

QUẢN TRỊ RỦI RO TÀI CHÍNH TẠI CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH XÂY DỰNG NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

HOÀNG THỊ HỒNG LÊ, ĐỖ THỊ HUYỀN, PHAN THÙY DƯƠNG

Bài viết này nghiên cứu sự ảnh hưởng của các yếu tố như: cơ cấu nợ, khả năng thanh toán, khả năng sinh lời, khả năng hoạt động, cơ cấu nguồn vốn đến quản trị rủi ro tài chính của các doanh nghiệp ngành Xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Thông qua phân tích dữ liệu thu thập được từ 133 doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2009-2019 tác giả nhận thấy, những doanh nghiệp có khả năng sinh lời, khả năng thanh toán, hiệu suất hoạt động, hệ số tự tài trợ cao, tỷ lệ đầu tư tài sản cố định tăng lên, thì sẽ ít đối diện với nguy cơ rủi ro tài chính.

Từ khóa: Rủi ro tài chính, doanh nghiệp xây dựng, niêm yết

FINANCIAL RISK MANAGEMENT AT CONSTRUCTION COMPANIES LISTED ON VIETNAM'S STOCK MARKET

Hoang Thi Hong Le, Do Thi Huyen, Phan Thuy Duong

This article studies the influence of factors such as debt structure, solvency, profitability, operating ability, capital structure on financial risk management of construction enterprises listed on the Vietnam stock market. Through analyzing data collected from 133 construction companies listed on the Vietnamese stock market in the period 2009-2019, the author found that enterprises those have high profitability, solvency, and operating efficiency, high self-financing ratio, and increased fixed asset investment ratio, shall be less exposed to financial risk.

Keywords: Financial risk, construction enterprises, listing

Ngày nhận bài: 11/11/2021

Ngày hoàn thiện biên tập: 18/11/2021

Ngày duyệt đăng: 25/11/2021

Đặt vấn đề

Rủi ro tài chính (RRTC) được hiểu là những rủi ro phát sinh do sự biến động của môi trường bên ngoài và những rủi ro phát sinh từ việc lựa chọn và thực hiện các quyết định tài chính trong doanh nghiệp.

RRTC là loại rủi ro bắt nguồn từ tỷ trọng nợ vay trong cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp (DN) và những biến cố thay đổi về giá cả, lãi suất và tỷ giá hối đoái. Nghĩa là khi DN sử dụng vốn vay quá nhiều trong cơ cấu nguồn vốn hay thay đổi giá cả, tỷ giá hối đoái, lãi suất sẽ làm cho tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu thay đổi lớn hơn khi có sự thay đổi của lợi nhuận trước lãi vay và thuế. Các loại RRTC gồm: Rủi ro tỷ giá, rủi ro lãi suất, rủi ro biến động giá, rủi ro tín dụng thương mại, rủi ro đòn bẩy tài chính, rủi ro thanh khoản. RRTC nếu không được quản lý tốt, sẽ có tác động tiêu cực đến sự phát triển của DN.

Các nghiên cứu về RRTC trong và ngoài nước thời gian qua chủ yếu tập trung vào các vấn đề sau:

(i) Nhận diện và đánh giá RRTC: Nghiên cứu của MacKay và Phillips (2005), Vijitha Gunarathna (2016), Defang và Murong (2005), Fang (2016), Brigham và Houston (2009), Li Zhe và cộng sự (2012), Vũ Thị Hậu (2013), Nguyễn Ngọc Trà Vy và Nguyễn Văn Công (2013), Trịnh Thị Phan Lan (2016).

(ii) Đo lường RRTC: Nghiên cứu của Altman (1968), Fulmer, H (1984), Alexander Bathory (1984), Ohlson (1970), Nguyễn Thị Nga (2018).

(iii) Kiểm soát RRTC: Nghiên cứu của Beasley và cộng sự (2006), Kleffner và cộng sự (2003), Hoyt và cộng sự (2011), Henschel (2008), Nguyễn Minh Kiều (2014).

Hoạt động sản xuất và sản phẩm của DN xây

BẢNG 1: MÔ HÌNH LOGIT

$$y = -1,32 - 0,407SIZE - 6,03TL/TA - 1,43WC/TA + 0,076.CL/CA - 1,72OENEG - 2,73NI/TA - 1,83FU/TL - 0,285INTVO - 0,521CHIN \quad (2.1)$$

Trong đó:

$$SIZE = \log(TA/GNP \text{ chỉ số giá}) \quad (2.2)$$

$$TL/TA = \text{Tổng nợ/Tổng tài sản} \quad (2.3)$$

$$WC/TA = \text{Vốn hoạt động thuần/Tổng tài sản} \quad (2.4)$$

$$CL/CA = \text{Nợ ngắn hạn/Tài sản ngắn hạn} \quad (2.5)$$

$$OENEG = 0 \text{ nếu } TL < TA; OENEG = 1 \text{ nếu } TL > TA \quad (2.6)$$

$$NI/TA = \text{Thu nhập ròng/Tổng tài sản} \quad (2.7)$$

$$FU/TL = \text{Nguồn vốn do các hoạt động cung cấp/Tổng tài sản} \quad (2.8)$$

$$INTVO = 0 \text{ nếu } NI > 0 \quad (2.9)$$

$$INTVO = 1 \text{ nếu } NI < 0 \text{ trong vòng 2 năm qua} \quad (2.9)$$

$$CHIN = (NIt - NIt-1) / (NIt + NIt-1) \quad (2.10)$$

Nguồn: Tác giả tổng hợp

BẢNG 2: MÔ HÌNH Z, Z', Z''

$$Z = 1,2X1 + 1,4X2 + 3,3X3 + 0,6X4 + 0,999X5 \quad (2.11)$$

$$Z' = 0,717X1 + 0,847X2 + 3,107X3 + 0,420X4 + 0,998X5 \quad (2.12)$$

$$Z'' = 6,56X1 + 3,26X2 + 6,72X3 + 1,05X4 \quad (2.13)$$

Trong đó:

$$X1 = \text{Vốn hoạt động thuần/Tổng tài sản} \quad (2.14)$$

$$X2 = \text{Lợi nhuận để lại/Tổng tài sản} \quad (2.15)$$

$$X3 = \text{Lợi nhuận trước thuế và lãi vay/Tổng tài sản} \quad (2.16)$$

$$X4 (Z) = \text{Giá thị trường của vốn cổ phần/Tổng nợ} \quad (2.17)$$

$$X4 (Z') = \text{VCSH/Tổng nợ} \quad (2.17)$$

$$X5 = \text{Doanh thu/Tổng tài sản} \quad (2.18)$$

$$(X5 \text{ không được xét đến trong mô hình } Z'') \quad (2.19)$$

Nguồn: Tác giả tổng hợp

dụng (DNXD) có các đặc điểm khá khác biệt so với các ngành sản xuất sản phẩm thông thường khác như: Hoạt động sản xuất diễn ra trên địa bàn rộng, ở nhiều địa phương khác nhau; đối tượng xây lắp thường có khối lượng lớn, giá trị lớn, thời gian thi công tương đối dài; sản phẩm xây lắp mang tính chất đơn chiếc, riêng lẻ, tính cá biệt cao; sản xuất xây lắp thường diễn ra ngoài trời, chịu tác động trực tiếp của các yếu tố môi trường. Chính vì những đặc thù này, DNXD có nhu cầu về vốn và chịu tác động rất lớn từ các biến động trong nền kinh tế như: chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ, lãi suất, tỷ giá, sự chuyển dịch của dòng tiền. Các DNXD phải có nguồn vốn đủ lớn, huy động từ nhiều nguồn khác nhau để đáp ứng nhu cầu về vốn cho các dự án đang triển khai và chuẩn bị cho các dự án gối đầu khác. Vì vậy, RRTC vẫn luôn hiện hữu trong mọi quyết định đầu tư tài chính hay giao dịch kinh doanh của DNXD. Tùy theo mức độ, rủi

ro có thể gây ra những thiệt hại về tài chính, có thể đẩy DN vào tình trạng thua lỗ, thậm chí phá sản. Do đó, DNXD phải luôn quan tâm đến quản trị RRTC. Thực hiện tốt điều này sẽ giúp DN giảm thiểu những thiệt hại mà RRTC có thể gây ra.

Bài viết nhận diện những RRTC mà các DN ngành Xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (giai đoạn 2009-2019) có thể gặp phải trong hoạt động sản xuất, kinh doanh. Kết quả nghiên cứu sẽ hữu ích đối với nhà quản trị DN và các nhà hoạch định chính sách trong công tác quản trị tài chính DN.

Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

Tổng quan về rủi ro tài chính

Các nghiên cứu về RRTC bắt đầu được quan tâm nghiên cứu từ rất sớm, đặc biệt là các mô hình đánh giá RRTC, có thể kể đến như mô hình Logit, mô hình Z, mô hình H và mô hình Frit, cụ thể:

Mô hình Logit (Bảng 1): Tác giả Ohlson được cho là người đầu tiên phát triển một mô hình sử dụng phương pháp hồi quy đa luồng (Logit Regression) để xây dựng mô

hình đánh giá RRTC.

Ohlson đã thực hiện nghiên cứu về RRTC trong giai đoạn 1970-1976, với mẫu nghiên cứu gồm 2.163 công ty, trong đó 105 công ty phá sản và 2.058 công ty không phá sản. Nghiên cứu đạt kết quả có độ chính xác của mô hình là 96,12% trong vòng một năm, 95,55% trong vòng hai năm và 92,84% trong vòng ba năm. Bốn chỉ tiêu có ý nghĩa thống kê khi xem xét quan hệ với khả năng phá sản trong vòng một năm gồm: Thu nhập ròng/tổng tài sản, quy mô, cấu trúc tài chính (tổng nợ/tổng tài sản) và nguồn vốn do các hoạt động/tổng tài sản.

Mô hình Logit của Ohlson đã được nhiều nghiên cứu vận dụng sau này như: Hu Meihui (2012) áp dụng mô hình Logit để nghiên cứu RRTC của các DN ở miền Trung Đài Loan. Kết quả nghiên cứu cho thấy một số vấn đề tác động tới RRTC của DN: Kiến

BẢNG 3: MÔ HÌNH H

$$H = 5,528X1 + 0,212X2 + 0,073X3 + 1,270X4 - 0,120X5 + 2,335X6 + 0,575X7 + 1,083X8 + 0,894X9 - 6,075 \quad (2.1)$$

Trong đó:

X1 = Thu nhập giữ lại bình quân/Tổng tài sản bình quân	(RE/TA)	(2.2)
X2 = Doanh thu/Tổng Tài sản bình quân	(S/TA)	(2.3)
X3 = Lợi nhuận trước thuế và lãi vay/Tổng vốn cổ phần *	(EBIT/OC)	(2.4)
X4 = Dòng tiền từ hoạt động/Tổng nợ bình quân **	(CF/TL)	(2.5)
X5 = Tổng nợ bình quân/Tổng vốn cổ phần *	(TL/OC)	(2.6)
X6 = Tổng nợ phải trả/Tổng tài sản bình quân	(CL/TA)	(2.7)
X7 = log(Tài sản hữu hình bình quân)	(ln(TA))	(2.8)
X8 = Vốn hoạt động thuần bình quân/Tổng nợ bình quân **	(WC/TL)	(2.9)
X9 = ln(EBIT)/I = log (EBIT)/Chi phí lãi vay***	(ln(EBIT)/I)	(2.10)

Nguồn: Tác giả tổng hợp

BẢNG 4: MÔ HÌNH FRIT

$$FRit = SZLit + SYit + GLit + YFit + YZit \quad (2.11)$$

Trong đó:	
FRit: Giá trị đo lường RRTC của chỉ số (Biến phụ thuộc)	
SZLit = (Lợi nhuận trước thuế + Khấu hao + Thuế thu nhập hoãn lại)/Nợ ngắn hạn	(2.25)
= (Profit before tax + Depreciation + Deferred tax)/Current liabilities	(2.12)
SYit = Lợi nhuận trước thuế/Vốn kinh doanh bình quân	
= Pre-tax profit/Operating capital	
GLit = Vốn chủ sở hữu/Nợ ngắn hạn	(2.13)
= Shareholders' interests/Current liabilities	
YFit = Tài sản hữu hình thuần/Tổng nợ phải trả	(2.14)
= Net tangible assets/Total liabilities	
YZit = Vốn hoạt động thuần/Tổng tài sản	(2.15)
= Working capital/Total assets	

Nguồn: Tác giả tổng hợp

thức chuyên môn của nhà quản trị, môi trường kinh doanh thay đổi gây ra quản lý yếu kém khiến RRTC gia tăng; môi trường tài chính lành mạnh giúp giảm thiểu RRTC, hệ thống giám sát có tác động ngược chiều với RRTC.

Nguyễn Thị Nga (2018) áp dụng mô hình Logit trong phân tích rủi ro phá sản tại 45 công ty bất động sản trong giai đoạn 2008-2015 niêm yết trên HNX và HOSE. Tác giả nghiên cứu 14 nhân tố ảnh hưởng tới rủi ro phá sản và được chia thành 5 nhóm nhân tố: Khả năng thanh toán, khả năng sinh lợi, đòn bẩy tài chính, sự vững chắc của công ty và năng lực hoạt động. Kết quả nghiên cứu cho thấy, khả năng thanh toán và khả năng sinh lợi của tổng tài sản có mối quan hệ ngược chiều với rủi ro phá sản; đòn bẩy tài chính có mối quan hệ cùng chiều với rủi ro phá sản.

Mô hình Z, Z', Z'' (Bảng 2): Mô hình Z được xây dựng bởi Altman (1968) nhằm đánh giá RRTC của các DN nhà nước. Mô hình RRTC của Altman bị ảnh hưởng bởi 4 nhóm nhân tố sau:

(i) Nhân tố phản ánh rủi ro thanh toán: Khả năng thanh toán càng tăng, rủi ro phá sản của DN càng giảm và ngược lại.

(ii) Nhân tố phản ánh rủi ro về khả năng sinh lợi: Khả năng sinh lợi càng tăng, rủi ro phá sản càng giảm và ngược lại. Khả năng sinh lợi trong mô hình của Altman được xác định bằng 2 chỉ tiêu sau: X2 phản ánh hệ số giữa lợi nhuận để lại so với tổng tài sản và X3 phản ánh hệ số giữa lợi nhuận trước thuế và lãi vay với tổng tài sản.

(iii) Nhân tố phản ánh rủi ro về đòn bẩy tài chính: Rủi ro về đòn bẩy tài chính có giá trị càng cao thì rủi ro phá sản của DN càng giảm và ngược lại.

(iv) Nhân tố phản ánh rủi ro về hiệu năng hoạt động: Để đại diện cho rủi ro về hiệu năng hoạt động Altman đã sử dụng chỉ tiêu số vòng quay của tổng tài sản.

Sau này, Altman phát triển mô hình Z thành Z' (1983) và Z'' (1993) áp dụng cho các DN tư nhân.

Tại Việt Nam, có nhiều nghiên cứu ứng dụng mô hình Z, cụ thể như: Nguyễn Ngọc Trà Vy và Nguyễn Văn Công (2013) áp dụng mô hình Z đã điều chỉnh của Altman để phân tích rủi ro phá sản của các công ty kinh doanh dược phẩm đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Vũ Thị Hậu (2013), áp dụng mô hình Z trong nghiên cứu RRTC và rủi ro phá sản tại các DN công nghiệp Việt Nam. Trịnh Thị Phan Lan (2016), áp dụng mô hình Z'' trong việc đánh giá rủi ro phá sản của các DN Việt Nam từ năm 2010 đến hết năm 2014, trong đó nghiên cứu đã đánh giá các nhóm ngành: Bất động sản, xây dựng, vận tải, nông lâm thủy sản.

Mô hình H (Bảng 3): Mô hình H được phát triển bởi Fulmer H (1984), tác giả sử dụng để đánh giá 40 tỷ lệ tài chính áp dụng cho mẫu gồm 60 công ty, trong đó 30 công ty thất bại và 30 công ty thành công. Trong mô hình của Fulmer có 9 nhân tố ảnh hưởng và được chia thành 5 nhóm yếu tố: (i) Phản ánh khả năng sinh lợi; (ii) Phản ánh hiệu năng hoạt động; (iii) Phản ánh khả năng thanh toán; (iv) Phản ánh cơ cấu nguồn; (v) Phản ánh quy mô tài sản của DN.

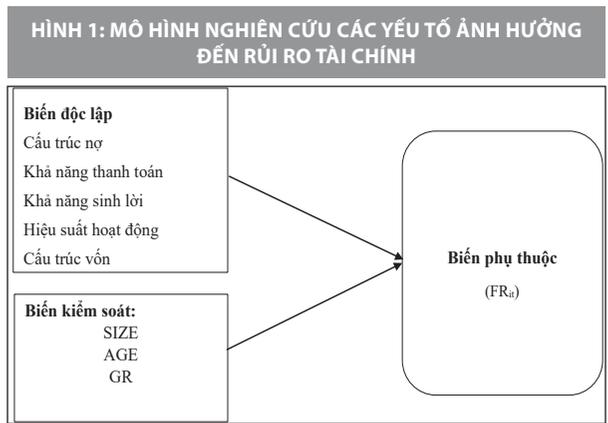


Mô hình H chủ yếu được áp dụng ở các nước châu Âu. Tại Việt Nam mô hình H chưa được áp dụng phổ biến.

Mô hình FRit (Bảng 4): Alexander Bathory (1984) đã đưa ra mô hình để đo lường RRTC của các DN vào năm 1984 với các thang đo thuộc 5 nhóm chỉ tiêu tài chính như: Cấu trúc nguồn vốn, khả năng sinh lợi, tỷ trọng đầu tư vào tài sản... và 5 chỉ số tài chính để nhận diện RRTC.

Mô hình của Bathory cho rằng, giá trị của FRit càng cao thể hiện tình hình tài chính của công ty càng tốt và RRTC càng thấp. Phương pháp phân tích hồi quy tuyến tính đa chiều cũng được áp dụng để nghiên cứu mối quan hệ giữa RRTC và các nhân tố ảnh hưởng đến RRTC như: Hiệu năng hoạt động, sức sinh lợi, khả năng thanh toán, cơ cấu vốn, cơ cấu nợ.

Mô hình phân tích RRTC của Alexander Bathory được áp dụng tại Trung Quốc với nghiên cứu của Gang và Dan (2012); tại Ấn Độ với nghiên cứu của Bhunia và Mukhuti (2012). Kết quả 2 nghiên cứu trên đều chỉ ra rằng, RRTC có mối quan hệ tương quan tiêu cực với khả năng thanh toán ngắn hạn, khả năng sinh lợi của doanh thu thuần, hệ số tài sản cố định. RRTC không có mối quan hệ tương quan tuyến tính rõ ràng với cơ cấu nợ, với khả năng quản lý tại các DN vừa và nhỏ. Tại Việt Nam, nghiên cứu của Vũ Thị Hậu (2017) chỉ ra rằng, RRTC có mối quan hệ tiêu cực với khả năng thanh toán và cơ cấu vốn. RRTC không có mối quan hệ với cơ cấu nợ, hiệu năng hoạt động và khả năng sinh lợi tại các công ty niêm yết ngành Bất động sản.



Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp trên cơ sở tổng quan nghiên cứu

Giả thuyết nghiên cứu

Trên cơ sở lý thuyết và thực nghiệm về RRTC, nhóm tác giả đưa ra 5 giả thuyết nghiên cứu về các yếu tố tác động, này sinh RRTC mà các DNXD niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam thường gặp trong quá trình hoạt động sản xuất, kinh doanh như sau:

Giả thuyết H1: Cơ cấu nợ của các DNXD niêm yết có tương quan thuận với RRTC. Cơ cấu nợ trong nghiên cứu này được xác định bằng hệ số nợ ngắn hạn so với tổng nợ phải trả. Việc huy động các khoản nợ ngắn hạn có chi phí thấp hơn và khả năng được huy động nhiều hơn nợ dài hạn. Khi hệ số nợ tăng RRTC của các DNXD sẽ tăng và ngược lại. (Gang và Dan (2012), Bhunia và cộng sự (2012), Fu và cộng sự (2012), Gunarathna (2016), Vũ Thị Hậu (2013)).

Giả thuyết H2: Khả năng thanh toán của các DNXD niêm yết có tương quan nghịch với RRTC. Khả năng thanh toán được hiểu là khả năng trang trải các khoản nợ đến hạn bất cứ lúc nào (nợ gốc và lãi vay). Tình hình tài chính của DN tốt, khả năng thanh toán cao sẽ đáp ứng được các khoản nợ đến hạn và RRTC sẽ thấp (Gang và Dan (2012), Bhunia và cộng sự (2012), Fu và cộng sự (2012), Nguyễn Văn Công và cộng sự (2017)).

Giả thuyết H3: Khả năng sinh lời của DNXD niêm yết có tương quan nghịch với RRTC. Khả năng sinh lời phản ánh khả năng tạo ra lợi nhuận của một đơn vị chi phí hoặc yếu tố đầu vào hoặc kết quả đầu ra phản ánh kết quả kinh doanh. Khi hoạt động kinh doanh của các DN thuận lợi, tạo điều kiện tăng lợi nhuận thì khả năng sinh lời của DN cũng tăng, kéo theo sự

BẢNG 5: MÔ TẢ CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH		
Tên biến	Ký hiệu biến	Mô tả
RRTC	FRit	Mô hình Alexander Bathory
Cấu trúc nợ	DS	Hệ số nợ ngắn hạn trên tổng nợ phải trả
Khả năng thanh toán	IGS	Hệ số khả năng thanh toán tổng quát
Khả năng sinh lợi	ROS	Hệ số sinh lời của doanh thu
	ROA	Hệ số sinh lời của tổng tài sản
Hiệu suất hoạt động	IT	Vòng quay hàng tồn kho
	FAT	Vòng quay tài sản cố định
	TAT	Vòng quay tổng tài sản
	RT	Vòng quay các khoản phải thu
Cấu trúc vốn	ES	Hệ số tự tài trợ
	FAS	Hệ số vốn cố định
Biến kiểm soát	AGE	Độ tuổi của DN
	SIZE	Quy mô của DN
	GR	Tốc độ tăng trưởng doanh thu

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp trên cơ sở tổng quan nghiên cứu

BẢNG 6: KẾT QUẢ HỒI QUY

Biến	VIF	Biến phụ thuộc FR			
		POLS	FEM	REM	FGLS
DS	1.00	0.000004	-0.00001	-0.00001	-0.000003
QR	2.14	2.310***	2.115***	2.219***	1.061***
ROS	1.08	0.0975	0.0724	0.0904	0.164
ROA	1.64	6.534***	2.991***	4.079***	2.938***
IT	1.44	0.0343***	-0.0117***	-0.00243	-0.0100***
FAT	1.18	0.0019	0.0026**	0.00258***	0.0006
TAT	1.52	-1.123***	-0.224	-0.502***	-0.149***
RT	1.52	0.0902***	0.0305**	0.0514***	0.0525***
ES	2.42	6.551***	7.843***	7.859***	6.546***
FAS	1.39	3.821***	2.819***	3.446***	0.938***
AGE	1.02	-0.0076	-0.0067	-0.0102	-0.0023
SIZE	1.34	-0.131**	-0.102	-0.0485	-0.0186
GR	1.04	-0.0422	-0.0184	0.00184	-0.0360
Cons		3.007*	2.003	0.421	0.877
N		1247	1247	1247	1247
Significance		F (13, 1233) = 167.90	F(13,1102) = 62.65	Wald chi2(13) = 1191.23	Wald chi2(13) = 2311.96
Kiểm định White		Chi2 (103)= 365.03 Prob > Chi2 = 0.0000			
Kiểm định Wooldridge		F(1,126)= 27.550 Prob > Chi2 = 0.0000			
Kiểm định Hausman			chi2(13) = 143.14 Prob>chi2 = 0.0000		
Kiểm định Wald			chi2 (132) = 5.2e+30 Prob>chi2 = 0.0000		

* p<0,1 ** p<0,05 *** p<0,01

Nguồn: Kết quả tính toán của nhóm tác giả

cải thiện khả năng thanh toán, trang trải các khoản nợ đến hạn, nguy cơ về RRTC giảm. (Gang và Dan (2012), Bhunia và cộng sự (2012), Fu và cộng sự (2012), Nguyễn Văn Công và cộng sự (2017)).

Giả thuyết H4: Khả năng hoạt động của DNXD niêm yết có tương quan nghịch với RRTC. Khi hiệu quả hoạt động tăng, nguy cơ về RRTC thấp và ngược lại (Gang và Dan (2012); Bhunia và cộng sự (2012), Fu và cộng sự (2012), Vũ Thị Hậu (2013, 2017), Nguyễn Văn Công và cộng sự (2017)).

Giả thuyết H5: Cấu trúc vốn của các DN niêm yết có tương quan nghịch với RRTC. Khi tỷ suất tự tài trợ cao tương đương với tỷ suất nợ so với tổng nguồn vốn thấp, khả năng chi trả các khoản nợ của công ty dễ được đảm bảo và các chủ nợ sẽ an toàn hơn, RRTC của công ty sẽ giảm (F. Gang và L. Dan (2012);

A. Bhunia và cộng sự (2012), G. Fu và cộng sự (2012), Vũ Thị Hậu (2013, 2017), Nguyễn Văn Công (2017)).

Phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu và mẫu nghiên cứu: Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu đều được thu thập từ Báo cáo tài chính của 133 DN ngành Xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2009-2019. Báo cáo do Công ty Truyền thông và Tài chính Stoxplus cung cấp.

Mô hình nghiên cứu: Trong nghiên cứu này, mô hình nghiên cứu được xây dựng trên cơ sở kế thừa những kết quả nghiên cứu đã được công bố trước đây của Bathory (1984), Cao và Zen (2005), Bhunia và Mukhuti (2012), Gang và Dan (2012), Vũ Thị Hậu (2017)... Những yếu tố có mối liên hệ với RRTC của DN đã được chứng minh trong các nghiên cứu trước đây, được lượng hoá thành các chỉ tiêu để đưa vào mô hình (Hình 1).

Mô hình hồi quy (Hình 1) được nhóm tác giả sử dụng để phân tích mối quan hệ giữa RRTC với cấu trúc nợ, khả năng sinh lời, khả năng thanh toán, hiệu suất hoạt động, cấu trúc vốn, độ tuổi, quy mô và tốc độ tăng trưởng doanh thu của các DN ngành Xây dựng niêm yết trên TTCK Việt Nam. Trong đó, các biến của mô hình được trình bày tại Bảng 5.

Phân tích dữ liệu: Nhóm tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng với sự hỗ trợ của phần mềm thống kê Stata15. Thông qua dữ liệu bảng, nhóm tác giả đã thực hiện các kiểm định nhằm kiểm tra tính hợp lệ của mô hình và xác minh sự tuân thủ quan trọng các giả định như: Không tự tương quan, phương sai không đổi, đa cộng tuyến.

Trong phương pháp ước lượng mô hình hồi quy sử dụng dữ liệu bảng có thể thực hiện thông qua 3 phương pháp, đó là bình phương nhỏ nhất, mô hình



hiệu ứng cố định và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên. Để lựa chọn mô hình phù hợp, nhóm tác giả thực hiện thử nghiệm Hausman, White.

Kết quả nghiên cứu

Bảng 4 trình bày các mô hình mô tả kết quả hồi quy và các kết quả kiểm định khi lựa chọn mô hình phù hợp.

Kết quả kiểm định đa cộng tuyến cho thấy, hệ số phóng đại phương sai VIF đều <10, mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến. Chỉ số VIF lớn nhất là 2.42 cho thấy, khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến là không đáng kể. Thử nghiệm White chỉ ra rằng, mô hình có hiện tượng không đồng nhất (p-value <5%), kiểm định Wooldridge cho thấy mô hình có hiện tượng tự tương quan. Do vậy, mô hình Pool OLS là không phù hợp.

Kiểm định Hausman cho giá trị p-value = 0.0000 <0,05 bác bỏ H_0 , do vậy sử dụng mô hình tác động cố định (FEM) để phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến RRTC của các DN niêm yết ngành xây dựng. Sau khi đã lựa chọn mô hình FEM là mô hình phù hợp, nhóm tác giả thực hiện kiểm tra khuyết tật của mô hình bằng kiểm định Wald. Kết quả thu được $\text{prob} > \chi^2 = 0.0000 < 0.05$ cho thấy mô hình FEM có khuyết tật. Nhóm tác giả sử dụng mô hình FGLS để khắc phục khuyết tật tự tương quan và phương sai sai số thay đổi.

Kết quả mô hình FGLS cho thấy, khả năng thanh toán, tỷ suất sinh lời tổng tài sản, vòng quay khoản phải thu, hệ số tự tài trợ và tỷ lệ đầu tư là các biến có tác động cùng chiều với FR với mức ý nghĩa 1%. Nghĩa là khi DN có khả năng thanh toán, tỷ suất sinh lời tổng tài sản cao, vòng quay khoản phải thu lớn, hệ số tự tài trợ và tỷ lệ đầu tư vào tài sản cố định cao thì RRTC của DN sẽ giảm đi. Trong đó, hệ số tự tài trợ là yếu tố tác động lớn nhất đến RRTC của các DN ngành Xây dựng. Vòng quay hàng tồn kho, hiệu suất sử dụng tài chính có tác động ngược chiều với biến FR với mức ý nghĩa 1%. Điều này cho thấy, khi vòng quay hàng tồn kho và hiệu suất sử dụng tài sản cố định tăng, thì RRTC của các DN cũng tăng lên, tuy nhiên mức độ tác động không đáng kể.

Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy, DN có khả năng sinh lời, khả năng thanh toán, hiệu suất hoạt động, hệ số tự tài trợ cao, tỷ lệ đầu tư tài sản cố định tăng lên, thì DN ít cơ nguy cơ đối mặt với RRTC.

Kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực

nghiệm cho các DN niêm yết, cũng như cơ quan quản lý nhà nước có chính sách phù hợp, góp phần giúp các DN giảm thiểu RRTC, phát triển bền vững, cụ thể: Các DN cần xây dựng chiến lược kinh doanh phù hợp nhằm gia tăng khả năng sinh lời của DN, năng lực quản trị tài chính, giảm thiểu RRTC.

Các DN cũng cần nâng cao khả năng tự chủ tài chính. Đặc thù của các DN Việt Nam là mức độ sử dụng nợ cao, vì vậy DN cần có chính sách phù hợp để nâng cao khả năng tự chủ tài chính, từ đó góp phần giảm thiểu RRTC. Ngoài ra, các DN cần nâng cao hiệu suất hoạt động, tránh ứ đọng vốn trong các khoản phải thu và hàng tồn kho, cũng góp phần giảm thiểu RRTC của các DN.

Tài liệu tham khảo:

1. Nguyễn Minh Kiều (2014), *Quản trị rủi ro tài chính*, NXB Tài chính, Hà Nội;
2. Nguyễn Ngọc Trà Vy và Nguyễn Văn Công (2013), *Vận dụng mô hình Z-Score của GS.E.I.Altman để dự báo rủi ro phá sản của các công ty được phẩm trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, Số đặc biệt, tháng 10/2013, tr. 63-70;
3. Nguyễn Thị Nga (2018), *Phân tích rủi ro phá sản trong các công ty bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*, *Luận án Tiến sĩ kinh tế, Đại học Kinh tế Quốc dân*;
4. Vũ Thị Hậu (2013), *Nghiên cứu rủi ro tài chính tại các doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam*, *Luận án Tiến sĩ kinh tế, Đại học Bách Khoa Hà Nội*;
5. Vũ Thị Hậu (2017), *Phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất Động sản tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh*, *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, số 240, tháng 6/2017, tr. 86-93;
6. Kleffner, A. E., Lee, R. B., and Mc Gannon, B. (2003), *The Effect of Corporate Governance on the Use of Enterprise Risk Management: Evidence From Canada*, *Risk Management and Insurance Review*;
7. Bhunia, A. and 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*, số 1, tập 3, tr. 27-34;
8. Gang Fu, Weilan Fu and Dan Liu (2012), *Empirical study on financial risk factors: Capital structure, operation ability, profitability, and solvency - evidence from listed companies in China*, *Journal of Business Management and Economics*, số 3, tập 5, tr. 0173-0178;
9. Altman, E. (1968), *Financial ratio, discriminant analysis and prediction of corporate bankruptcy*, *Journal of Finance*, số 23, tr. 589-609;
10. Ann-Katrin Napp (2011), *Financial management in SEM - the use of financial analysis for identifying analyzing and monitoring internal financial risks*, *Aarhus School of Business, Aarhus University*, tr. 1-66.

Thông tin tác giả:

TS. Hoàng Thị Hồng Lê, TS. Đỗ Thị Huyền, TS. Phan Thùy Dương
 Khoa Kinh tế Vận tải - Trường Đại học Công nghệ Giao thông Vận tải
 Email: duong.pt@utt.edu.vn