cấu trúc tài chính và rủi ro tài chính tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam được trình bày tại Bảng 4.

Bảng 4: 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}				+	
TD	+	+	+	+	Phù hợp
FR	+	+	+	+	Phù hợp một phần
Size			-	-	
Growth			-	K	
Age			-	-	

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 481 doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2012-2020, nghiên cứu đã cho thấy cấu trúc tài chính có ảnh hưởng tích cực tới hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp. Rủi ro tài chính có mối quan hệ ngược chiều với hiệu quả kinh doanh, hay nói cách khác, chỉ tiêu FR có mối quan hệ thuận chiều với ROA và ROE.

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 cấu trúc tài chính nghiêng về vốn chủ sở hữu và 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 cấu trúc tài chính và khẩu vị rủi ro phù hợp trong việc các hoạt động quản trị tài chính doanh nghiệp.

Với các kết quả đạt được, nghiên cứu đã góp phần làm phong phú hơn các tài liệu hiện có về cấu trúc tài chính, rủi ro tài chính và ảnh hưởng 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:

- 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.
- 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.
- Awunyo, D. & Badu, J. (2012), 'Capital structure and performance of listed banks in Ghana', *Global Journal of Human Social Science*, 12(5), 3-7.
- Bathory, A. (1984), *Predicting Corporate Collapse: Credit Analysis in the Determination and Forecasting of Insolvent Companies*, London, UK: Financial Times Business Information.
- Berger, A.N. & Di Patti, E.B. (2002), 'Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry', *Finance and Economics Discussion Series 2002-54*, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

-
- 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.
- Blundell, R.W. & Bond, S.R. (1998), 'Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models', *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- Brigham, E.F. & Houston, J.F. (2009), *Fundamentals of Financial Management*, 11th Edition, University of Florida, Thomson South-Western, 415-456.
- 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), 13-822.
- 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), 11-18.
- Ebiringa, T.O. (2011), 'Entrepreneurship venturing and Nigeria's economic development: The manufacturing sector in focus', *International Journal of Business Management & Economic Research*, 2(6), 376-381.
- 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.
- Holton, G.A. (2004), 'Defining risk', *Financial Analysts Journal*, 60, 19-25.
- Jensen, M.C. & Mecking, W.H. (1976), 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- 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.
- Khurshid, M.R. (2013), 'Determinants of financial distress evidence from KSE 100 index', *Research Journal of the Institute of Business administration Karachi*, 8(1), 7-19.
- Mann, C. & Sannial, P. (2010), 'The financial structure of startup firms: The role of assets, information, and entrepreneur characteristics', *SSRN Electronic Journal*, DOI: 10.2139/ssrn.1768099
- Margaritis, D. & Psillaki, M. (2010), 'Capital structure, equity ownership and firm performance', *Journal of Banking & Finance*, 34, 621-632.
- Masnoon, M. & Saeed, A. (2014), 'Capital structure determinants of KSE listed automobile companies', *European Scientific Journal*, 10(13), 451-461.
- Miettinen, M. & Virtanen, M. (2013), 'Capital structure of start-ups: Evidence on non-accounting characteristic', *Journal of Accounting and Auditing*, 9(7), 889-907.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958), 'The cost of capital, coporation finance and the theory of investment', *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- 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.
- Myers, S.C. (1984), 'The capital structure puzzle', *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Pratomo, W.A. & Ismail, A.G. (2006), 'Islamic bank performance and capital structure', *MPRA Paper No. 6012*, MPRA.
- Robb, A.M. & Robinson, D.T. (2010), 'The capital structure decisions of startup firms', *Review of Financial Studies*, 27(1), 153-179.
- Saeed, M., Gull, A. & Rasheed, M. (2013), 'Impact of capital structure on banking performance: A case study of Pakistan', *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 4(10), 5-10.
- Salim, M. & Yadav, R. (2012), 'Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies', *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 156-166.
- Sbeiti, W. (2010), 'The determinants of capital structure: Evidence from the GCC countries', *International Research Journal of Finance and Economics*, 47, 56-82.
- Sharifi, O. (2014), 'Financial risk management for small and medium sized enterprises', *International Journal of Information, Business and Management*, 6(2), 82-89.
- 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.
- Steven, L. (2003), 'Future trends and challenges of financial risk management in the digital economy', *Managerial Finance*, 29(5/6), 111-125.
- Venkatraman, N. & Vasudevan, R. (1986), 'Measurement of business performance in strategy research: A comparison of approaches', *Academy of Management Review*, 11(4), 801-814.