

**BỘ TÀI CHÍNH**  
**TRƯỜNG ĐẠI HỌC TÀI CHÍNH - MARKETING**

**MAI THỊ TUYẾT NHUNG**

**QUẢN TRỊ RỦI RO TÀI CHÍNH VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG**  
**CỦA DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA TẠI VIỆT NAM**

**LUẬN ÁN TIẾN SĨ**

**Thành phố Hồ Chí Minh – Năm 2023**

**BỘ TÀI CHÍNH  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC TÀI CHÍNH - MARKETING**

**MAI THỊ TUYẾT NHUNG**

**QUẢN TRỊ RỦI RO TÀI CHÍNH VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG  
CỦA DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA TẠI VIỆT NAM**

Ngành: Tài chính-Ngân hàng

Mã số ngành: 9340201

**NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC**

**1. PGS. TS. Trần Huy Hoàng**

**2. TS. Phạm Quốc Việt**

**Thành phố Hồ Chí Minh – Năm 2023**

## **CAM ĐOAN**

Tôi cam đoan luận án tiến sĩ với đề tài “Quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam” là công trình nghiên cứu độc lập của riêng tôi thực hiện với sự hướng dẫn của Người hướng dẫn khoa học. Các thông tin, số liệu có nguồn gốc trích dẫn rõ ràng, cụ thể theo đúng quy định. Các kết quả nghiên cứu của luận án được phân tích một cách trung thực, khách quan và chưa từng công bố trong bất kỳ công trình nghiên cứu nào khác, ngoại trừ kết quả được công bố của nghiên cứu sinh cũng chính là tác giả.

Thành phố Hồ Chí Minh, năm 2023

Nghiên cứu sinh

Mai Thị Tuyết Nhung

## LỜI CẢM ƠN

Lời đầu tiên, tôi xin chân thành biết ơn đến hai thầy hướng dẫn khoa học là PGS.TS. Trần Huy Hoàng và TS. Phạm Quốc Việt đã hết lòng dạy bảo, luôn động viên trong từng chặng đường nghiên cứu, hỗ trợ và giúp tôi vượt qua nhiều khó khăn, thử thách để hoàn thành luận án.

Tôi cũng xin trân trọng cảm ơn quý thầy, cô Ban Giám hiệu, khoa Tài chính-Ngân hàng và Viện Đào tạo sau đại học trường Đại học Tài chính-Marketing giúp đỡ rất tận tình trong thời gian tôi học tập.

Lời cảm ơn nữa trọn vẹn hơn, tôi rất biết ơn và gửi lời đến bậc sinh thành "Công ơn của ba mẹ suốt cuộc đời luôn ghi nhớ". Tôi xin cảm ơn gia đình luôn giúp tôi có niềm tin, sức lực tập trung thực hiện nghiên cứu luận án.

Sau cùng, tôi xin trân trọng cảm ơn lãnh đạo văn phòng Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh hỗ trợ và tạo điều kiện thuận lợi giúp tôi hoàn thành luận án.

Nghiên cứu sinh

Mai Thị Tuyết Nhung

## MỤC LỤC

CAM ĐOAN .....	i
LỜI CẢM ƠN .....	ii
MỤC LỤC .....	iii
DANH MỤC CÁC KÝ HIỆU, CÁC CHỮ VIẾT TẮT .....	vi
DANH MỤC CÁC BẢNG .....	vii
DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ .....	ix
TÓM TẮT LUẬN ÁN .....	x
SUMMARY OF THESIS .....	xi
CHƯƠNG 1. GIỚI THIỆU NGHIÊN CỨU .....	1
1.1. Lý do nghiên cứu .....	1
1.2. Mục tiêu nghiên cứu .....	4
1.3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu .....	4
1.4. Phương pháp nghiên cứu .....	5
1.5. Đóng góp mới của nghiên cứu .....	5
1.6. Cấu trúc của luận án .....	6
<i>Kết luận chương 1</i> .....	7
CHƯƠNG 2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU TRƯỚC .....	8
2.1. Tổng quan lý thuyết về quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa .....	8
2.1.1. Rủi ro tài chính .....	8
2.1.2. Quản trị rủi ro tài chính .....	12
2.1.3. Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp .....	28
2.1.4. Doanh nghiệp nhỏ và vừa .....	31
2.1.5. Lý thuyết nền về tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp .....	31
2.2. Tổng quan các nghiên cứu trước về quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp .....	39
2.2.1. Các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính .....	39
2.2.2. Tác động quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp .....	45
2.2.3. Tổng hợp các nghiên cứu trước .....	53

2.3. Khoảng trống nghiên cứu .....	56
<i>Kết luận chương 2</i> .....	58
CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU.....	59
3.1 Giả thuyết nghiên cứu.....	59
3.2. Mô hình nghiên cứu.....	65
3.3. Dữ liệu thu thập .....	69
3.4. Xử lý dữ liệu thu thập.....	71
3.5. Phương pháp phân tích .....	73
3.5.1. Thống kê mô tả .....	73
3.5.2. Phân tích tương quan .....	73
3.5.3. Phân tích hồi quy .....	73
<i>Kết luận chương 3</i> .....	80
CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU-THẢO LUẬN.....	81
4.1. Doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam .....	81
4.2. Thực trạng rủi ro tài chính doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam.....	84
4.2.1. Tình hình tài chính và kinh doanh DNNVV Việt Nam 2008-2020.....	84
4.2.2. Vốn chủ sở hữu cho sản xuất kinh doanh DNNVV Việt Nam 2008-2020...	85
4.2.3. Rủi ro đòn bẩy tài chính.....	86
4.2.4. Rủi ro lãi suất .....	88
4.2.5. Rủi ro tỷ giá .....	91
4.2.6. Rủi ro biến động giá cả hàng hóa .....	93
4.2.7. Rủi ro tín dụng .....	96
4.2.8. Rủi ro thanh khoản.....	97
4.3. Thực trạng quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động DNNVV Việt Nam ...	97
4.3.1. Khảo sát thực trạng quản trị rủi ro tài chính .....	97
4.3.2. Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam 2008-2020 .....	115
4.4. Kết quả nghiên cứu.....	118
4.4.1. Các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính DNNVV Việt Nam.....	118
4.4.1.1. Phân tích tương quan .....	118
4.4.1.2. Kiểm định.....	119
4.4.1.3. Kết quả hồi quy .....	120
4.4.2. Tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam.....	125

4.4.2.1. Thống kê mô tả. ....	125
4.4.2.2. Phân tích tương quan. ....	126
4.4.2.3. Kết quả hồi quy. ....	128
<i>Kết luận chương 4</i> .....	133
<b>CHƯƠNG 5: KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH</b> .....	134
5.1. Kết luận.....	134
5.2. Hàm ý chính sách .....	136
5.3. Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo .....	150
<b>DANH MỤC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ</b> .....	151
<b>TÀI LIỆU THAM KHẢO</b> .....	152
<b>DANH MỤC PHỤ LỤC</b> .....	166

## DANH MỤC CÁC KÝ HIỆU, CÁC CHỮ VIẾT TẮT

Stt	Viết tắt	Tiếng Việt	Tiếng Anh
1	BCTC	Báo cáo tài chính	
2	CFO	Giám đốc tài chính	Chief Financial Officer
3	CRO	Giám đốc rủi ro	Chief Risk Officer
4	DNNVV	Doanh nghiệp nhỏ và vừa (SMEs)	Small and Medium Enterprises
5	EBIT	Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	Earnings Before Interest and Tax
6	EPS	Lợi nhuận trên cổ phần (lãi của mỗi cổ phiếu)	Earning Per Share
7	ERM	Quản trị rủi ro doanh nghiệp	Enterprise Risk Management
8	FDC	Chi phí kiệt quệ tài chính	Financial distress costs
9	FEM	Phương pháp hồi quy ước lượng hiệu ứng cố định/mô hình tác động cố định	Fixed Effect Model
10	FL	Đòn bẩy tài chính	Financial leverage
11	FS	Thiếu hụt tài chính	Financial Slack
12	HQHD	Hiệu quả hoạt động	Corporate Performance
13	ICR (EBIR)	Tỷ số khả năng trả lãi	Interest coverage ratio
14	MDA	Phương pháp kỹ thuật phân tích đa biệt số (mô hình đa biệt thức)	Multiple Discriminant Analysis
15	MLR	Mô hình hồi quy tuyến tính	Multiple Linear Regression
16	Pooled OLS	Phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất thông thường	Pooled Ordinary Least Squares
17	QTRRTC	Quản trị rủi ro tài chính	
18	REM	Phương pháp hồi quy hiệu ứng ngẫu nhiên/mô hình tác động ngẫu nhiên	Random Effect Model
19	FRM	Quản trị rủi ro tài chính	Financial Risk Management
20	ROA	Tỷ suất sinh lời của tài sản	Return On Assets
21	ROE	Tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu	Return On Equity
22	RRTC	Rủi ro tài chính	
23	SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Firm's size
24	TNDN	Thu nhập doanh nghiệp	
25	USD	Đồng đô la Mỹ	United States Dollar
26	VIF	Chỉ số giá trị phóng đại phương sai	Variance Inflation Factor
27	VN	Việt Nam	
28	WTO	Tổ chức thương mại thế giới	World Trade Organization
29	LPM	Mô hình xác suất tuyến tính	Linear Probability Model
30	VCCI	Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam	Vietnam Chamber of Commerce and Industry



## DANH MỤC CÁC BẢNG

Bảng 2.1: Tổng quan về nghiên cứu trước tác động của nhân tố với FRM-quản trị rủi ro tài chính .....	54
Bảng 3.1: Mô tả các biến trong nghiên cứu của mô hình 1 .....	67
Bảng 3.2: Mô tả các biến trong nghiên cứu của mô hình 2 .....	69
Bảng 3.3: Thống kê kế hoạch lấy mẫu .....	70
Bảng 4.1: Kết quả điều tra các loại rủi ro .....	98
Bảng 4.2: Kết quả điều tra khảo sát thông tư 210/2009/TT-BTC .....	99
Bảng 4.3: Kỹ năng thực hiện quy trình QTRRTC của các bộ phận .....	100
Bảng 4.4: Kết quả thực hiện quy trình và chịu trách nhiệm QTRRTC .....	101
Bảng 4.5: Kết quả thống kê các rủi ro tài chính .....	102
Bảng 4.6: Kết quả sử dụng thông tin các chỉ tiêu phân tích tình hình tài chính.....	103
Bảng 4.7: Kết quả báo cáo tài chính có hữu ích truyền đạt thông tin về RRTC .....	104
Bảng 4.8: Kết quả sử dụng dịch vụ tư vấn để nhận diện RRTC .....	104
Bảng 4.9: Kết quả nhận diện rủi ro tài chính có phát hiện sớm RRTC.....	105
Bảng 4.10: Công nghệ kỹ thuật đo lường rủi ro có đảm bảo đo lường tổn thất RRTC ...	106
Bảng 4.11: Kết quả sử dụng phương pháp định lượng đo lường RRTC .....	106
Bảng 4.12: Kết quả sử dụng dịch vụ thuê ngoài để đo lường RRTC .....	107
Bảng 4.13: Kết quả sử dụng linh hoạt các biện pháp kiểm soát RRTC .....	108
Bảng 4.14: Kiểm soát rủi ro lãi suất, tỷ giá, biến động giá .....	109
Bảng 4.15: Kết quả kiểm soát rủi ro đầu tư ngoài ngành, rủi ro tín dụng .....	109
Bảng 4.16: Kết quả mức độ am hiểu công cụ quản trị rủi ro tài chính.....	110
Bảng 4.17: Kết quả sử dụng công cụ nào quản trị rủi ro lãi suất .....	110
Bảng 4.18: Kết quả sử dụng công cụ nào quản trị rủi ro tỷ giá.....	112
Bảng 4.19: Kết quả sử dụng công cụ nào quản trị rủi ro giá cả hàng hóa.....	113
Bảng 4.20: Kết quả doanh nghiệp ưu đãi thuế .....	113
Bảng 4.21: Kết quả số năm hoạt động .....	113
Bảng 4.22: Phân tích tương quan .....	118
Bảng 4.23: Kết quả kiểm định đa cộng tuyến .....	119
Bảng 4.24: Kiểm định t test FL .....	119
Bảng 4.25: Các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính .....	120
Bảng 4.26: Kết quả độ chính xác của mô hình .....	121

Bảng 4.27: Thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình.....	125
Bảng 4.28: Tương quan giữa các biến trong mô hình .....	126
Bảng 4.29: Kết quả VIF.....	127
Bảng 4.30: Tác động QTRRTC đến hiệu quả hoạt động (ROA) .....	128
Bảng 4.31: Tác động QTRRTC đến hiệu quả hoạt động (ROE).....	129
Bảng 4.32: Kết quả hồi quy .....	130

## DANH MỤC CÁC HÌNH VẼ

Hình 2.1: Giảm thuế bằng quản trị rủi ro .....	35
Hình 3.1: Mô hình xác suất tuyến tính và hồi quy logistic.....	76
Hình 4.1: Doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam 2008-2020.....	82
Hình 4.2: Một số chỉ tiêu tài chính của DNNVV Việt Nam .....	84
Hình 4.3: Chỉ tiêu về vốn chủ sở hữu và nợ .....	85
Hình 4.4: Tình hình nợ và tổng tài sản DNNVV Việt Nam 2008-2020.....	87
Hình 4.5: Lợi nhuận trước thuế và lãi vay - Chi phí lãi vay 2008-2020 .....	89
Hình 4.6: Lãi suất cho vay NHTM Việt Nam 2008-2020 .....	90
Hình 4.7: Biến động tỷ giá USD 2008-2020 .....	93
Hình 4.8: Chỉ số tăng trưởng CPI Việt Nam 2008-2020.....	94
Hình 4.9: Doanh thu thuần - Giá vốn hàng bán.....	95
Hình 4.10: Nợ ngắn hạn - Khoản phải thu DNNVV Việt Nam 2008-2020.....	96
Hình 4.11: Tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn DNNVV 2008-2020.....	97
Hình 4.12: Doanh thu-lợi nhuận DNNVV 2008-2020 .....	116
Hình 4.13: Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa 2008-2020.....	117

## TÓM TẮT LUẬN ÁN

Luận án nghiên cứu tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam. Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính trong giai đoạn 2008-2020.

Nghiên cứu của luận án sử dụng phương pháp hồi quy logit, FEM, GMM mô hình dữ liệu bảng động để đánh giá tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam.

Kết quả nghiên cứu cho thấy, quản trị rủi ro tài chính tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam. Đồng thời, kết quả của luận án giúp xác định các yếu tố đòn bẩy tài chính, quy mô, tài sản hữu hình, thanh khoản, thuế và tuổi có ảnh hưởng đến quản trị rủi ro tài chính trong các doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam. Điều này có ý nghĩa quan trọng đối với cả nhà quản lý, chủ doanh nghiệp lẫn nhà đầu tư.

Luận án tìm được bằng chứng thực nghiệm về quản trị rủi ro tài chính làm tăng hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam. Các hàm ý chính sách đề xuất khẳng định tầm quan trọng giúp các nhà quản trị doanh nghiệp và hoạch định chính sách có cơ sở vững chắc trong việc xây dựng chiến lược quản trị rủi ro tài chính cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa.

*Từ khóa: Quản trị rủi ro tài chính, hiệu quả hoạt động, doanh nghiệp nhỏ và vừa. Việt Nam*

## SUMMARY OF THESIS

The thesis studies the correlation between the financial risk management and the business performance of Vietnamese small and medium-sized enterprises. Data is collected from financial statements in the period of 2008 to 2020.

The research of thesis uses the method of logit regressions, Fixed Effect Model (FEM), Generalized Method of Moments (GMM) dynamic panel data to assess the direct impact of financial risk management on business performance of Vietnamese small and medium-sized enterprises.

The results of the study show that financial risk management has a positive effect on the performance of small and medium-sized enterprises in Vietnam. At the same time, this research result of the thesis helps to identify the factors of financial leverage, size, tangible assets, liquidity, tax and age that affect financial risk management in small and medium-sized enterprises in Vietnam. This has important implications for both managers, business owners and investors.

The thesis finds new evidence that financial risk management increases the efficiency of small and medium-sized enterprise operations in Vietnam. The proposed policy implications affirm the importance of helping corporate administrators and policymakers have a solid basis in building financial risk management strategies for small and medium-sized enterprises.

*Keywords: Financial risk management, performance, small and medium-sized enterprises, Vietnam.*

## CHƯƠNG 1. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

### 1.1 Bối cảnh

FRM đóng vai trò trọng tâm, làm tăng năng suất kinh doanh cũng như giá trị doanh nghiệp (Allayannis & Weston, 2001; Kipitsinas, 2008; Ahmed & cộng sự, 2014; Giraldo-Prieto & cộng sự, 2017) bằng cách giảm chi phí kiệt quệ tài chính (Stulz, 1996; Ross, 1997 và Leland, 1998), thuế (Smith & Stulz, 1985) và giảm thiểu chi phí đầu tư bắt nguồn từ chi phí cho các nguồn tài chính bên ngoài tốn kém (Bessembinder, 1991; Froot & cộng sự, 1993). Bachiller & cộng sự (2021) cho rằng các nghiên cứu trước đây cùng quan điểm như trên, hầu hết các nghiên cứu đều cho thấy kết quả nghiên cứu FRM (quản trị rủi ro tài chính) ảnh hưởng có những tác động tích cực nhất định đến các vấn đề như: kiệt quệ tài chính, tiết kiệm thuế và khả năng huy động vốn bằng đòn bẩy tài chính (Smith & Stulz, 1985; Nance & cộng sự, 1993; Haushalter, 2000; Bartram & cộng sự, 2009; Ameer, 2010; Sprcic & Sevic, 2012; Kouser & cộng sự, 2016; Alam & Afza, 2017; Lee, 2019; Seok & cộng sự, 2020; Zamzmir & cộng sự, 2021; Butt & cộng sự, 2021). Vì vậy xu hướng nghiên cứu nêu trên thể hiện quan tâm đến đánh giá các yếu tố ảnh hưởng đến QTRRTC, khai thác mức độ ảnh hưởng của các yếu tố này nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, đặc biệt chọn lọc các công ty VVN.

Năm 2008, cuộc khủng hoảng nhanh chóng lan rộng kinh tế toàn cầu nhiều doanh nghiệp và tổ chức tài chính đã sụp đổ do yếu kém quản trị rủi ro, khi sử dụng đòn bẩy nợ quá cao mà thiếu kiểm soát dòng tiền một cách hiệu quả (Siddika & Haron, 2020). Theo đó, các công cụ quản trị tài chính nhằm kiểm soát rủi ro tài chính trên thị trường gồm hợp đồng kỳ hạn, quyền chọn, giao sau và hợp đồng hoán đổi đã trở nên phổ biến (Ayturk & cộng sự, 2016; Sheedy, 2006; Brunzell & cộng sự, 2011) đã sử dụng CCPS để QTRRTC về thay đổi của lãi suất, tỷ giá và giá cả hàng hóa. Liên quan đến vấn đề này, Nguyen & Faff (2002), Adam & Fernando (2006), Seok & cộng sự (2020) phát hiện giá trị công ty tăng lên (Zamzmir & cộng sự, 2021)

Bên cạnh FRM ngày càng thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư là một yếu tố quan trọng nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, từ đó gia tăng lòng tin của đối tác. Kết quả chứng minh rằng QTRRTC có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (Smithson & Simkins, 2005; Hoyt & Liebenbeg, 2011; Eckles & cộng sự, 2014; Abeyrathna & Kalainathan, 2016; Chen & cộng sự, 2019; Farrell & Gallagher, 2019;

Lee, 2019; Malik & cộng sự, 2020; Zamzamir & cộng sự, 2021; Butt & cộng sự, 2021). Các nghiên cứu này chỉ đề cập đến khía cạnh quản trị rủi ro tài chính theo phương pháp lựa chọn các sản phẩm phái sinh vì tính hiệu quả, nhanh chóng và chưa đề cập đối với DNNVV có thể các DNVVN khó khăn trong việc chưa đủ điều kiện để sử dụng CCPS nên chẳng sử dụng công cụ tài chính khác, điều này có thể nhận thấy trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế như hiện nay mở ra nhiều cơ hội đầu tư đồng thời đi kèm là những thách thức to lớn. Các doanh nghiệp phải đối mặt với nhiều rủi ro do sự thay đổi và biến động không ngừng của các yếu tố thị trường: lãi suất, tỷ giá và giá cả hàng hóa hoặc từ quyết định của nhà quản trị tiềm ẩn nhiều biến động khó lường gây ảnh hưởng đến quá trình đầu tư cũng như hiệu quả hoạt động kinh doanh. Việc đo lường với nhiều loại rủi ro tài chính như đòn bẩy tài chính, thanh khoản, tín dụng thương mại, lãi suất, giá nguyên vật liệu chưa được xác định, đánh giá toàn diện về nhận diện yếu tố nào ảnh hưởng đến QTRRTC tại các doanh nghiệp nói chung và DNNVV (SMEs) nói riêng.

SMEs hầu hết tại các nước ngoài (Ayyagari & cộng sự, 2007; Burgstaller & Wagner, 2015) có vai trò quan trọng trong các nền kinh tế tại mỗi quốc gia. Vấn đề hạn chế của SMEs là sự thiếu hụt tài chính (Balogun & cộng sự, 2016). So với các doanh nghiệp lớn, DNNVV thường được xem là có tổ chức nội bộ đơn giản, linh hoạt và nhanh nhạy hơn trong việc đáp ứng và thích nghi với thay đổi thị trường (Lavia Lopez & Hiebl, 2014). Hơn nữa, hầu hết các doanh nghiệp đều ngại rủi ro tài chính khi chúng xảy ra. Bhunia & Mukhuti (2012) rủi ro tài chính đến từ nhiều nguồn khác nhau. Rủi ro tài chính là khả năng xảy ra những tổn thất mà doanh nghiệp phải gánh chịu do sự tác động từ bên trong lẫn bên ngoài phụ thuộc vào những thay đổi trên thị trường tài chính như giá cả, lãi suất, tỷ giá... ảnh hưởng đến giá trị tài sản, nợ và hiệu quả hoạt động. Rủi ro tài chính là loại rủi ro mà doanh nghiệp phải đối mặt khi huy động vốn từ các khoản nợ để tài trợ cho hoạt động kinh doanh sẽ tạo ra cho DN những nghĩa vụ trả lãi phải được thanh toán cho chủ nợ nên nó có tác động đến thu nhập SMEs cả lý thuyết cũng như thực nghiệm (Gang & Dan, 2012).

Ngoài ra, SMEs thường phải đối mặt với nhiều thách thức. SMEs ít có lợi thế về quy mô kinh tế cũng như cơ hội tiếp cận với nhiều nguồn lực khác (Burgstaller & Wagner, 2015; Lavia Lopez & Hiebl, 2014). Vì vậy, không chỉ các doanh nghiệp lớn mới cần quản trị rủi ro, mà SMEs cũng cần quan tâm đến hoạt động này nhằm hạn chế tối đa những tác động không mong muốn, kịp thời xác định những rủi ro và có phương

án xử lý hiệu quả (Miller, 1992; Brustbauer, 2014). Việc đánh giá sai hoặc không nhận thấy rủi ro có thể gây ra hậu quả tai hại, từ tổn thất khách hàng đến thiệt hại về tài sản, thiệt hại về thương hiệu và thậm chí cả việc phá sản (Hollman & Mohammad-Zadeh, 1984). Tuy nhiên, thực tế cho thấy SMEs không áp dụng các biện pháp quản trị rủi ro (Marcelino-Sádaba & cộng sự, 2014; Falkner & Hiebl, 2015). Trong bối cảnh đó, nếu không kiểm soát tốt RRTC, công ty có thể rơi vào tình trạng giảm lợi nhuận; trái lại nếu thực hiện tốt sẽ giúp giảm chi phí, nâng cao hiệu quả. Trước những khó khăn và thử thách cũng cho thấy QTRRTC không thể thiếu; đang thu hút sự quan tâm của các nhà hoạch định chính sách, nhà nghiên cứu và chủ doanh nghiệp trở thành quan trọng được xem là nhiệm vụ hàng đầu.

QTRRTC chính giờ đây là vấn đề sống còn của doanh nghiệp, bởi vì khi gia nhập WTO phải đối mặt trực tiếp với các doanh nghiệp nước ngoài mà không có bất kỳ một sự bảo hộ nào. QTRRTC là quá trình tạo ra giá trị doanh nghiệp bằng cách sử dụng các kỹ thuật và phương pháp tài chính để QTRR tín dụng, tỷ giá, lãi suất, giá cả và thanh khoản (Crockford, 1986; Verbano & Venturini, 2013). Đối với SMEs, quản trị rủi ro tài chính lại càng là vấn đề cấp thiết hơn bao giờ hết. Theo thống kê của Tổng Cục thống kê Việt Nam, đến hết năm 2020, số lượng chiếm tỷ lệ 94% trong cơ cấu doanh nghiệp của cả nước. Tuy nhiên, các DN này vẫn chưa xây dựng cho mình chiến lược QTRRTC hiệu quả, khiến cho khả năng ứng phó rủi ro còn yếu. Trước các bất ổn kinh tế, doanh nghiệp nhỏ và vừa là đối tượng chịu nhiều ảnh hưởng và hậu quả là khả năng phục hồi kém. Những năm gần đây hoạt động của các SMEs Việt Nam có nhiều biến động mạnh mẽ: nhiều doanh nghiệp thành lập mới nhưng cũng nhiều DN ngưng hoạt động; theo số liệu của Tổng cục thống kê năm 2022 có hơn 208 nghìn DN mới thành lập (tăng 30.3% so với năm 2021) nhưng cũng có hơn 143 nghìn rút lui khỏi thị trường (tăng 19.5% so với năm 2021). Hoạt động của SMEs ngày càng tiềm ẩn nhiều rủi ro, đặc biệt là rủi ro tài chính. Trong điều kiện đó, thực tế có ít các công trình nghiên cứu về quản trị rủi ro tài chính SMEs, đặc biệt tại VN có một vài nghiên cứu về từng loại sản phẩm phái sinh như các hợp đồng giao sau hoặc các quyền chọn cho chiến lược quản trị rủi ro của nhà đầu tư (Trang, 2009; Vũ, 2013; Lan, 2016; Bảo, 2020). Hiện chưa tìm thấy một công trình nào nghiên cứu về sự tác động của quản trị rủi ro tài chính đối với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam. Trong bối cảnh thiếu vắng các nghiên cứu liên quan đến vấn đề này, luận án lựa chọn quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt



động của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam là lựa chọn có ý nghĩa khoa học và thực tiễn tạo nên sự khác biệt cần thiết nghiên cứu của luận án này so với các phát hiện trước đây.

Xuất phát từ yêu cầu cấp thiết về mặt nghiên cứu và thực tiễn như trên, đề tài "Quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam" được chọn làm luận án tiến sĩ với mục đích giải quyết vấn đề còn bỏ ngỏ. Từ đó, góp phần gợi ý các chính sách quan trọng giúp các doanh nghiệp nhỏ và vừa ngày càng phát triển, đóng góp nhiều hơn vào sự phát triển nền kinh tế tại Việt Nam.

## **1.2 Mục tiêu nghiên cứu**

Mục tiêu nghiên cứu luận án sẽ làm rõ tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam với ba mục tiêu nghiên cứu cụ thể như:

- 1) Xác định các yếu tố tác động đến QTRRTC tại SMEs Việt Nam.
- 2) Nghiên cứu tác động của QTRRTC đến hiệu quả hoạt động của SMEs Việt Nam.
- 3) Đề xuất các hàm ý chính sách QTRRTC phù hợp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động cho SMEs Việt Nam trong thời gian tới.

Để đạt được mục tiêu nghiên cứu đã đề ra với nghiên cứu tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động của SMEs VN. Luận án hướng đến việc tập trung làm sáng tỏ các câu hỏi nghiên cứu sau đây:

- Các yếu tố nào tác động đến QTRRTC của SMEs?
- Tác động của QTRRTC đến hiệu quả hoạt động của SMEs VN như thế nào?
- Các hàm ý chính sách QTRRTC nào phù hợp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động cho SMEs Việt Nam trong thời gian tới?

## **1.3 Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

### **1.3.1 Đối tượng nghiên cứu**

Đối tượng nghiên cứu của luận án là tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam.

### **1.3.2 Phạm vi nghiên cứu**

Luận án nghiên cứu tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam tiếp cận từ góc độ tài chính đo bằng các chỉ tiêu tài chính, không bao gồm các doanh nghiệp hoạt động trên các lĩnh vực tài chính ngân hàng và có quy mô siêu nhỏ.

Mẫu nghiên cứu được lựa chọn trên cơ sở dữ liệu của Tổng cục Thống kê Việt Nam từ năm 2008 đến năm 2020.

#### **1.4 Phương pháp nghiên cứu**

Thực hiện mục tiêu thứ nhất, luận án sử dụng phương pháp hồi quy logit (logistic regression) và probit. Để chọn logit hay probit dựa vào chỉ số Pseudo  $R^2$ . Thước đo  $R^2$  dùng để kiểm tra độ phù hợp của mô hình biến phụ thuộc giới hạn là Pseudo  $R^2$  hay còn được gọi là McFadden  $R^2$ , kí hiệu là  $R^2_{McF}$ . Giống như  $R^2$  thì  $R^2_{McF}$  nằm giữa 0 và 1. Sau khi lựa chọn phương pháp hồi quy phù hợp tiến hành phân tích tương quan, kiểm định đa cộng tuyến, independent samples t-test.

Để thực hiện mục tiêu thứ hai, tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam. Luận án tiến hành bằng cách hồi quy mô hình tuyến tính theo cả ba phương pháp OLS, FEM và REM với kiểm định F; kiểm định Hausman. Sau khi lựa chọn phương pháp hồi quy phù hợp với mô hình, tiếp tục các kiểm định Modified Wald test để kiểm tra phương sai thay đổi đặt giả thuyết  $H_0$ : không có phương sai thay đổi; kiểm định Wooldridge test kiểm tra hiện tượng tự tương quan với giả thuyết  $H_0$ : không có hiện tượng tự tương quan; kiểm định Durbin+Wu-Hausman để kiểm tra nội sinh với giả thuyết  $H_0$ : biến không có hiện tượng nội sinh và kiểm định hệ số phóng đại phương sai (VIF) để phát hiện đa cộng tuyến. Trong trường hợp, nếu mô hình xảy ra các khuyết tật vi phạm giả thuyết hồi quy dùng phương pháp GMM để khắc phục các nhược điểm.

Để thực hiện mục tiêu thứ ba, đề xuất các hàm ý chính sách dựa vào kết quả nghiên cứu. Luận án nghiên cứu sử dụng phương pháp phân tích đánh giá trên cơ sở số liệu của doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam từ năm 2008 đến năm 2020.

#### **1.5 Đóng góp mới của nghiên cứu**

Trên cơ sở kết quả của các công trình nghiên cứu trước có liên quan và tình hình thực tiễn tập hợp một cách tương đối những vấn đề lý luận về quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp; từ đó hình thành khung phân tích để phân tích tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam. Qua kết quả nghiên cứu, luận án có những đóng góp mới có ý nghĩa về khoa học và thực tiễn trong lĩnh vực nghiên cứu.

Luận án hướng đến để đạt được 3 điểm mới quan trọng liên quan đến:

(1) Tổng hợp có hệ thống các lý thuyết về đo lường sự tác động của các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính (FRM), gồm các yếu tố: chi phí kiệt quệ tài chính, quy mô, tài sản hữu hình, thanh khoản, thuế và tuổi từ đó xem xét ảnh hưởng của FRM đến hiệu quả hoạt động (ROA, ROE).

(2) Làm sáng tỏ vấn đề ảnh hưởng của biến FL (đòn bẩy tài chính) đến FRM và tác động của FRM đến ROA, ROE của SMEs Việt Nam.

(3) Đưa ra các hàm ý từ kết quả nghiên cứu của luận án cho các DN nhỏ và vừa VN trong việc quản trị điều chỉnh rủi ro nhằm ra quyết định tài trợ cho phù hợp hơn để nâng cao HQHĐ của doanh nghiệp.

## **1.6 Cấu trúc của luận án**

Nhằm đạt được mục tiêu nghiên cứu đề ra, luận án được trình bày gồm 5 chương. Ngoài chương 1, các phần còn lại được trình bày như sau:

Chương 2 cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước khảo lược về nền tảng lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp trên thế giới và tại Việt Nam, từ đó làm rõ khoảng trống nghiên cứu nhằm khẳng định sự cần thiết của việc thực hiện nghiên cứu kết hợp về quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Chương 3 phương pháp nghiên cứu trình bày về nguồn dữ liệu dùng trong nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu và xây dựng mô hình nghiên cứu, tập trung làm rõ việc lựa chọn các phương pháp ước lượng phù hợp áp dụng cho việc kiểm định Hausman nhằm lựa chọn xem tác động cố định (FEM) hay REM phù hợp, kiểm định phương sai thay đổi với wald test, tự tương quan (Wooldridge test) và nội sinh.

Chương 4 kết quả nghiên cứu, cũng như đưa ra một số thảo luận về kết quả nghiên cứu dựa trên phân tích hồi quy, so sánh với các nghiên cứu thực nghiệm trước đây và thực tiễn tại Việt Nam.

Chương 5 kết luận và hàm ý chính sách tổng quan về mục tiêu nghiên cứu của luận án cũng như những hàm ý chính sách rút ra từ kết quả thực nghiệm, đồng thời đề cập các hạn chế của nghiên cứu và các hướng nghiên cứu tiếp theo.

***Kết luận chương 1***

Trong chương 1, luận án trình bày lý do nghiên cứu trong đó đề cập tính cần thiết dựa trên cơ sở lý luận cũng như thực tiễn xác định mục tiêu, câu hỏi, đối tượng và phạm vi nghiên cứu. Tiếp theo, phương pháp nghiên cứu và nêu những đóng góp mới về mặt lý luận cùng thực tiễn. Cuối cùng, cấu trúc luận án gồm 5 chương.

## CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU TRƯỚC

### 2.1 Tổng quan lý thuyết về quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa

#### 2.1.1 Rủi ro tài chính

##### 2.1.1.1 Khái niệm rủi ro tài chính

Theo cách tiếp cận của Nguyễn Thị Ngọc Trang (2007), rủi ro tài chính bao gồm: (1) Trạng thái rủi ro kiệt quệ tài chính-độ nhạy cảm từ các nhân tố giá cả thị trường như lãi suất, tỷ giá, giá cả hàng hoá và chứng khoán tác động đến thu nhập của doanh nghiệp; và (2) Rủi ro do doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính-sử dụng nguồn vốn vay trong kinh doanh. Lan (2016) rủi ro tài chính 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, làm ảnh hưởng đến khả năng sinh lời và khả năng thanh toán, xấu nhất sẽ dẫn đến khả năng phá sản. Cũng theo quan điểm này, Adam Hayes (2023) RRTC là khả năng mà các cổ đông hoặc các bên liên quan về mặt tài chính sẽ mất tiền khi đầu tư nếu dòng tiền của công ty cung cấp không đủ để đáp ứng các nghĩa vụ tài chính.

Bùi Hữu Phước (2020) rủi ro tài chính là rủi ro xảy ra khi doanh nghiệp không có khả năng chi trả các khoản chi phí tài chính cố định như lãi vay, cổ tức cổ phần ưu đãi, chi phí thuê mua tài chính. Nói cách khác RRTC là hậu quả của việc sử dụng đòn cân nợ trong cấu trúc tài chính. RRTC có hai đặc điểm: (1) không phải lúc nào DN cũng phải đối phó với RRTC mà RRTC chỉ có thể xảy ra khi DN có sử dụng những nguồn vốn có chi phí tài chính cố định như lãi vay, lợi tức cổ phần ưu đãi. (2) RRTC gắn liền với quyết định tài trợ của DN cụ thể hay phụ thuộc vào cấu trúc nguồn vốn. RRTC là loại rủi ro gắn liền với quyết định tài chính, làm ảnh hưởng đến tình hình tài chính của DN hay nhà đầu tư, chịu sự tác động từ bên trong lẫn bên ngoài như rủi ro đầu tư, rủi ro do giá cả biến động, rủi ro tín dụng, rủi ro thanh khoản.

Rủi ro tài chính là các rủi ro từ việc thực hiện các quyết định tài chính (rủi ro tín dụng thương mại, rủi ro thanh khoản, rủi ro đòn bẩy tài chính) hay các nghiệp vụ liên quan đến tài chính làm giảm lợi nhuận kinh doanh hay còn gọi là sự kiệt quệ tài chính. Như vậy, RRTC sẽ dẫn đến kiệt quệ tài chính (KQTC) khi doanh nghiệp không đủ khả năng để thực hiện những lời hứa, cam kết với các chủ nợ hoặc có thể thực hiện nhưng

lại rất khó khăn. KQTC có thể chỉ là tình trạng xảy ra tạm thời (Richard A. Brealey và cộng sự, 2008) dẫn đến phát sinh một số rắc rối cho quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh của DN, chẳng hạn như các dự án khả thi bị trì hoãn hoặc thậm chí phải bị hủy bỏ, năng suất lao động giảm sút, ngân hàng cũng như các tổ chức tín dụng không tiếp tục cấp tín dụng, nhà cung cấp thắt chặt chính sách tín dụng thương mại nhưng KQTC cũng có thể đẩy DN đi đến phá sản (Richard A. Brealey và cộng sự, 2008). Rủi ro kiệt quệ tài chính liên quan đến độ nhạy cảm từ các nhân tố giá cả thị trường như lãi suất, tỷ giá, giá cả hàng hóa tác động lên thu nhập DN. Độ nhạy cảm giao dịch phát sinh khi lãi suất, tỷ giá, giá hàng hóa thay đổi và điều này sẽ làm giá trị của một khoản tiền thu được hoặc các khoản chi phí thay đổi nhưng trong luận án này tác giả chỉ đề cập đến rủi ro tài chính liên quan đến độ nhạy cảm từ các nhân tố giá cả thị trường như lãi suất, tỷ giá, giá cả hàng hóa và những rủi ro trong việc thực hiện các quyết định tài chính.

Trên cơ sở tiếp cận các quan điểm, rủi ro tài chính được hiểu là những rủi ro liên quan đến việc sử dụng nguồn vốn trong kinh doanh, tác động đến thu nhập của doanh nghiệp hoặc làm chậm, mất khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn gây ra kiệt quệ tài chính, và rủi ro phát sinh do sự biến động giá cả thị trường ảnh hưởng trực tiếp hoặc gián tiếp đến giá trị của doanh nghiệp.

### **2.1.1.2 Phân loại rủi ro tài chính**

Don & Robert (2015), rủi ro dùng để đo lường tính biến động hoặc sự không chắc chắn của một giao dịch. Bùi Hữu Phước (2020), quan điểm về rủi ro rất phong phú nhưng tựu trung lại thì có hai quan niệm chính: Rủi ro là sự biến động ở tương lai (sự bất trắc), không mong đợi gây thiệt hại cho con người và có thể đo lường được. Một trường phái khác cho rằng rủi ro là những bất ổn trong tương lai dẫn đến kết quả khác với kỳ vọng và có thể đo lường được. Các loại rủi ro thường gặp trong hoạt động của DNNVV gồm các loại cơ bản sau: rủi ro lãi suất, rủi ro biến động giá cả hàng hóa và rủi ro khác (Falkner & Hiebl, 2015). Như vậy, rủi ro được hiểu là khả năng xảy ra sự kiện ngoài ý muốn tác động đến tình hình tài chính của doanh nghiệp gây ra những tổn thất hiện tại cũng như trong tương lai và có thể đo lường được.

Bùi Hữu Phước (2020), tùy vào tiêu thức lựa chọn, có thể có các loại rủi ro thuần túy: loại rủi ro đưa đến tổn thất và thiệt hại khi xảy ra. Rủi ro dự đoán: loại rủi ro có thể đưa đến kết quả có thể sẽ xấu đi hoặc có thể sẽ tốt hơn so với điều kiện bình thường. Rủi ro có thể phân tán và rủi ro không thể phân tán: Khi cho một người vay thì rủi ro là

không phân tán, còn cho nhiều người vay thì rủi ro sẽ là phân tán. Rủi ro hệ thống (systematic risk): Rủi ro do sự biến động lợi nhuận của chứng khoán hay của danh mục đầu tư do sự thay đổi lợi nhuận trên thị trường nói chung gây ra bởi các yếu tố như tình hình nền kinh tế, cải tổ chính sách thuế, thay đổi tình hình năng lượng thế giới... Nó chính là phần rủi ro chung cho tất cả các loại chứng khoán, do đó, không thể tránh khỏi bằng việc đa dạng hóa danh mục đầu tư. Loại rủi ro này còn được gọi là rủi ro thị trường và được đo lường bằng hệ số bê-ta. Rủi ro không hệ thống (unsystematic risk): Rủi ro xảy ra đối với một công ty hay một ngành kinh doanh nào đó, nó độc lập với các yếu tố như kinh tế, chính trị hay những yếu tố mà ảnh hưởng đến toàn bộ các chứng khoán có tính chất toàn hệ thống. Chẳng hạn một cuộc đình công hay một đối thủ cạnh tranh phát triển sản phẩm mới hay một phát minh ra công nghệ tiên tiến của công ty nào đó làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của một công ty hay một ngành chứ không thể ảnh hưởng toàn bộ hệ thống thị trường nói chung. Loại rủi ro không hệ thống có thể cắt giảm được bằng chiến lược đầu tư đa dạng hóa. Rủi ro kinh doanh: Rủi ro do biến động thị trường làm ảnh hưởng đến doanh thu, tác động tới EBIT của doanh nghiệp. Rủi ro tài chính là rủi ro do quyết định tài trợ của người quản lý doanh nghiệp làm ảnh hưởng đến thu nhập.

Purnanandam (2008) xác định kiệt quệ tài chính liên quan khả năng thanh toán, tác giả phát triển mô hình lý thuyết về quản trị rủi ro doanh nghiệp với sự hiện diện của chi phí kiệt quệ tài chính. Kiệt quệ tài chính được xem là trạng thái trung gian giữa có khả năng thanh toán và mất khả năng thanh toán. Doanh nghiệp kiệt quệ khi bỏ qua các khoản thanh toán lãi hoặc vi phạm các giao ước nợ hay khi mà khả năng hoàn thành các nghĩa vụ nợ với các chủ nợ như thanh toán lãi vay gặp khó khăn là do lợi nhuận từ hoạt động không đủ bù đắp cho chi phí lãi vay. Kiệt quệ tài chính được nhiều nhà nghiên cứu nói đến như một giai đoạn khó khăn phát sinh từ trước thời điểm tuyên bố phá sản đến lúc phá sản (Atlman & Hotchkiss, 1993; Tinoco & Wilson, 2013). Kiệt quệ tài chính với nghĩa thể hiện tình trạng thất bại, mất thanh khoản, vỡ nợ và phá sản các doanh nghiệp phải đối mặt với khó khăn về tài chính. Theo cách phân loại rủi ro tài chính liên quan rủi ro thị trường và những rủi ro trong việc thực hiện các quyết định tài chính.

Rủi ro thị trường là rủi ro mà giá trị của việc đầu tư sẽ giảm do sự thay đổi trong các yếu tố thị trường như lãi suất, tỷ giá, giá hàng hóa. Nhắc đến rủi ro thị trường, thường bắt gặp khái niệm độ bất ổn. Độ bất ổn thường xuyên đề cập đến độ lệch chuẩn của sự thay đổi trong giá trị của một công cụ tài chính với một giới hạn thời gian cụ thể. Nó

thường được dùng để định lượng rủi ro của các công cụ trong một khoản thời gian nhất định. Rủi ro thị trường gồm:

Rủi ro lãi suất độ nhạy cảm giao dịch thường liên quan đến rủi ro tỷ giá. Khi lãi suất thay đổi cũng có thể có tác động tương tự đến kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh. Khi lãi suất tiền vay tăng đột biến những dự đoán ban đầu bị xáo trộn. Tùy thuộc vào khoản vay của mỗi DN và sự gia tăng của lãi suất mà mức độ rủi ro sẽ khác nhau.

Rủi ro tỷ giá thì độ nhạy cảm giao dịch hấp thụ rất mạnh mẽ những biến động trong tỷ giá. Độ nhạy cảm giao dịch thường trở thành vấn đề phức tạp khi không có sự tương thích giữa doanh thu và chi phí. Tỷ giá biến động sẽ tạo ra nhiều đối thủ mạnh cạnh tranh mới và những thay đổi bất thường trong giá cả hàng hóa có thể làm cho người tiêu dùng chuyển sang sử dụng các sản phẩm tương tự. Lãi suất biến động có thể tạo ra sức ép làm tăng chi phí cho doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có thu nhập thấp khi lãi suất tăng lên sẽ làm cho doanh nghiệp lâm vào tình trạng kiệt quệ tài chính

Rủi ro giá hàng hóa theo kinh nghiệm thực tiễn, các DN có xu hướng phân biệt rõ giữa độ nhạy cảm kinh tế và độ nhạy cảm giao dịch liên quan đến tỷ giá cũng như lãi suất hơn là đối với giá hàng hóa. Các doanh nghiệp có thể đối mặt với độ nhạy cảm liên quan đến giá hàng hóa. Rủi ro biến động giá cả làm ảnh hưởng nghiêm trọng đến DN còn tạo ra ảnh hưởng nghiêm trọng đến doanh nghiệp ở khía cạnh giá nguyên vật liệu đầu vào thay đổi. Khi nguyên vật liệu tăng quá nhanh trong khi giá bán không thể tăng hoặc tăng chậm hơn mức tăng của nguyên liệu thì doanh nghiệp sẽ có nguy cơ thua lỗ, không thu hồi được vốn.

Lý thuyết về quyết định tài chính: Quản trị tài chính nhằm mục tiêu tối đa hóa giá trị sở hữu của cổ đông và xoay quanh quyết định đầu tư (chọn loại tài sản nào để đầu tư bởi quỹ của công ty), huy động vốn là quyết định liên quan đến lựa chọn nguồn vốn (thông thường cả hai vốn chủ sở hữu và nợ phải trả) và phân chia thu nhập (chi trả các chi phí với các nhà cung cấp, chủ nợ, Nhà nước và người lao động trong quá trình sản xuất kinh doanh) mà có khả năng làm tăng giá trị công ty thì đều được đánh giá là quyết định tốt (Damodaran, 2014). Rủi ro trong việc thực hiện các QĐTC: i) *Rủi ro tín dụng thương mại* là hoạt động mua chịu, bán chịu hàng hóa giữa các doanh nghiệp. Đây là quan hệ tín dụng giữa các nhà sản xuất kinh doanh được thực hiện dưới hình thức mua bán, bán chịu hàng hóa. Như vậy, từ góc độ chủ nợ, rủi ro tín dụng thương mại liên quan đến quản trị các khoản phải thu ngắn hạn (phải thu của khách hàng, trả trước cho người



bán, phải thu nội bộ ngắn hạn, phải thu khác) và dài hạn. Việc khách hàng hoặc đối tác chậm thanh toán tiền nên phát sinh các khoản nợ phải thu là nguyên nhân dẫn đến rủi ro tín dụng thương mại, ii) *Đòn bẫy tài chính* là rủi ro phát sinh do sử dụng nguồn vốn nợ để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh. Trong DN, công cụ đòn bẫy tài chính được sử dụng rất phổ biến. Để đáp ứng nhu cầu vốn hay mở rộng đầu tư, ngoài nguồn vốn chủ sở hữu, các DN có thể tiếp cận vốn vay nợ như phát hành trái phiếu hoặc vay từ ngân hàng. Khi kinh doanh thuận lợi thì sử dụng đòn bẫy tài chính có tác dụng khuếch đại lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu lên nhiều lần. Tuy nhiên, nếu một giai đoạn nào đó, DN không đạt được mức lợi nhuận như kỳ vọng, thậm chí kinh doanh thua lỗ thì chi phí lãi vay và nợ gốc trở thành gánh nặng, iii) *Thanh khoản* là rủi ro đề cập đến những tổn thất khi doanh nghiệp tiến hành chuyển đổi tài sản thành các công cụ tài chính dựa trên định giá của thị trường. Việc chuyển đổi này có thể là một quyết định bán tài sản cố định, hoặc sử dụng tài sản cố định vào các hợp đồng thế chấp cho các khoản vay từ ngân hàng.

## **2.1.2 Quản trị rủi ro tài chính**

### **2.1.2.1 Khái niệm**

Quản trị và quản lý là những khái niệm rộng với nhiều định nghĩa và cách hiểu khác nhau. Theo tiếng Anh quản trị (administration) và quản lý (management). Thực tế, thuật ngữ “*quản lý*” gắn liền với quản lý nhà nước, quản lý xã hội tức quản lý ở tầm vĩ mô, trong khi đó thuật ngữ “*quản trị*” thường dùng ở phạm vi nhỏ hơn đối với một tổ chức hay một doanh nghiệp. Quan điểm theo nghĩa rộng, khái niệm “*quản trị*” được hiểu là tất cả các yếu tố liên quan ảnh hưởng đến hành vi của một tổ chức. Quan điểm theo nghĩa hẹp, “*quản trị*” được hiểu là các cơ chế “*kiểm soát*” được sử dụng để tổ chức có trách nhiệm giải trình.

Falkner & Hiebl (2015), quản trị rủi ro có thể giúp các nhà quản trị SMEs kịp thời xác định những rủi ro đáng kể có thể gây nguy hiểm cho sự thành công hay sự tồn tại của doanh nghiệp và có phương án xử lý hiệu quả (Miller, 1992; Brustbauer, 2014). Việc đánh giá sai hoặc không nhận thấy rủi ro có thể gây ra hậu quả tai hại, từ tổn thất khách hàng đến thiệt hại về tài sản, thiệt hại về thương hiệu và thậm chí cả việc phá sản (Hollman & Mohammad-Zadeh, 1984).

Verbano & Venturini (2011, 2013), lý thuyết kinh tế học và các nghiên cứu thực nghiệm của quản trị rủi ro phát triển qua nhiều thời kỳ trong nhiều lĩnh vực khác nhau.

Đi kèm theo đó là các phương pháp, mô hình đánh giá với nhiều kỹ thuật cụ thể. Nhìn chung, hầu hết các nghiên cứu về quản trị rủi ro doanh nghiệp tập trung theo các hướng như quản trị rủi ro tài chính là quá trình tạo ra giá trị doanh nghiệp bằng cách sử dụng các kỹ thuật và phương pháp tài chính để quản trị rủi ro (tín dụng, tỷ giá, lãi suất, giá cả và thanh khoản) (Crockford, 1986). Quản trị rủi ro doanh nghiệp (ERM) là quy trình quản trị rủi ro áp dụng trên toàn doanh nghiệp, nhằm xác định các biến cố tiềm ẩn có thể ảnh hưởng đến tổ chức (rủi ro chiến lược, rủi ro thị trường, rủi ro tài chính, con người, công nghệ và vận hành trong doanh nghiệp). Từ đó, có những hành động tăng cường khả năng chống chịu rủi ro, đảm bảo các mục tiêu của doanh nghiệp được thực hiện (COSO, 2004).

Quản trị rủi ro (ERM) được cho là để giảm thiểu chi phí trực tiếp và gián tiếp của kiệt quệ tài chính, biến động thu nhập và những cú sốc tiêu cực trên thị trường tài chính, cũng như cải thiện quá trình ra quyết định để lựa chọn cơ hội đầu tư tốt nhất (Beasley & cộng sự, 2008; Hoyt & Liebenberg, 2011; Paape & Speklè, 2012; Yang & cộng sự, 2018).

Quản trị rủi ro là xác định mức độ rủi ro mà một công ty mong muốn, nhận diện được mức độ rủi ro hiện nay mà công ty đang gánh chịu và sử dụng các công cụ phái sinh hoặc các công cụ tài chính khác để điều chỉnh mức độ rủi ro thực sự theo mức độ rủi ro mà mình mong muốn (Nguyễn Thị Ngọc Trang, 2007).

Quản trị rủi ro tài chính (QTRRTC) là vấn đề ngày càng có ý nghĩa quan trọng đối với các nhà quản trị tài chính có nhiều nghĩa, nhưng trong kinh doanh liên quan đến việc xác định các biến cố có thể dẫn đến những hậu quả tài chính bất lợi và sau đó đưa ra các biện pháp để ngăn ngừa và/hoặc giảm tác hại của những biến cố này. Nhiều năm trước đây, các nhà QTRRTC của các công ty chủ yếu sử dụng dịch vụ bảo hiểm, họ muốn đảm bảo rằng công ty được bảo hiểm đầy đủ trước những rủi ro về cháy nổ, trộm cắp, và những biến cố khác. Gần đây, phạm vi QTRRTC được mở rộng, và bao hàm luôn các công việc như kiểm soát các khoản chi phí đầu vào chủ chốt như xăng dầu bằng các hợp đồng tương lai hoặc phòng vệ rủi ro lãi suất và tỷ giá bằng các giao dịch trên thị trường tiền tệ. Ngoài ra, các nhà QTRRTC còn cố gắng đảm bảo rằng các biện pháp phòng vệ đưa ra không làm gia tăng rủi ro (Brigham & Houston, 2020).

Quản trị rủi ro tài chính là quá trình nhằm bảo vệ tài sản của doanh nghiệp trước những tổn thất có thể xảy ra khi thực hiện các hoạt động của doanh nghiệp thông qua

việc sử dụng đa dạng các công cụ phòng ngừa trong điều kiện chi phí hiệu quả nhất. Việc áp dụng phương pháp QTRRTC giúp cho các doanh nghiệp giảm bớt xác suất về các biến cố có thể xảy ra gây thiệt hại cho doanh nghiệp trong quá trình sản xuất kinh doanh. Từ đó tạo ra giá trị cho doanh nghiệp, tối đa hóa lợi nhuận kinh doanh bằng cách giảm thiểu chi phí hay thiệt hại khi rủi ro xảy ra (Urciuoli & Crenca, 1989). QTRRTC là sự nhận dạng, đo lường và kiểm soát các loại rủi ro có thể đe dọa các loại tài sản và thu nhập từ các dịch vụ chính hay từ các hoạt động sản xuất kinh doanh chính của một ngành kinh doanh hay của một doanh nghiệp sản xuất (Nguyễn Thị Ngọc Trang, 2007).

Quản trị rủi ro tài chính là quá trình tiếp cận rủi ro một cách khoa học, toàn diện và có hệ thống nhằm nhận dạng, kiểm soát, phòng ngừa và giảm thiểu những tổn thất, mất mát, những ảnh hưởng bất lợi của rủi ro (Đoàn Thị Hồng Vân, 2013) hay phòng ngừa rủi ro là một thành phần của một tiến trình tổng thể hơn được gọi là quản trị rủi ro (Chance & Brook, 2015). Quản trị rủi ro là khái niệm rộng hơn phòng ngừa rủi ro. Không chỉ dừng ở việc sử dụng công cụ phái sinh để giảm thiểu rủi ro giống với phòng ngừa rủi ro, QTRRTC còn nhận diện được mức độ rủi ro doanh nghiệp đang gánh chịu để điều chỉnh RRTC theo mong muốn.

Quản trị rủi ro tài chính là quá trình tạo ra giá trị doanh nghiệp bằng cách sử dụng các kỹ thuật và phương pháp tài chính để quản trị rủi ro tín dụng, tỷ giá, lãi suất, giá cả và thanh khoản (Crockford, 1986; Verbano & Venturini, 2013).

Chance & Brooks (2015), quản trị rủi ro tài chính là sự kết hợp lẫn nhau của hai phương pháp đó là quản trị rủi ro theo quan điểm triển vọng tương lai (tập trung chủ yếu vào góc nhìn của nhà quản trị về tương lai. Nếu một rủi ro thị trường cụ thể có thể diễn ra thì rủi ro đó sẽ được làm giảm đi) và quản trị rủi ro theo quan điểm nhu cầu (chủ yếu vào góc nhìn của nhà quản trị về độ nhạy cảm rủi ro hiện hữu. Quản trị tài sản-nợ của doanh nghiệp).

Quản trị rủi ro tài chính tiếp cận các phương pháp quản trị rủi ro dưới góc độ tài chính của doanh nghiệp. Cụ thể là việc xác định mức độ rủi ro mà một doanh nghiệp mong muốn, nhận diện được mức độ rủi ro hiện nay của doanh nghiệp đang gánh chịu và sử dụng các công cụ phái sinh hoặc các công cụ tài chính khác để điều chỉnh mức độ rủi ro thực sự theo mức rủi ro mong muốn. Như vậy, *quản trị rủi ro tài chính tại các DNNVV là cách thức sử dụng các công cụ tài chính để điều chỉnh mức độ rủi ro tài*

*chính thực sự mong muốn của doanh nghiệp dựa trên cơ sở nhận diện và đo lường mức độ rủi ro tài chính mà doanh nghiệp đang gánh chịu.*

### **2.1.2.2 Mục tiêu của quản trị rủi ro tài chính**

Có nhiều quan điểm khác nhau trong việc xác định mục tiêu: Đối với doanh nghiệp công ích: Mục tiêu hoạt động là thực hiện tốt nhiệm vụ kinh tế-xã hội do nhà nước giao với chi phí thấp nhất. Đối với doanh nghiệp khác (kinh doanh kiếm lời): Tối đa hóa lợi nhuận sau thuế, tối đa hóa lợi nhuận phân phối cho chủ sở hữu và tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

Tối đa hóa lợi nhuận sau thuế: Đây là mục tiêu mà nhiều người quan tâm. Tuy nhiên, nói tối đa hóa lợi nhuận sau thuế cũng chỉ mới nói chung và như vậy vẫn chưa thể hiện được mục đích đầu tư của chủ sở hữu doanh nghiệp, chưa tính đến yếu tố thời gian, vốn đầu tư và rủi ro.

Tối đa hóa lợi nhuận phân phối cho chủ sở hữu: Doanh nghiệp do chủ sở hữu lập ra theo những mục tiêu, sứ mạng ngay từ lúc thành lập nhằm phục vụ lợi ích của chủ sở hữu. Do vậy, tối đa hóa lợi nhuận phân phối cho chủ sở hữu cũng là mục tiêu then chốt của quản trị tài chính doanh nghiệp. Tuy nhiên, có những giai đoạn doanh nghiệp không chia lợi tức cho chủ sở hữu. Vì thế, mục tiêu này chỉ đúng khi xét ở tầm chiến lược (lâu dài).

Tối đa hóa giá trị doanh nghiệp: Lợi nhuận nhà đầu tư mong đợi bao gồm số lãi được chia trong quá trình hoạt động và chênh lệch giữa giá bán với giá mua của tài sản đầu tư, yêu cầu của nhà đầu tư là tối đa hóa giá trị của hai bộ phận này. Tối đa hóa giá trị thị trường của doanh nghiệp chính là tối đa hóa giá trị tài sản của các chủ sở hữu hiện tại của doanh nghiệp, quá trình này đáp ứng những yêu cầu hợp lý của doanh nghiệp, nó đã được đánh giá cả ở góc độ thời gian, rủi ro và một số yếu tố khác.

Quyết định tài trợ bằng nợ giúp doanh nghiệp giảm thuế thu nhập doanh nghiệp và chi phí vốn thấp hơn so với quyết định tài trợ bằng vốn chủ sở hữu, tuy nhiên quyết định này làm gia tăng rủi ro tài chính cho doanh nghiệp. Rủi ro tài chính bao gồm hai khía cạnh: (i) gia tăng mức độ phân tán của lợi nhuận dành cho chủ sở hữu, (ii) biến cố có thể xảy ra hoặc không xảy ra tình trạng kiệt quệ tài chính. Kiệt quệ tài chính xảy ra khi doanh nghiệp không đủ khả năng thực hiện cam kết với chủ nợ hoặc có thể thực hiện nhưng khó khăn. Kiệt quệ tài chính có thể là tình trạng tạm thời và dẫn đến phát sinh

một số rắc rối như chủ nợ không tiếp tục tài trợ, dự án khả thi bị trì hoãn hay bỏ qua nhưng kiệt quệ tài chính cũng có thể dẫn đến phá sản.

Mục tiêu của quản trị rủi ro tài chính trong doanh nghiệp là hướng đến việc gia tăng giá trị doanh nghiệp. Bằng cách thực hiện các phương pháp hiệu quả, quản trị rủi ro tài chính mang lại nhiều lợi ích như giúp doanh nghiệp giảm thuế và giảm chi phí phá sản, tránh cho doanh nghiệp có những khoản đầu tư lệch lạc; chẳng hạn các doanh nghiệp khi sắp rơi vào tình trạng phá sản sẽ nhận thấy là họ ít có động cơ đầu tư vào các dự án cho dù các dự án này có hấp dẫn đến cỡ nào đi chăng nữa. Lý do là những dự án như thế chỉ có lợi cho các chủ nợ của doanh nghiệp vì chúng chỉ làm gia tăng các cơ hội để thanh toán cho các chủ nợ, giúp doanh nghiệp không chịu tổn thất từ những khoản đầu tư. Đồng thời, quản trị rủi ro tài chính giúp cho doanh nghiệp giảm chi phí đi vay (Nguyễn Thị Ngọc Trang, 2007). Vậy, đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa khi thực hiện, mục tiêu QTRRTC trong hoạt động là nhận diện rủi ro, kiểm soát rủi ro tài chính, chủ động phòng ngừa rủi ro, biến rủi ro thành lợi thế và cơ hội thành công (Aabo & cộng sự, 2005; Lukianchuk, 2015; Yang & cộng sự, 2018).

### **2.1.2.3 Quy trình quản trị rủi ro tài chính**

Ernst & Young (2012) quy trình quản trị rủi ro doanh nghiệp (QTRRDN) là một chuỗi các hoạt động nối kết nhau nhằm giúp doanh nghiệp QTRR và thu được những lợi ích từ một khung QTRRDN được triển khai có hiệu quả. Một quy trình QTRRDN hoàn chỉnh yêu cầu một doanh nghiệp cần bổ sung các hoạt động và các bước công việc nhằm làm cho phương pháp luận về hoạt động rủi ro phù hợp với văn hóa doanh nghiệp và phương pháp làm việc khác nhau giữa các doanh nghiệp. Tuy nhiên, QTRRDN là quy trình chung và có thể được duy trì tại mọi doanh nghiệp gồm có: Mục tiêu QTRR; đánh giá rủi ro (nhận diện rủi ro, đo lường rủi ro và kiểm soát rủi ro); giảm thiểu rủi ro và giám sát rủi ro.

Quy trình quản trị rủi ro tài chính của doanh nghiệp phù hợp với quy trình quản trị rủi ro doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp nhỏ và vừa nói riêng thường có các bước: nhận diện, đo lường và kiểm soát rủi ro tài chính trong nghiên cứu của Hollman & cộng sự (1984), Steven Li (2003), Zhe, Ke, Kaibi, & Xiaoliu (2012), Hậu (2013), Lan (2016).

#### **Bước 1: Nhận diện rủi ro tài chính**

Các nhà nghiên cứu, nhà quản trị doanh nghiệp sử dụng nhiều kỹ thuật khác nhau như sử dụng bảng liệt kê hay lập bảng câu hỏi về rủi ro tài chính; phân tích báo cáo tài chính; phân tích hợp đồng; nghiên cứu số liệu tổn thất quá khứ. Rủi ro tài chính được trình bày dưới các rủi ro: lãi suất, đòn bẩy tài chính, tỷ giá, biến động giá và tín dụng (Hollman & cộng sự, 1984; Andrade & Kaplan, 1998; Kam & cộng sự, 2008; Napp, 2011; Lan, 2016; Phạm Tuấn Anh, 2017; Mã Văn Tuệ, 2020; Bùi Hữu Phước, 2020; González & cộng sự, 2020). Chỉ tiêu nhận diện rủi ro tài chính:

- Tỷ số khả năng thanh toán lãi vay: Tỷ số khả năng trả lãi được tính bằng lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) trên tổng chi phí lãi vay nhận diện rủi ro lãi suất (Andrade & Kaplan, 1998; Kam & cộng sự, 2008; Napp, 2011; Trịnh Thị Phan Lan, 2016; Mã Văn Tuệ, 2020; Bùi Hữu Phước, 2020). Tỷ số này cho biết bình quân một đồng lãi vay phát sinh trong kỳ được đảm bảo bởi bao nhiêu đồng lợi nhuận. Nếu EBIT lớn hơn lãi vay càng nhiều lần thì khả năng đảm bảo thanh toán các khoản chi phí lãi vay càng cao. Nếu tỷ số khả năng trả lãi vay thấp, rủi ro tài chính càng cao. Khi doanh nghiệp có xu hướng gia tăng sử dụng vốn vay, theo đó lãi vay phải trả sẽ tăng lên. Nếu doanh nghiệp kinh doanh không tốt, sẽ dẫn đến lợi nhuận trước lãi vay và thuế thấp hoặc bị lỗ, từ đó sẽ ảnh hưởng đến việc thanh toán tiền lãi và vốn gốc, là nguyên nhân dẫn đến rủi ro tài chính hoặc khi doanh nghiệp có tỷ số khả năng trả lãi nhỏ hơn một doanh nghiệp đang gặp vấn đề rất lớn trong lợi nhuận và không có khả năng thanh toán lãi vay đúng hạn và được nhận diện có rủi ro lãi suất. Khả năng thanh toán lãi vay phải lớn hơn 1. Nếu hệ số này nhỏ hơn 1 thì có 2 khả năng: i) doanh nghiệp vay nợ nhiều và sử dụng nợ không hiệu quả; ii) khả năng sinh lợi của doanh nghiệp thấp, không đủ trang trải lãi vay.

- Nhận diện rủi ro đòn bẩy tài chính, rủi ro biến động giá nguyên vật liệu, rủi ro thanh khoản và rủi ro tín dụng thương mại theo dấu hiệu nhận diện của Trịnh Thị Phan Lan (2016) cụ thể như sau:

Rủi ro đòn bẩy tài chính dấu hiệu nhận diện hệ số nợ. Ý nghĩa hệ số nợ trên tổng tài sản cao chứng tỏ doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào nợ để tài trợ cho tài sản. Do đó, khả năng tự chủ tài chính và khả năng còn đi vay thấp.

Rủi ro tỷ giá: Dấu hiệu nhận diện lãi/lỗ do chênh lệch tỷ giá. Nếu  $\text{lãi} > \text{lỗ}$  do chênh lệch tỷ giá, doanh nghiệp không gặp rủi ro. Nếu  $\text{lãi} < \text{lỗ}$  do chênh lệch tỷ giá, doanh nghiệp đối mặt với rủi ro tỷ giá.

Rủi ro biến động giá qua hệ số giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần cho biết tỷ trọng giá vốn so với doanh thu thuần hàng năm. Nếu hệ số này cao trong điều kiện doanh thu thuần không tăng, chứng tỏ giá vốn đang tăng lên.

Rủi ro tín dụng thương mại: Khoản phải thu trên nợ ngắn hạn. Hệ số này cho biết khoản phải thu chiếm bao nhiêu phần trăm trong nợ ngắn hạn của doanh nghiệp. Hệ số cao hay thấp phụ thuộc vào chính sách bán chịu.

## **Bước 2: Đo lường rủi ro tài chính**

Nguyễn Thị Ngọc Trang (2007), đo lường rủi ro tài chính ngoại sinh và nội sinh.

### **➤ Đo lường rủi ro tài chính ngoại sinh**

Các biện pháp đo lường rủi ro ngoại sinh như các mô hình nhân tố khác nhau.

Một mô hình nhân tố tuyến tính như sau

$$R_{it} = \sum_j b_{ij} F_{jt} + e_{it}$$

Với  $R_i$  là tỷ suất sinh lợi của công cụ tài chính thứ  $i$  có thể là một trái phiếu hoặc một khoản tiền gửi,  $F_j$  là nhân tố thứ  $j$ ,  $b_{ij}$  là quyền số của nhân tố thứ  $j$ , và  $e_i$  là sai số phần dư. Theo ý nghĩa về đo lường rủi ro, hệ số  $b_{ij}$  đo lường độ nhạy cảm của công cụ tài chính đối với nhân tố thứ  $j$ . Bằng cách hồi quy tỷ suất sinh lợi của danh mục thị trường ( $R_m$ ) thu được ước lượng về hệ số beta ( $\beta$ ) một cách thức đo lường rủi ro thị trường của công ty.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$$

Sử dụng một kỹ thuật rất giống như vậy-mà nhờ đó các nhà phân tích thu được hệ số beta, người ta có thể đo lường nhận thức của thị trường về độ nhạy cảm của giá trị công ty đối với những thay đổi của lãi suất, tỷ giá và giá hàng hóa, mô hình ở đây sử dụng kết hợp các mô hình của Flannery & Janes (1984) và Jorion (1990) bằng cách đưa cả tỷ lệ thay đổi của lãi suất ( $\Delta r/r$ ) và tỷ giá ( $\Delta P_{FX}/P_{FX}$ ) vào mô hình dưới dạng biến độc lập. Tiến thêm một bước để ước lượng độ nhạy cảm đối với rủi ro giá hàng hóa bổ sung vào mô hình tỷ lệ thay đổi của giá hàng hóa ( $\Delta P_c/P_c$ ). Vì vậy, phương trình mà chúng ta xem xét là:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + Y_{ri} \left( \frac{\Delta r}{r} \right)^t + Y_{FXi} \left( \frac{\Delta P_{FX}}{P_{FX}} \right)^t + Y_{Ci} \left( \frac{\Delta P_c}{P_c} \right)^t + e_{it}$$

Với  $\beta$  phản ánh độ nhạy cảm của công ty đối với thị trường và  $Y_{ri}$ ,  $Y_{FXi}$  và  $Y_{Ci}$  phản ánh độ nhạy cảm của công ty  $i$  lần lượt đối với rủi ro lãi suất, tỷ giá và giá hàng hóa.

### ➤ **Đo lường rủi ro tài chính nội sinh**

Biện pháp đo lường RRTC nội sinh có liên quan đến dòng tiền: doanh thu và chi phí nhạy cảm đến mức độ nào đối với thay đổi của lãi suất, tỷ giá và/hoặc giá hàng hóa? Theo kinh nghiệm, các công ty sử dụng một trong hai phương pháp để đạt được biện pháp đo lường rủi ro tài chính nội sinh.

#### **Phân tích thống kê doanh thu và chi phí**

Đối với nhiều công ty, hầu như bước đầu tiên là xem xét những động thái của các số liệu kế toán-số liệu về doanh thu và chi phí. Điều này được hoàn thành nhờ sử dụng hồi quy để ước lượng mối quan hệ trong quá khứ giữa các biến số tài chính, giá cả có liên quan với các số liệu quan trọng bên trong như doanh thu và chi phí (cũng như các số liệu ít mang tính tổng hợp hơn như chi tiêu vốn). Sử dụng các dữ liệu quá khứ, các nhà quản trị có thể ước lượng các mô hình theo dạng sau:

$$\text{Doanh thu}_t = a_0 + \sum a_i (\text{biến số tài chính, giá cả})_{it} + e_{it}$$

$$\text{Chi phí}_t = b_0 + \sum b_i (\text{biến số tài chính, giá cả})_{it} + e_{it}$$

#### **Phân tích mô phỏng-Nhạy cảm của dòng tiền**

Quản trị rủi ro trong các công ty phi tài chính hàng đầu đã phát triển từ việc chỉ tập trung quan tâm đến những độ nhạy cảm với giá riêng lẻ-lãi suất, tỷ giá hoặc giá hàng hóa đến việc quản trị độ nhạy cảm của công ty đối với các biến số tài chính, giá cả trên như một danh mục các rủi ro có tương quan với nhau.

Thực ra rủi ro tài chính có thể đo bằng chi phí kiệt quệ tài chính. Đây là bước quan trọng để xác định biến của mô hình là biến đại diện cho tình trạng kiệt quệ tài chính. Dữ liệu sử dụng để đo lường kiệt quệ tài chính dựa trên dữ liệu kế toán.

Ở hướng tiếp cận dựa trên dữ liệu kế toán của doanh nghiệp, nhiều nghiên cứu sử dụng các chỉ số tài chính (Gilbert & cộng sự, 1990; Asquith, Gertner, & Scharfstein, 1994; Denis & Denis, 1995; Andrade & Kaplan, 1998; Pindado & cộng sự, 2008; Kam & cộng sự, 2008; Tinoco & Wilson, 2013) để xem xét điều kiện thu nhập hoạt động, điều kiện thanh toán nghĩa vụ nợ vay cho việc xác định kiệt quệ tài chính. Khi đó trong năm quan sát ở thời điểm  $t$ , doanh nghiệp được xem là xảy ra kiệt quệ tài chính khi thu nhập hoạt động của doanh nghiệp bị âm ít nhất trong 3 năm liên tục (Gilbert & cộng sự, 1990; Denis & Denis, 1995; Denis & Kruse, 2000) tức là năm  $t$ , năm  $t-1$  và năm  $t-2$  hoặc lợi nhuận trước thuế và lãi vay nhỏ hơn chi phí lãi vay trong 2 năm liên tục (Asquith & cộng sự, 1994) tức là ở năm  $t$  và năm  $t-1$ .



Chi phí kiệt quệ tài chính phát sinh chủ yếu do sử dụng nợ. Công ty sử dụng nợ càng nhiều, chi phí kiệt quệ tài chính càng lớn càng làm gia tăng nguy cơ kiệt quệ tài chính. Mô hình nhị phân Binary Logistic đo lường xác suất kiệt quệ tài chính được Ohlson (1980) thực hiện đầu tiên. Hu & Ansell (2005), Fan, Huang, & Zhu (2013) các công ty kiệt quệ tài chính là những công ty có tỷ lệ nợ lớn hơn một, có nghĩa là nợ phải trả lớn hơn tổng tài sản hoặc tỷ số khả năng trả lãi nhỏ hơn một, nghĩa là dòng tiền doanh nghiệp không đủ khả năng chi trả lãi vay. Tiếp nối là các nghiên cứu của Pindado (2008), Campbell & cộng sự (2011), Tinoco & Wilson (2013) sử dụng EBITDA như một chỉ số về kiệt quệ tài chính khi nó ít hơn các khoản thanh toán lãi. Do đó, ở Việt Nam, xác suất vỡ nợ của công ty được đo lường bằng tỷ số khả năng chi trả lãi vay giữa lợi nhuận/thu nhập trước lãi vay và thuế (EBIT) và các khoản thanh toán lãi vay. Nếu tỷ lệ này thấp hơn một hoặc EBIT thấp hơn các khoản thanh toán lãi, công ty sẽ rơi vào kiệt quệ tài chính (Ninh, Thanh, & Hong, 2018) biến phụ thuộc là biến nhị phân được gán một trong hai giá trị: Hoặc là 1, nếu công ty  $i$  xảy ra kiệt quệ tài chính ở năm  $t$  hoặc là 0, trường hợp còn lại. Chance & Brooks (2015) có hai phương pháp tổng quát để quản trị rủi ro tài chính, đó là quan điểm triển vọng tương lai và quan điểm nhu cầu.

Quản trị rủi ro theo quan điểm triển vọng tương lai thì tập trung chủ yếu vào góc nhìn của nhà quản trị về tương lai. Nếu một rủi ro thị trường cụ thể có thể diễn ra thì rủi ro đó sẽ được làm giảm đi. Nếu một rủi ro thị trường cụ thể khó có thể diễn ra thì rủi ro đó không được làm giảm đi. Trong giai đoạn quyết định không phòng ngừa rủi ro thì rủi ro có thể xuất hiện và gây ra thua lỗ lớn. Trong giai đoạn quyết định phòng ngừa rủi ro thì rủi ro không xuất hiện và kết quả là tổn kém chi phí phòng ngừa. Quản trị rủi ro theo quan điểm triển vọng tương lai là phương pháp chủ đạo được áp dụng để quản trị rủi ro tài chính của một tổ chức.

Quản trị rủi ro theo quan điểm nhu cầu thì tập trung chủ yếu vào góc nhìn của nhà quản trị về độ nhạy cảm rủi ro hiện hữu. Quản trị tài sản-nợ của ngân hàng là ví dụ về quản trị rủi ro theo quan điểm nhu cầu. Các nhà phân tích ngân hàng sẽ xác định độ nhạy lãi suất của cả tài sản và nợ. Dựa trên phân tích này, ngân hàng có thể hoặc không áp dụng một số chiến lược phòng ngừa. Tương tự như vậy, một hãng hàng không phòng ngừa rủi ro giá nhiên liệu hay công ty chế biến thực phẩm phòng ngừa rủi ro giá hàng hóa thì đều là quản trị rủi ro theo quan điểm nhu cầu.

Như vậy, quản trị rủi ro tài chính là sự kết hợp từ hai phương pháp này.

### **Bước 3: Kiểm soát rủi ro tài chính**

Kiểm soát rủi ro tài chính là việc sử dụng các chiến lược, công cụ, kỹ thuật phù hợp nhằm tránh rủi ro, chấp nhận rủi ro, giảm mức rủi ro, chuyển rủi ro, những ảnh hưởng không mong đợi của rủi ro đối với doanh nghiệp (Zhe, Ke, Kaibi, & Xiaoliu, 2012) chẳng hạn để kiểm soát rủi ro về giá mà nhiều doanh nghiệp đã áp dụng các biện pháp phòng ngừa là sử dụng các công cụ tài chính phái sinh. Trong nền kinh tế thị trường giá cả hàng hóa, nguyên vật liệu luôn thay đổi tùy thuộc vào quan hệ cung cầu, tâm lý người tiêu dùng, tiềm lực kinh tế của các nước v.v... Nhìn chung các nguyên nhân này khó có thể dự đoán được chính xác. Vì thế, rủi ro về sự biến động giá là loại rủi ro phổ biến ảnh hưởng đến tình hình tài chính của doanh nghiệp. Sự thay đổi của giá cả hàng hóa. Để hạn chế rủi ro này người ta thường dùng các công cụ tài chính phái sinh như: Option (hợp đồng quyền chọn), forward (hợp đồng kỳ hạn), future (hợp đồng tương lai), swap (hợp đồng hoán đổi). Việc nâng cao hiểu biết, sự quan tâm của doanh nghiệp đối với các loại hợp đồng này là điểm đáng lưu ý trong công tác quản trị rủi ro tài chính.

#### *1. Hợp đồng kỳ hạn*

Hợp đồng kỳ hạn là một thỏa thuận trong đó một người mua và một người bán chấp thuận thực hiện một giao dịch hàng hóa với khối lượng xác định tại một thời điểm xác định trong tương lai với một mức giá được ấn định vào ngày hôm nay. Thời điểm xác định trong tương lai là ngày thanh toán hợp đồng.

#### *2. Hợp đồng tương lai*

Về cơ bản hợp đồng kỳ hạn và hợp đồng tương lai giống nhau: Đều là những hợp đồng mua (bán) một loại hàng hóa nào đó trong một tương lai xác định theo giá thỏa thuận tại thời điểm ký hợp đồng, là công cụ phòng ngừa rủi ro về biến động giá. Công dụng phòng ngừa rủi ro do biến động giá của hàng hóa, nguyên vật liệu do đã cố định được giá thông qua hợp đồng. Mặt khác, hợp đồng tương lai được đảm bảo bởi bên thứ ba nên không có rủi ro do hủy hợp đồng. Ưu điểm, hạn chế tối đa rủi ro về biến động giá cũng như với đối tác và thanh toán hàng ngày chứ không cần phải đến ngày đáo hạn. Tuy nhiên, dù lợi hay thiệt, đến ngày đáo hạn phải thực hiện hợp đồng, không có quyền lựa chọn khác.

*3. Hợp đồng quyền chọn* là một hợp đồng cho phép người mua có quyền, chứ không phải nghĩa vụ, mua hoặc bán một số lượng hàng hóa cơ sở với một mức giá thực hiện đã được ấn định trước cho một thời hạn xác định trong tương lai, sau khi đã trả một

khoản phí ngay từ lúc ký hợp đồng cho người bán. Hàng hóa cơ sở có thể là cổ phiếu, trái phiếu, vàng, ngoại tệ hay hợp đồng tương lai.

Khi sử dụng hợp đồng quyền chọn có ưu điểm là giúp ta phòng ngừa rủi ro tỷ giá và giúp các nhà đầu tư tận dụng được cơ hội đầu cơ nếu như tỷ giá biến động thuận lợi. Tỷ suất sinh lợi từ hoạt động đầu tư của option rất cao, cao hơn rất nhiều lần so với đầu tư thực hay các khoản đầu tư khác (do tỷ số đòn bẩy cao). Tuy nhiên, nhược điểm của nó là nhà đầu tư phải bỏ phí ra mua quyền chọn, cho dù có thực hiện hay không thực hiện quyền chọn.

#### *4. Hợp đồng hoán đổi*

Hợp đồng hoán đổi là hợp đồng cho phép hai đối tượng hoán đổi quyền lợi và nghĩa vụ của mình với người khác mà không từ bỏ tài sản của mình.

Để phòng ngừa rủi ro lãi suất dùng hợp đồng hoán đổi. Đây là công cụ phòng chống rủi ro tỷ giá, lãi suất khá hoàn hảo. Đồng thời mang lại cơ hội tìm kiếm lợi nhuận.

Ngoài công cụ phái sinh, kiểm soát rủi ro tài chính bằng công cụ tài chính khác.

*Kiểm soát rủi ro về giá:* Để giảm rủi ro về giá, các doanh nghiệp sản xuất có giá sản phẩm bán ra đã cố định theo hợp đồng lâu dài trong khi giá nguyên phụ liệu tăng cao, gây nên thua lỗ. Tìm cách ổn định giá là biện pháp nhằm giảm rủi ro về giá. Những biến động về giá nguyên vật liệu, vật tư có thể lấy mất đi lợi nhuận của người sản xuất. Do đó người sản xuất có thể thương lượng với người phân phối và người cung ứng đầu vào để có các biện pháp ổn định giá nhằm chống lại những thay đổi bất lợi về giá. Người sản xuất có thể sử dụng các biện pháp sau nhằm ổn định giá:

Tìm cách cố định giá trong các hợp đồng cung ứng vật tư và tiêu thụ sản phẩm

Hợp đồng trước về giá giao dịch trong tương lai.

Các biện pháp trên nhằm cố định mức giá thỏa thuận giữa các bên để tránh những biến động về giá với người cung cấp đầu vào hay người tiêu thụ sản phẩm.

Dự trữ và bán dần sẽ hạn chế khả năng nhận được giá bất lợi và hy vọng sẽ có được mức bình quân về giá trong năm.

Sử dụng đúng các biện pháp ổn định giá có tác dụng giải quyết rủi ro về giá, nhưng xử lý không đúng có thể làm tăng rủi ro, do đó tìm hiểu kỹ các thông tin về thị trường là rất quan trọng.

Ngoài việc phản ánh độ nhạy cảm của DN đối với rủi ro tài chính, bảng cân đối kế toán đôi khi còn cung cấp thông tin về lý do căn bản tại sao lại cần phải quản trị rủi ro. Chẳng

hạn, bảng cân đối kế toán sẽ cho thấy liệu DN có các khoản khấu trừ thuế đầu tư hoặc các khoản lỗ thuế cộng mang sang mà giá trị có thể được làm tăng lên thông qua các công cụ quản trị rủi ro. Nếu thu nhập trước thuế không ổn định do những biến động trong lãi suất hoặc giá hàng hóa, DN có thể tăng giá trị bằng các phòng ngừa rủi ro. Do vậy, doanh nghiệp cần kiểm soát nhằm khắc phục rủi ro do biến động giá nguyên liệu như chủ động nghiên cứu, nắm bắt và dự báo xu hướng biến động giá nguyên liệu, tối ưu hóa mức dự trữ hàng tồn kho và tiếp tục nâng cao năng lực tự khai thác nguyên liệu, giảm thiểu phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu bên ngoài.

*Kiểm soát rủi ro lãi suất và rủi ro đòn bẩy tài chính:* Để giảm rủi ro lãi suất, đòn bẩy tài chính bằng cách:

*Xác định nguồn vốn.* Dựa vào bảng cân đối kế toán ở phần nguồn vốn phản ánh toàn bộ nguồn vốn hình thành nên tài sản của doanh nghiệp, bao gồm: nợ phải trả (ngắn hạn và dài hạn) và nguồn vốn chủ sở hữu cần thiết hoạch định cơ cấu tài chính. Sau khi xác định nhu cầu vốn cần thiết cho sản xuất kinh doanh, doanh nghiệp phải bố trí nguồn tài trợ hợp lý cho nhu cầu vốn đó. Có nhiều nguồn tài trợ cho nhu cầu vốn của doanh nghiệp như: nguồn vốn chủ sở hữu (cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu đãi), vay ngắn hạn, dài hạn ngân hàng, phát hành trái phiếu. Tất cả những nguồn tài trợ cho toàn bộ nhu cầu vốn của doanh nghiệp nói lên cơ cấu tài chính. Như thế có thể thấy rằng cơ cấu tài chính gồm cơ cấu vốn và nợ ngắn hạn. Cơ cấu vốn gồm nguồn vốn chủ sở hữu và nợ trung, dài hạn thể hiện nguồn tài trợ thường xuyên, doanh nghiệp có thể an tâm sử dụng trong thời gian tương đối dài không phải lo chi trả. Bố trí cơ cấu tài chính thích hợp có ý nghĩa quan trọng trong việc giảm thấp giá sử dụng vốn của doanh nghiệp. Vì vậy, trong công tác quản trị tài chính cần thiết phải xây dựng cơ cấu tài chính. Trong mỗi doanh nghiệp, nguồn tài trợ ngắn hạn thường xuyên thay đổi theo tình hình thay đổi của tài sản ngắn hạn do đó, trong hoạch định tài chính dài hạn của một doanh nghiệp các nhà quản trị chỉ quan tâm đến cơ cấu vốn. Cơ cấu tài chính có ảnh hưởng đến lợi nhuận dành cho chủ sở hữu vì thế, trong dài hạn doanh nghiệp cần thiết hoạch định cơ cấu vốn mục tiêu. Cơ cấu vốn mục tiêu là sự kết hợp hài hòa giữa nợ và vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp theo mục tiêu đề ra, cơ cấu này làm giảm thiểu rủi ro và tăng hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu. Như vậy, hoạch định chính sách cơ cấu vốn liên quan đến việc đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro.

Khi xác định nguồn vốn cần lưu ý sử dụng nợ nhiều làm giảm đi sự chủ động về tài chính khiến cho những nhà cung cấp vốn ngân ngại cho vay hay đầu tư vốn vào doanh nghiệp. Mặt khác, sử dụng nợ nhiều làm giảm tính thanh khoản, làm tăng rủi ro tài chính. Như vậy, các doanh nghiệp quyết định lựa chọn tài trợ bằng nợ sẽ phải đối mặt với RRTC và nếu xảy ra RRTC cho dù là trường hợp nào thì doanh nghiệp cũng phải chịu thiệt hại, chấp nhận phát sinh những tổn kém, qua đó trở thành yếu tố tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Mặt khác, có thể gia tăng giá trị của doanh nghiệp bằng cách sử dụng tỷ số đòn bẩy tài chính phù hợp. Theo cách tiếp cận này, doanh nghiệp trước tiên có thể hạ thấp chi phí sử dụng vốn thông qua việc gia tăng sử dụng nợ bởi vì chi phí sử dụng nợ thấp hơn do có khoản tiết kiệm thuế. Tuy nhiên, khi tỷ số nợ gia tăng thì rủi ro cũng gia tăng, do đó, nhà đầu tư đòi hỏi gia tăng lợi nhuận, đến lúc nào đó thì lợi ích của việc tiết kiệm thuế không đủ bù đắp cho việc gia tăng của chi phí sử dụng vốn bình quân khiến cho lợi ích của việc sử dụng nợ không còn.

Như vậy, nếu cơ cấu vốn của doanh nghiệp được tài trợ bởi 100% vốn chủ sở hữu thì một mặt cho thấy doanh nghiệp chủ động trong nguồn vốn (không bị phụ thuộc vào nguồn vốn bên ngoài) và không có rủi ro tài chính, nhưng mặt khác doanh nghiệp cũng phải chịu chi phí sử dụng vốn bình quân cao do chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu thường cao hơn chi phí sử dụng nợ vay. Ngược lại, khi doanh nghiệp sử dụng nợ để tài trợ cơ cấu vốn, tuy có thể làm giảm chi phí sử dụng vốn bình quân nhưng lại có thể làm tăng rủi ro tài chính cho doanh nghiệp do tăng rủi ro trong khả năng thanh toán nợ vay, nhất là trong trường hợp doanh nghiệp sử dụng tỷ trọng nợ quá cao vượt một giới hạn nào đó thì ngoài việc làm rủi ro thanh toán tăng cao còn làm cho chi phí sử dụng vốn bình quân tăng. Chính điều này khiến cho doanh nghiệp luôn phải thiết lập cơ cấu vốn sao cho tối ưu nhằm giảm thiểu được rủi ro tài chính và giảm chi phí sử dụng vốn bình quân. Nói cách khác, nếu doanh nghiệp duy trì mức độ sử dụng nợ thấp thì rủi ro kiệt quệ tài chính có thể không đáng kể và giá trị hiện tại của chi phí kiệt quệ tài chính rất nhỏ so với giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế từ lãi vay nên giá trị doanh nghiệp tăng lên, cũng như sẽ tiếp tục gia tăng khi sự gia tăng mức độ sử dụng nợ. Tuy nhiên, chi phí kiệt quệ tài chính sẽ càng cao hơn khi càng gia tăng mức độ sử dụng nợ, và cho đến khi giá trị hiện tại của chi phí kiệt quệ tài chính bằng giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế thì giá trị doanh nghiệp đạt cực đại, tại đó xác định được cơ cấu vốn tối ưu cho doanh nghiệp; nếu doanh nghiệp tiếp tục gia tăng mức độ sử dụng nợ thì giá trị

doanh nghiệp sẽ bị giảm xuống bởi giá trị hiện tại của chi phí kiệt quệ tài chính tăng nhiều hơn giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế từ lãi vay. Dưới góc độ tài chính, nợ là nguồn tài trợ có thời hạn hoàn trả và doanh nghiệp có trách nhiệm thanh toán nợ gốc và tiền lãi không tùy thuộc vào kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh, đây là những đặc trưng cơ bản của nợ và cũng là mâu thuẫn cơ bản dẫn đến doanh nghiệp phải đối mặt với rủi ro tài chính; vì vậy, phân tích khả năng thanh toán nợ gốc và khả năng đảm bảo lãi vay thường được quan tâm bởi nhiều chủ thể khi doanh nghiệp có sử dụng nợ. Theo đó, các tỷ số tài chính thường được sử dụng nhằm cung cấp thông tin và qua đó cảnh báo khả năng xảy ra rủi ro tài chính của các doanh nghiệp như tỷ số đòn bẩy tài chính, tỷ số khả năng trả lãi, tỷ số khả năng thanh toán hiện thời. Doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính với hy vọng là sẽ gia tăng được lợi nhuận cho chủ sở hữu. Nếu sử dụng phù hợp, doanh nghiệp có thể dùng các nguồn vốn có chi phí cố định, bằng cách phát hành trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi, để tạo ra lợi nhuận lớn hơn chi phí trả cho việc huy động vốn có lợi tức cố định. Phần lợi nhuận còn lại sẽ thuộc về chủ sở hữu của doanh nghiệp.

Nếu một doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động đầu tư yếu kém, với quyết định lựa chọn cơ cấu vốn không phù hợp sẽ dễ dàng dẫn đến tác động tiêu cực của đòn bẩy tài chính, làm giảm lợi nhuận của chủ sở hữu. Ngược lại, đối với các doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động đầu tư cao, với quyết định sử dụng đòn bẩy tài chính hợp lý, và thiết lập được các biện pháp hữu hiệu trong việc kiểm soát rủi ro tài chính sẽ giúp doanh nghiệp tận dụng được những tác động tích cực của đòn bẩy tài chính gia tăng lợi nhuận cho chủ sở hữu nhưng vẫn đảm bảo được sự an toàn, đồng thời sẽ làm gia tăng hiệu quả doanh nghiệp.

#### *Xác định thời điểm bỏ vốn, quy mô bỏ vốn*

Ngoài việc hạn chế sử dụng nợ, các DN cần phải sử dụng có hiệu quả nguồn vốn hiện có. Doanh nghiệp cần phải khai thác nguồn lực vốn, không để vốn nhàn rỗi, lãng phí, sử dụng vốn đúng mục đích, tiết kiệm. Để làm được điều này, các DN cần xác định thời điểm bỏ vốn, quy mô bỏ vốn sao cho mang lại hiệu quả cao nhất với chi phí thấp. Một đặc điểm chung của các DN cần hướng đến việc giải quyết tốt việc thu hồi công nợ từ các đơn vị đối tác để đáp ứng kịp thời cho các nhu cầu vốn của DN như trả lương cho nhân viên, trả tiền cho nhà cung cấp. Quản trị tốt các khoản phải thu giúp cho DN chủ

động hơn, xoay nhanh đồng vốn trong các hoạt động của mình, không phát sinh các khoản vay ngoài kế hoạch.

*Xác định thời gian trả nợ của khách hàng*

Doanh nghiệp nhỏ và vừa cần xây dựng chính sách tín dụng cụ thể, xác định rõ điều kiện về vốn, tình hình kinh doanh, tình hình lợi nhuận, trách nhiệm trả nợ của khách hàng. Tùy vào mối quan hệ với khách hàng mà đưa ra các hình thức tín dụng phù hợp; đồng thời trích lập các khoản dự phòng tài chính. Cần thực hiện tốt các chính sách thu hồi nợ, đối với các khoản nợ đến hạn và quá hạn cần xử lý linh hoạt và mềm dẻo. Ngược lại, đối với những khoản nợ khó đòi cần có các biện pháp cứng rắn hơn.

Do vậy, muốn phòng ngừa, hạn chế rủi ro tài chính, các DNNVV cần xây dựng được một cơ cấu nguồn vốn hợp lý theo chiều hướng giảm tỷ lệ nợ, phát huy các kênh huy động vốn khác. Cơ cấu nợ vay cải thiện theo hướng giảm thiểu nguồn vốn tín dụng ngắn hạn, nâng cao dần nguồn vốn trung và dài hạn để giảm bớt áp lực thanh toán như huy động vốn dài hạn bằng cách sử dụng tín dụng thuê mua tài chính, huy động vốn từ các quỹ đầu tư, huy động vốn từ nguồn vốn nội bộ: Một là, có thể sử dụng một phần lợi nhuận sau thuế để bổ sung tăng vốn, tự đáp ứng nhu cầu đầu tư tăng trưởng. Hai là, tiền trích khấu hao tài sản cố định chủ yếu dùng để tái sản xuất đầu tư tài sản cố định. Tuy nhiên, thời gian sử dụng TSCĐ thường rất dài, phải sau nhiều năm mới cần thay thế đổi mới; trong khi hàng năm doanh nghiệp đều tính khấu hao và tiền khấu hao được tích lũy lại. Trong khi chưa có nhu cầu thay thế tài sản cố định cũ, doanh nghiệp có thể sử dụng số tiền khấu hao đó để đáp ứng nhu cầu đầu tư tăng trưởng. doanh nghiệp để tài trợ vốn cho hoạt động kinh doanh.

Để giảm thiểu rủi ro lãi suất, doanh nghiệp cần chủ động hạn chế vốn lưu động bằng cách: Thúc đẩy nhanh vòng quay lượng hàng tồn kho, đẩy mạnh hình thức bán hàng thanh toán trực tiếp để giảm số ngày một vòng quay các khoản phải thu, tăng cường số ngày một vòng quay các khoản phải trả. Đối với các khoản vay dài hạn phục vụ hoạt động đầu tư phát triển, doanh nghiệp cần cố gắng phối hợp giữa tiến độ xây dựng ban đầu và tiến độ giải ngân để tăng mức độ hoạt động của vốn vay vì hầu như tất cả các doanh nghiệp đều có vốn vay để đáp ứng nhu cầu hoạt động sản xuất kinh doanh và lãi vay luôn được dự toán trước, nhưng thực tế do ảnh hưởng của nền kinh tế như lạm phát hoặc vốn vay không theo dự toán ban đầu sẽ dẫn đến rủi ro lãi suất.

*Kiểm soát rủi ro tín dụng thương mại:* Để kiểm soát RRTD thương mại thì doanh nghiệp xem xét, quyết định cho vay dựa vào các điều kiện về thực hiện phân loại nợ và nguyên tắc xử lý nợ đối với khách hàng.

Phân loại nợ đối với khách hàng theo phương pháp định lượng: DN thực hiện phân loại nợ theo năm nhóm sau: Nhóm 1 (nợ đủ tiêu chuẩn), nhóm 2 (nợ cần chú ý), nhóm 3 (nợ dưới tiêu chuẩn), nhóm 4 (nợ nghi ngờ), nhóm 5 (nợ có khả năng mất vốn). Phân loại nợ đối với khách hàng theo phương pháp định tính áp dụng đối với khách hàng có dư nợ từ 500 triệu đồng trở lên. Căn cứ kết quả xếp hạng khách hàng, các khoản nợ của khách hàng sẽ được phân loại vào các nhóm nợ tương ứng.

Nguyên tắc xử lý nợ: DN để xử lý rủi ro trong trường hợp các khoản nợ thuộc nhóm 5. Doanh nghiệp nhỏ và vừa có thể rút ngắn thời gian thu tiền bán hàng để cải thiện các khoản phải thu bằng cách:

- Nâng cao chất lượng sản phẩm, tạo vị thế trên thị trường, xây dựng bộ tiêu chuẩn bán chịu phù hợp với điều kiện cụ thể trong từng giai đoạn hoạt động của doanh nghiệp.

- Theo đuổi chính sách tín dụng chặt chẽ trong kỳ hạn thanh toán hợp lý. Khi quyết định thời gian bán chịu, doanh nghiệp phải xem xét các yếu tố như: loại hình DN, khối lượng mua hàng, số dư khoản phải thu, loại hàng hóa, thời gian thu tiền của khách hàng.

- Áp dụng chiết khấu bằng tiền khi khách hàng thanh toán trước hạn hoặc chiết khấu theo khối lượng hàng cho những khách hàng sẵn sàng ký hợp đồng mua hàng dài hạn.

- Dịch vụ bao thanh toán có thể xem là một phương thức kết hợp thanh toán, tín dụng, bảo hiểm. Khi sử dụng dịch vụ này, bên mua hàng được lợi là không phải thanh toán tiền hàng ngay, chỉ thanh toán khi hàng hóa dịch vụ thực sự đáp ứng các yêu cầu của hợp đồng mua bán đã ký kết giữa hai bên. Bên bán chấp nhận cho bên mua được trả chậm nhưng vẫn được nhận tiền ngay, được đảm bảo rủi ro do chính sách bán hàng trả chậm trong trường hợp bên mua không thanh toán tiền, lại giảm bớt gánh nặng khi không phải theo dõi và đòi tiền các khoản phải thu. Bao thanh toán trong nước và quốc tế có thể xem là công cụ do ngân hàng thương mại cung cấp nhằm giúp doanh nghiệp phòng ngừa rủi ro tài chính do chính sách bán hàng trả chậm một cách có hiệu quả.



Tóm lại, một quy trình không nhằm mục tiêu loại bỏ hết các rủi ro mà các bước trong quy trình có mối liên hệ với nhau. Khi xem xét quy trình ra quyết định, phần lớn DNNVV là các công ty gia đình (Glowka và cộng sự, 2020). Để đạt được mục tiêu của quản trị rủi ro tài chính, nhà quản trị cần thực hiện các bước chính trong quy trình quản trị rủi ro tài chính: Nhận diện, đo lường và kiểm soát rủi ro tài chính.

### **2.1.3. Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp**

#### **2.1.3.1. Khái niệm**

Hiệu quả có nội dung rất rộng và được xem xét dưới nhiều góc độ khác nhau. Theo Adam Smith (1776), hiệu quả là kết quả đạt được trong hoạt động kinh tế, là doanh thu tiêu thụ hàng hóa. Như vậy, hiệu quả được đồng nghĩa với chỉ tiêu phản ánh kết quả hoạt động kinh doanh, có thể do tăng chi phí mở rộng sử dụng nguồn lực sản xuất. Nếu cùng một kết quả có hai mức chi phí khác nhau thì theo quan điểm này doanh nghiệp cũng đạt hiệu quả. Hult & cộng sự (2008), hiệu quả hoạt động là thuật ngữ tổng hợp có thể đo lường thông qua hiệu quả tài chính các chỉ tiêu về lợi nhuận (ROA, ROI, ROE); hiệu quả kinh doanh (thị phần, năng suất lao động, chất lượng hàng hóa, dịch vụ, mức độ thỏa mãn công việc của người lao động).

Hiệu quả hoạt động của SMEs có thể được hiểu từ góc độ định lượng: hiệu quả, kết quả tài chính, mức độ sản xuất, số lượng khách hàng (Anggadwita & Mustafid, 2014), thị phần, lợi nhuận, năng suất, động lực của doanh thu, chi phí và tính thanh khoản (Gupta & Batra, 2016; Zimon, 2018) và từ góc độ định tính: thành tích mục tiêu, phong cách lãnh đạo, hành vi của nhân viên (Anggadwita & Mustafid, 2014), sự hài lòng của khách hàng (Alpkan, Yilmaz, & Kaya, 2007), đổi mới sản phẩm và quy trình, đổi mới tổ chức và tiếp thị (Sheehan, 2013), Gopang, Nebhwani, Khatri & Marri (2017), trong quá trình làm việc họ đã xem xét một loạt 14 chỉ số để mô tả hoạt động DNNVV: danh tiếng, năng suất, sự hài lòng của nhân viên, lợi nhuận, doanh số, giao hàng nhanh chóng, đủ vốn lưu động, hiệu quả trong sản xuất, chất lượng sản phẩm, đạt được chỉ tiêu, số lượng của khách hàng, dễ dàng giám sát, giảm giá thành và đa dạng hóa sản phẩm (Cicea & cộng sự, 2019).

Tại Việt Nam, theo thông tư 200/2015/TT-BTC ngày 15/12/2015 của Bộ Tài Chính, hiệu quả sử dụng vốn được đo bằng: Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản (ROA) hay tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu (ROE). Các chỉ tiêu được lấy từ báo cáo tài chính (Bảng cân đối kế toán và Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh

ban hành theo Thông tư số 133/2016/TT-BTC ngày 26/8/2016 của Bộ Tài chính hướng dẫn chế độ kế toán doanh nghiệp nhỏ và vừa). Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là khả năng đạt được kết quả, khả năng sinh lời của doanh nghiệp bởi vì, mục đích cuối cùng của người chủ sở hữu, của nhà quản trị là đảm bảo sự tăng trưởng tài sản của doanh nghiệp; để thực hiện tốt nhiệm vụ này, doanh nghiệp nhỏ và vừa phải sử dụng và phát huy tốt tiềm năng kinh tế của mình. Nếu không đảm bảo được khả năng sinh lời thì lợi nhuận tương lai sẽ không chắc chắn, giá trị doanh nghiệp sẽ bị giảm, người chủ có nguy cơ bị mất vốn.

Tóm lại, từ những phân tích trên, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhiều góc độ khác nhau nhưng nghiên cứu của luận án này tiếp cận hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhỏ và vừa từ góc độ tài chính cũng chính là hiệu quả tài chính (đo bằng các chỉ tiêu về lợi nhuận) phản ánh mối quan hệ giữa kết quả đạt được và chi phí bỏ ra.

Như vậy, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhỏ và vừa là khả năng đạt được kết quả và khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

### **2.1.3.2. Các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động**

Để đo lường hiệu quả hoạt động, nhiều nghiên cứu thực hiện các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động trên cả phương diện giá trị kế toán (các tỷ số về lợi nhuận) và giá trị thị trường, còn gọi là các tỷ số về tăng trưởng (salegrowth).

Từ việc tổng hợp, phân tích các cách tiếp cận và đo lường, HQHĐ theo quan điểm của luận án này là phạm trù dùng để chỉ việc đạt được các mục tiêu cụ thể sẽ hướng dẫn các hành động với yêu cầu kết hợp hài hòa giữa việc đánh giá các chỉ tiêu tài chính. Theo đó, trong nghiên cứu này, việc đo lường HQHĐ dựa vào các chỉ tiêu tài chính như lợi nhuận đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp nhỏ và vừa nói riêng, các tỷ số tài chính chủ yếu là hai chỉ tiêu ROA và ROE đại diện cho HQHĐ theo giá trị kế toán được nhiều nghiên cứu thường được sử dụng nhiều nhất vì phương pháp này tương đối đơn giản. (Kaplan & Norton, 1996; Murphy & Hill, 1996; Hult & cộng sự, 2008; Eckles & cộng sự, 2014; Ahmed & cộng sự, 2014; Farrell & Gallagher, 2019).

Ngoài ra, còn có các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động khác gồm lợi nhuận trên cổ phần hay lãi của mỗi cổ phiếu (EPS) tỷ lệ giá trên thu nhập của một cổ phiếu (P/E), tỷ lệ giá thị trường của vốn chủ sở hữu trên giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu (MBVR), giá trị thị trường (MV) và chỉ số Tobin's Q (giá trị vốn hóa của thị trường)

được gọi là đo lường hiệu quả hoạt động theo giá trị thị trường (Murphy & Hill, 1996; Richard & cộng sự, 2009; Hoyt & Libebeg, 2011, Kallamu, 2016; Lan, 2016; González, Santomil & Herrera, 2020). Tuy nhiên, giá trị trường của doanh nghiệp lại phụ thuộc vào nhiều yếu tố như quan hệ cung cầu, phản ứng của chủ sở hữu (cổ đông) đối với các quyết định của ban điều hành doanh nghiệp... Vì thế, giá trị trường của doanh nghiệp đôi khi không đáng tin cậy và khó xác định (doanh nghiệp chưa tham gia niêm yết trên thị trường chứng khoán) (Bùi Hữu Phước, 2020). Vì vậy, việc đánh giá hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa chưa tham gia niêm yết trên thị trường chứng khoán qua chỉ tiêu giá trị doanh nghiệp trên thị trường như EPS, P/E, MBVR, MV và Tobin's Q khó xác định nên luận án dựa vào hai chỉ tiêu ROA và ROE để đo lường hiệu quả hoạt động của DNNVV tại Việt Nam.

Chỉ tiêu ROA (Return On Assets) được xác định bởi lợi nhuận ròng chia cho tổng tài sản của doanh nghiệp, tỷ lệ này phản ánh hiệu quả trong việc sử dụng tài sản. Chỉ tiêu này cho biết bình quân một đồng tài sản sử dụng trong quá trình sản xuất kinh doanh tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế. Giá trị của chỉ số này càng cao thì khả năng sinh lời của doanh nghiệp càng cao và ngược lại. Đây không những là chỉ tiêu quan trọng và rất phổ biến để đo lường khả năng sinh lời của doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Chỉ tiêu này được xác định qua công thức sau:

$$\text{Tỷ suất sinh lời tài sản (ROA)} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$$

Chỉ tiêu ROE (Return On Equity) là một chỉ số được sử dụng để so sánh giữa các doanh nghiệp trong cùng ngành nghề với quy mô khác nhau, giữa các doanh nghiệp trong nhiều ngành nghề khác nhau, hoặc giữa nhiều hoạt động đầu tư khác nhau và phổ biến để đo lường khả năng sinh lời của doanh nghiệp. ROE được xác định bởi lợi nhuận ròng chia cho vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Chỉ số này nói lên rằng một đồng vốn cổ đông bỏ ra thì thu về bao nhiêu đồng lời, chính vì vậy, đây là chỉ tiêu đo lường tỷ lệ thu nhập cho các cổ đông của doanh nghiệp. Nó thể hiện thu nhập mà các cổ đông nhận được từ việc đầu tư vào doanh nghiệp. Chỉ tiêu này được sử dụng phổ biến trong phân tích hiệu quả hoạt động kinh doanh nhằm phản ánh hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu.

Chỉ tiêu này được xác định qua công thức sau:

$$\text{Tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE)} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$$

Vậy hiệu quả hoạt động được đo lường qua hai tiêu chí sau:

(1) SMEs là các doanh nghiệp hoạt động kinh doanh, nên thước đo lợi nhuận là một trong các tiêu chí quan trọng đo lường hiệu quả hoạt động;

(2) Với tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của SMEs, đã sinh lời trên tổng tài sản và vốn chủ sở hữu như thế nào?

Trong tổng quan này, chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động của SMEs tại Việt Nam theo hướng tiếp cận được xác định trên cơ sở lợi nhuận, ROA, ROE dựa vào thông tin từ Báo cáo tài chính.

#### **2.1.4. Doanh nghiệp nhỏ và vừa**

Ngân hàng Thế giới, tiêu chí xác định SMEs là doanh nghiệp có quy mô lao động không quá 300 người, tổng tài sản không quá 15 triệu USD hoặc tổng doanh thu không quá 15 triệu USD. Trong khi đó các nước thuộc cộng đồng Châu Âu, doanh nghiệp nhỏ và vừa là doanh nghiệp có số lao động 10 đến 250 người, tổng doanh thu không quá 10 triệu EUR hoặc tổng tài sản không quá 10 triệu EUR (Govori, 2013).

Ở Việt Nam, theo Nghị định số 56/2009/NĐ-CP ngày 30/6/2009 của Chính phủ tại điều 3 định nghĩa SMEs là cơ sở kinh doanh đã đăng ký kinh doanh theo quy định pháp luật, được chia thành ba cấp: siêu nhỏ, nhỏ, vừa theo quy mô tổng nguồn vốn (tổng nguồn vốn tương đương tổng tài sản được xác định trong bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp) hoặc số lao động bình quân năm (tổng nguồn vốn là tiêu chí ưu tiên) như sau:

Doanh nghiệp nhỏ khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản và khu vực công nghiệp, xây dựng có số lao động bình quân năm không quá 200 người hoặc tổng nguồn vốn 20 tỷ đồng trở xuống. Doanh nghiệp nhỏ trong khu vực thương mại và dịch vụ có số lao động từ trên 10 người đến 50 người hoặc tổng nguồn vốn 10 tỷ đồng trở xuống.

SMEs trong khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản; khu vực công nghiệp và xây dựng có số lao động tham gia không quá 300 người hoặc tổng nguồn vốn từ trên 20 tỷ đồng đến 100 tỷ đồng. SMEs khu vực thương mại và dịch vụ có số lao động từ trên 50 người đến 100 người hoặc tổng nguồn vốn từ trên 10 tỷ đồng đến 50 tỷ đồng.

#### **2.1.5. Lý thuyết nền về tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp**

Trên cơ sở lý thuyết được tóm tắt từ kết quả nghiên cứu thực nghiệm xem xét các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính. Từ đó, lựa chọn khung lý thuyết phù hợp cho nghiên cứu tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động SMEs VN.

Nghiên cứu của Jin & Jorion (2005), Alam & Afza (2017), Seok & cộng sự (2020), Zamzamin, Haron, & Othman (2021) quản trị rủi ro không tác động đến giá trị doanh nghiệp và tranh luận dựa vào lý thuyết tài chính Modigliani & Miller (MM). Theo MM (1958) trong trường hợp thị trường vốn hoàn hảo: không có chi phí giao dịch, không có thuế thu nhập cũng như chưa xét đến chi phí kiệt quệ tài chính thì giá trị doanh nghiệp có vay nợ bằng giá trị doanh nghiệp không vay nợ. Mặc dù lý thuyết tài chính, quản trị rủi ro không làm thay đổi giá trị của doanh nghiệp nhưng các nhà quản trị tài chính luôn quan tâm đến tồn thất từ những rủi ro. Các lý thuyết tài chính khẳng định rằng trong điều kiện thị trường không hoàn hảo nhất định, các công ty có cơ hội tăng tài sản của cổ đông bằng cách giảm rủi ro của công ty bằng cách sử dụng các công cụ phái sinh (Smith & Stulz, 1985; Stulz, 1984; Froot & cộng sự, 1993; Myers, 1977). Các dữ liệu mẫu khác nhau của cả các nền kinh tế phát triển và mới nổi, tài liệu hiện tại cho thấy rằng việc sử dụng các công cụ phái sinh của công ty cho phép các công ty giảm sự biến động của dòng tiền bằng cách phòng ngừa chi phí kiệt quệ tài chính, chi phí đại diện, rủi ro tỷ giá hối đoái (Horng & Wei, 1999; Haushalter, 2000; Nguyen & Faff, 2002; El-Masry, 2006; Hu & Wang, 2005; Hsu, Ko, Wu, Cheng, & Chen, 2009; Ameer, 2010; Afza & Alam, 2011 (a, b &c); Alam & Afza, 2017).

Từ lý thuyết Modigliani và Miller, nhiều công trình được thực hiện bằng cách lược đi các giả định M&M đã đặt ra. Kraus & Litzenger (1973) đưa ra lý thuyết đánh đổi “giá trị doanh nghiệp tỷ lệ thuận với hiện giá tầm chắn thuế và tỷ lệ nghịch với chi phí kiệt quệ tài chính. Chi phí kiệt quệ tài chính phát sinh chủ yếu do sử dụng nợ. Công ty sử dụng nợ càng nhiều, chi phí KQTC càng lớn” và được Myers (1984) phát triển. Theo Kraus & Litzenger (1973) đòn bẩy tài chính phản ánh sự đánh đổi giữa lợi ích về thuế do việc sử dụng nợ. Lý thuyết này giải thích vì sao doanh nghiệp thường tài trợ một phần nợ vay trong cơ cấu vốn. Tác giả cho rằng sử dụng nợ vay giúp gia tăng giá trị doanh nghiệp do lợi ích mang lại từ tầm chắn thuế của lãi vay. Tuy nhiên, rủi ro có thể xảy ra khi thu nhập hoạt động không đủ để thanh toán các nghĩa vụ tài chính từ việc sử dụng nợ, khi đó DN sẽ rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính (KQTC). Trong khi đó, lý thuyết trật tự phân hạng đóng góp bởi Myers (1984), những nhà đầu tư hiện tại có nhiều thông tin hơn những nhà đầu tư mới. Điều này làm chi phí nguồn vốn mới được tài trợ trở nên đắt đỏ hơn so với nguồn vốn hiện tại; hàm ý các nhà quản trị thích sử dụng nguồn tài trợ nội bộ hơn là nguồn tài trợ bên ngoài. Nếu tài trợ bên ngoài là cần thiết, nợ được

các nhà quản trị phát hành trước vốn cổ phần. Ở góc độ nhà đầu tư thì nợ phát hành vẫn ít rủi ro hơn một chút so với vốn cổ phần, vì nếu họ tránh được vấn đề doanh nghiệp rơi vào tình trạng KQTC, thì họ sẽ nhận được tỷ suất sinh lợi cố định. Ở khía cạnh khác, KQTC có thể thay đổi qua các nghiên cứu sẽ gia tăng khi dòng tiền vào từ hoạt động ngày càng giảm, trong khi dòng tiền ra từ hoạt động ngày càng tăng mà dòng tiền không đủ đáp ứng các nghĩa vụ thanh toán có thể là các khoản nợ cho nhà cung cấp và người lao động hoặc các khoản tiền lãi và tiền gốc trong hợp đồng tín dụng, hoặc các khoản tiền thiệt hại thực tế phát sinh. Vì vậy, công ty sử dụng nguồn tài trợ từ lợi nhuận để lại sẽ làm giảm KQTC.

Để giải thích cho sự không thống nhất giữa lý thuyết và thực tiễn, thị trường vốn không hoàn hảo được sử dụng để biện luận cho mối liên quan giữa QTRR và giá trị công ty như Stulz (1984), Smith & Stulz (1985), Nance, Smith, & Smithson (1993), Foot, Scharfstein, & Stein (1993), Mian (1996), Géczy & cộng sự (1997), Graham & Smith (1999), Haushalter (2000), Allayannis & Weston (2001), Graham & Rogers (2002), Carter, Rogers & Simkins (2006), Bartram & cộng sự (2009), Ameer (2010), Afza & Alam (2011c), Hoyt & Liebenberg (2011), Sprcic & Sevic (2012), Nguyễn Khắc Quốc Bảo (2014), Kouser & cộng sự (2016), Alam & Afza (2017), Lee (2019), Seok và cộng sự (2020) cung cấp chi tiết các thảo luận lý do tại sao thực hiện quản trị rủi ro tài chính, ở đây tác giả mô tả lý thuyết tối đa hóa giá trị cổ đông, quản trị rủi ro có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp bằng cách giảm chi phí kiệt quệ tài chính, giảm thuế và tạo điều kiện cho các dự án đầu tư được chọn.

❖ **Lý thuyết về quản trị rủi ro có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp thông qua tác động làm giảm chi phí kiệt quệ tài chính**

Đặt nền tảng cho lý thuyết về quản trị rủi ro làm giảm sự biến động của dòng tiền các doanh nghiệp, từ đó giảm chi phí kiệt quệ tài chính là các nhà kinh tế học tiêu biểu: Smith & Stulz (1985), Liebenberg & Hoyt (2003). Các nhà nghiên cứu cho rằng nếu kiệt quệ tài chính là tổn kém, các doanh nghiệp có động lực để làm giảm xác suất và quản trị rủi ro là một trong những phương pháp được lựa chọn thực hiện khi doanh nghiệp đối mặt với khả năng kiệt quệ tài chính. Nếu doanh nghiệp có các biện pháp quản trị rủi ro sẽ làm giảm chi phí khi kiệt quệ tài chính xảy ra, kèm theo giảm chi phí phá sản. Điều đó có nghĩa bằng cách giảm sự biến động của dòng tiền, việc quản trị rủi ro sẽ làm giảm chi phí kiệt quệ tài chính.

Liebenberg & Hoyt (2003) nghiên cứu xác định của QTRR doanh nghiệp chứng minh từ việc bổ nhiệm giám đốc quản lý rủi ro (CRO). Nghiên cứu này nhằm xác định các yếu tố để quyết định áp dụng QTRR doanh nghiệp. Tác giả xây dựng một mẫu của các công ty đã báo hiệu việc họ sử dụng QTRR doanh nghiệp bằng cách bổ nhiệm một CRO, người chịu trách nhiệm thực hiện và quản lý chương trình QTRR tại doanh nghiệp. Tác giả áp dụng hồi quy logistic để so sánh các công ty với mẫu kiểm soát kích thước. Nghiên cứu đề xuất không có sự khác biệt về tài chính và quyền sở hữu của mẫu và các công ty kiểm soát. Kết quả thấy rằng các công ty sử dụng đòn bẩy tài chính lớn hơn có khả năng bổ nhiệm CRO nhiều hơn.

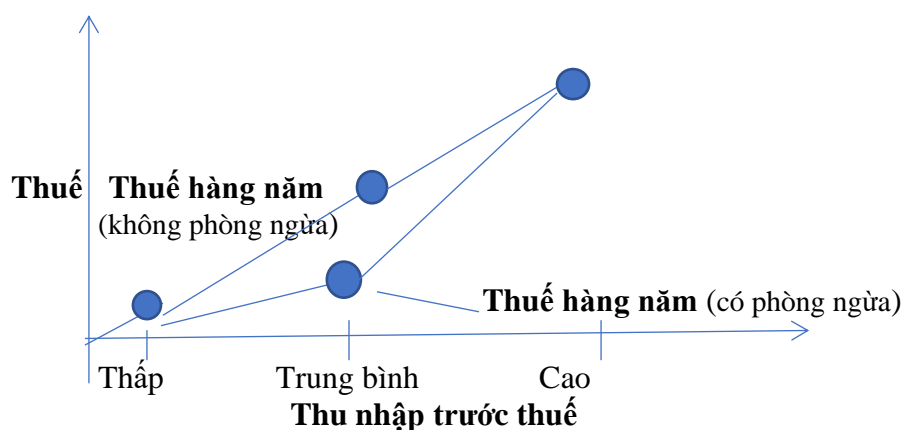
Quản trị rủi ro tài chính làm giảm xác suất mất khả năng chi trả, tăng thêm khả năng sử dụng nợ hoặc giảm lãi vay mà DN đang gánh chịu (Nguyễn Thị Ngọc Trang, 2007). Ngoài ra, theo lập luận của Smith và Stulz (1985), việc giảm chi phí kiệt quệ tài chính làm tăng giá trị doanh nghiệp, giá trị cổ đông nâng cao và làm tăng thêm khả năng gánh chịu nợ của doanh nghiệp. Ủng hộ cho lý thuyết này còn có các nghiên cứu của Mian (1996), Haushalter (2000), Sprcic & Sevic (2012). Bằng chứng thực nghiệm của Haushalter (2000) cũng cho thấy quản trị rủi ro có liên quan đến chi phí tài chính. Đặc biệt, các DN có đòn bẩy tài chính cao sẽ quản trị rủi ro nhiều hơn. Các nhà nghiên cứu lập luận rằng các khoản đầu tư bằng tiền mặt tối đa dẫn đến chi phí cao hơn, chẳng hạn như dự kiến các nghĩa vụ thuế, chi phí kiệt quệ tài chính và chi phí hợp đồng, cho thấy rằng việc tăng thêm giá trị tài chính thông qua quản trị rủi ro (DeMarzo & Duffie, 1995; Froot, Scharfstein, & Stein, 1993; Mayers & Smith, 1982; Smith & Stulz, 1985). Bằng chứng thực nghiệm cũng chứng minh rằng giá trị của doanh nghiệp có thể được nâng cao bằng cách quản trị rủi ro (Allayannis & Weston, 2001; Carter, Rogers & Simkins, 2006, Hoyt & Liebenberg, 2011).

#### ❖ **Lý thuyết về quản trị rủi ro có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp thông qua tác động làm giảm thuế**

Lý thuyết này tập trung vào quản trị rủi ro là một phương pháp để tối đa hóa giá trị doanh nghiệp cho rằng bằng cách giảm sự biến động của dòng tiền có thể giảm thuế dự kiến. Lập luận đưa ra bởi Smith & Stulz (1985) thuế có thể mang lại lợi ích với vị thế thuế trong tương lai. Nếu quản trị rủi ro làm giảm sự thay đổi của giá trị doanh nghiệp trước thuế và nghĩa vụ nộp thuế dự kiến giảm, giá trị sau thuế dự kiến của doanh nghiệp được tăng lên miễn là chi phí của việc phòng ngừa không phải quá lớn. Bằng

cách giảm hiệu quả thuế suất trung bình dài hạn các hành động đó làm giảm sự biến động lợi nhuận và nâng cao giá trị cổ đông. Có rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã chứng minh và ủng hộ cho lý thuyết này như: Froot & cộng sự (1993), Nance & cộng sự (1993), Mian (1996), Graham & Smith (1999), Bartram & cộng sự (2009), Rashid Ameer (2010). Nếu hàm thuế có dạng lồi và nếu doanh nghiệp chịu tác động của các biến động thất thường trong thu nhập trước thuế của doanh nghiệp do biến động giá gây ra, thì quản trị rủi ro sẽ làm giảm thuế kỳ vọng của doanh nghiệp. Vậy tại sao hàm thuế lồi có thể giúp doanh nghiệp giảm thuế phải nộp (?). Có hai nguyên nhân dẫn đến hàm thuế lồi: (1) Tính lũy tiến của thuế thu nhập doanh nghiệp theo luật định tạo ra độ lồi của hàm thuế. (2) Sự tồn tại của các khoản mục ưu đãi thuế như thuế được giảm do chuyển lỗ, thuế được hoàn do giảm lỗ, thuế đầu tư được giảm. Các khoản này bao gồm khoản lỗ được khấu trừ thuế mang sang, các khoản nợ thuế đầu tư (khoản khấu trừ trực tiếp vào thuế theo quy định ưu đãi đầu tư). Vì DN luôn muốn tận dụng các khoản mục ưu đãi thuế nên tầm chắn thuế là nguyên nhân chính dẫn đến kết quả hàm thuế hiệu lực có dạng lồi. Hoạt động QTRR có khả năng làm giảm biến động thu nhập trước thuế, giảm mức thuế phải nộp vì tận dụng được ưu thế của hàm thuế lồi từ đó làm giá trị sau thuế của DN tăng lên. Điều này được minh họa trong hình 2.1

**Hình 2.1. Giảm thuế bằng quản trị rủi ro**

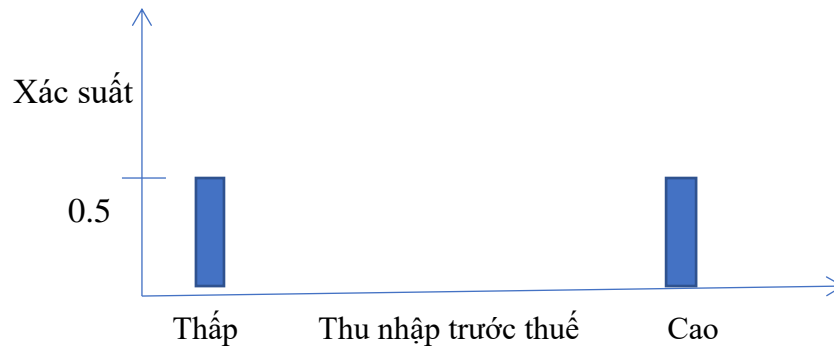


(Nguồn: Nguyễn Thị Ngọc Trang, 2007)

Theo hình 2.1, doanh nghiệp sẽ trả một khoản thuế hoàn toàn thấp hơn nếu doanh nghiệp QTRR (so với không QTRR). Nếu doanh nghiệp có thu nhập trước thuế thấp, doanh nghiệp sẽ chỉ trả khoản thuế thấp; nếu doanh nghiệp có thu nhập trước thuế cao, khoản thuế của doanh nghiệp sẽ là cao. Vì vậy, nếu không QTRR, khoản thuế kỳ vọng của doanh nghiệp sẽ là bình quân của hai khoản thuế. Hãy xem xét một doanh nghiệp



nhạy cảm với rủi ro tài chính; thu nhập trước thuế của doanh nghiệp có mối quan hệ với lãi suất, tỷ giá và giá hàng hóa. Giả định rằng nếu doanh nghiệp không QTRR, phân phối của thu nhập trước thuế của doanh nghiệp sẽ được thể hiện như dưới đây:



Đối với một năm bất kỳ, thu nhập trước thuế của doanh nghiệp có thể cao hoặc thấp, cả hai trường hợp đều có xác suất là 50%. Nếu hàm thuế có dạng lồi, quản trị rủi ro có thể làm cho dòng tiền hay thu nhập trước thuế cao hay thấp có hàm ý để ứng biến với số tiền thuế phải nộp.

Đối với công ty bị lỗ càng cần phải thực hiện quản trị rủi ro vì khi thực hiện QTRR giúp làm ổn định dòng thu nhập trước thuế làm giảm thuế dự kiến, tăng thu nhập sau thuế. Vì vậy, tăng giá trị doanh nghiệp. Qua các nghiên cứu cho thấy lợi ích của quản trị rủi ro tài chính càng lớn khi xác suất thu nhập trước thuế của doanh nghiệp nằm trong vùng lũy tiến của biểu thuế càng lớn (Smith & Stulz, 1985; Dolde, 1995; Nance & cộng sự, 1993) hay trong vùng có giá trị tổn thất thuế của kỳ trước chuyển sang (Allayannis & Ofek, 2001).

❖ **Lý thuyết về quản trị rủi ro có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp thông qua việc tạo điều kiện cho các dự án đầu tư tự chọn**

Modigliani & Miller (1958), nếu chính sách quản trị rủi ro làm tăng giá trị doanh nghiệp, thì sở dĩ chính sách này có khả năng thần kỳ như thế là do chúng có thể tiết giảm được chi phí ký kết hợp đồng, giảm thuế. Động cơ dẫn đến từ bỏ các dự án có hiện giá thuần dương cũng có thể xuất hiện ở các doanh nghiệp tránh được việc xin phá sản. Những động cơ này xuất hiện vì những mâu thuẫn giữa trái chủ và cổ đông, vốn là kết quả của những khác biệt trong quyền lợi mà mỗi người nắm giữ. Trái chủ nắm giữ các quyền lợi cố định, trong khi cổ đông nắm giữ các quyền lợi tương đương với một quyền chọn mua đối với giá trị doanh nghiệp. Mức độ nghiêm trọng của mâu thuẫn giữa trái chủ và cổ đông được xác định chủ yếu bởi tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần. Mâu thuẫn giữa trái chủ và cổ đông cũng có thể được giảm bớt nhờ hoạt động quản trị rủi ro. Quản trị

rủi ro làm giảm xác suất mất khả năng chi trả, vì vậy, các trái chủ tiềm năng sẽ sẵn sàng chi nhiều hơn để mua trái phiếu. Chính vì vậy, quản trị rủi ro đã làm tăng thêm khả năng sử dụng nợ của doanh nghiệp hoặc giảm lãi vay mà doanh nghiệp đang gánh chịu (Nguyễn Thị Ngọc Trang, 2007).

Giả thuyết chính của lý thuyết này là đưa công ty vào tình huống tổn kém các chi phí khi tìm kiếm nguồn tài trợ cho các dự án đầu tư đòi hỏi vốn lớn. Quản trị rủi ro giúp cải thiện đáng kể dòng tiền và mức độ đầy đủ của nguồn vốn nội bộ. Các nghiên cứu của Smith & Stulz (1985), Minton & Schrand (1999), Haushalter (2000) cho kết quả thực nghiệm chỉ ra rằng các công ty có cơ hội tăng trưởng và đối mặt với chi phí cao khi huy động vốn sẽ có động cơ dự phòng rủi ro nhiều hơn dưới áp lực bị kiệt quệ tài chính.

Trong thị trường vốn không hoàn hảo, tất cả các giao dịch đều phát sinh một khoản chi phí nhất định như: Chi phí tìm kiếm thông tin, chi phí thương lượng, chi phí giám sát, chi phí hoa hồng...Do đó, các doanh nghiệp nắm giữ tiền là để tối thiểu hóa các khoản chi phí giao dịch (Keynes, 1936). Khi các nguồn tài trợ bên ngoài có chi phí sử dụng vốn cao, việc nắm giữ tiền sẽ giúp các doanh nghiệp không bỏ lỡ các dự án tốt trong tương lai. Nắm giữ nhiều tiền còn giúp các doanh nghiệp có đủ khả năng thanh toán khi cần thiết hoặc phòng ngừa khi rủi ro xảy ra.

Theo Smith & Stulz (1985) những doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao và phải đối mặt chi phí cao khi tăng nguồn tài trợ dưới tác động của kiệt quệ tài chính sẽ có động cơ để thực hiện nhiều chính sách để quản trị rủi ro hơn so với bình thường. Chi phí tài trợ nguồn bên ngoài là việc giảm tính bất ổn định của dòng tiền sẽ cải thiện khả năng đáp ứng đủ nguồn ngân sách nội bộ cho kế hoạch đầu tư và giúp loại bỏ việc cắt giảm dự án sinh lời hoặc loại bỏ các chi phí giao dịch phát sinh từ việc tìm kiếm nguồn tài trợ bên ngoài. Giả thuyết chính là nếu tài trợ bằng nguồn tài chính bên ngoài như nợ hoặc vốn cổ phần thì tổn kém chi phí, các doanh nghiệp mà có những dự án đầu tư đòi hỏi phải có nguồn tài trợ sẽ phải quản trị rủi ro dòng tiền để tránh sự thiếu hụt trong nguồn tài trợ. Khi các doanh nghiệp phải đối mặt với sự thiếu hụt trong dòng tiền, các doanh nghiệp sẽ có khuynh hướng gia tăng lượng tiền mặt nắm giữ bằng cách bán tài sản, cắt giảm cổ tức hay tìm kiếm các nguồn vốn từ bên ngoài để tài trợ cho các cơ hội đầu tư bằng cách vay nợ hoặc phát hành vốn cổ phần. Tuy nhiên, việc sử dụng các nguồn vốn từ bên ngoài lại có chi phí sử dụng vốn cao hơn do bao gồm cả chi phí giao dịch. Do bất lợi chi phí giao dịch cao hơn, các doanh nghiệp chưa niêm yết sẽ có xu hướng

nắm giữ một lượng tiền mặt và các khoản tương đương tiền nhiều hơn các doanh nghiệp niêm yết. Có nhiều nghiên cứu thực nghiệm như Froot & cộng sự (1993), Opler & cộng sự (1999), Getzy & cộng sự (1997), Haushalter (2000), Allayannis & Ofek (2001), Purnanandam (2008), Bartram & cộng sự (2009), Kouser & cộng sự (2016) đã chứng minh và ủng hộ cho lý thuyết này.

Ngoài ra, còn có giả thuyết khác liên quan đến các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro của doanh nghiệp như Nance & cộng sự (1993), Dolde (1995), Mian (1996), Géczy & cộng sự (1997), Haushalter (2000) kết luận những doanh nghiệp lớn thường sẽ phòng ngừa rủi ro. Doanh nghiệp càng lớn thì sẽ gặp tổn thất càng lớn khi rủi ro xảy ra nên càng có động cơ thực hiện phòng ngừa rủi ro. Doanh nghiệp sẽ thực hiện phòng ngừa rủi ro khi lợi ích mang lại từ phòng ngừa rủi ro lớn hơn chi phí thực hiện. Bên cạnh việc doanh nghiệp sử dụng thay vì quản trị rủi ro thông qua phòng ngừa rủi ro hay công cụ tài chính phái sinh, các doanh nghiệp có thể theo đuổi các hoạt động khác có thể thay thế các chiến lược quản trị rủi ro tài chính như chính sách nắm giữ tiền mặt hay duy trì tỷ lệ đòn bẩy thấp để đối phó với những thiếu hụt tài chính thay cho việc thực hiện các hoạt động phòng ngừa rủi ro (Nguyễn Khắc Quốc Bảo, 2014).

Tại Việt Nam, thông tư 210/2009/TT-BTC, ngày 06 tháng 11 năm 2009 thuật ngữ công cụ tài chính phái sinh là một công cụ tài chính hoặc một hợp đồng thỏa mãn đồng thời ba đặc điểm: (1) có giá trị thay đổi theo sự thay đổi của lãi suất, giá hàng hóa, tỷ giá hối đoái, chỉ số giá cả hoặc lãi suất, xếp hạng tín dụng hoặc chỉ số tín dụng, hoặc các chỉ số khác với điều kiện trong trường hợp các chỉ số khác này là các biến số phi tài chính thì biến số đó không liên quan đến các bên tham gia hợp đồng; (2) không yêu cầu đầu tư thuần ban đầu có các phản ứng tương tự đối với sự thay đổi của các yếu tố thị trường; và ba là, được thanh toán vào một ngày trong tương lai.

Từ các lập luận trên, luận án tiếp cận lý thuyết về tối đa hóa giá trị cổ đông, quản trị rủi ro có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp bằng cách giảm chi phí kiệt quệ tài chính, thuế và chi phí cho các nguồn tài trợ từ bên ngoài. Lý thuyết tài chính (Modigliani & Miller, 1958) trình bày quản trị rủi ro như một vấn đề quan trọng trong các công ty vì các cổ đông tự phòng ngừa rủi ro, đa dạng hóa danh mục đầu tư. Tuy nhiên, các nghiên cứu tiếp theo tranh luận về vấn đề trên và bằng chứng QTRRTC làm tăng giá trị cũng như tăng hiệu quả tương tự nhau (Allayannis & Weston, 2001; Kapitsinas, 2008;

Ahmed, Azevedo, & Guney, 2014; Giraldo-Prieto & cộng sự, 2017). Điều này dẫn đến thu nhập bị ảnh hưởng, từ đó tác động gián tiếp đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

## **2.2. Tổng quan các nghiên cứu trước về quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp**

### **2.2.1. Các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính**

Theo các nghiên cứu của Smith & Stulz (1985), Nance & cộng sự (1993), Fok & cộng sự (1997), Opler & cộng sự (1999), Haushater (2000), Bartram & cộng sự (2009), Rashid Ameer (2010), Talat Afza (2011), Sprcic & Sevic (2012), Kouser & cộng sự (2016), Bảo (2020) hầu hết các nghiên cứu đều chỉ ra rằng việc thực hiện QTRRTC liên quan đến đòn bẩy tài chính, quy mô, thuế, đầu tư tài sản cố định, thiếu hụt tài chính, thời gian hoạt động kết hợp giữa phân tích theo các lý thuyết QTRRTC.

Nance & cộng sự (1993) sử dụng phương pháp so sánh sự khác biệt giữa các doanh nghiệp thực hiện quản trị rủi ro và các doanh nghiệp không quản trị rủi ro, sử dụng mô hình hồi quy logistic. Kết quả khảo sát của 169 doanh nghiệp, có 104 doanh nghiệp sử dụng công cụ phái sinh và 65 doanh nghiệp thì không sử dụng năm 1986. Trong mô hình hồi quy logistic, biến phụ thuộc là biến nhị phân nhận giá trị 1 nếu doanh nghiệp có sử dụng công cụ phái sinh (hợp đồng kỳ hạn, tương lai, hoán đổi hoặc quyền chọn) và ngược lại. Các biến độc lập: Thuế; biến giả nhận giá trị 1 nếu doanh nghiệp chuyên lỗ thuế, đòn bẩy tài chính đo lường tỷ lệ khả năng chi trả lãi vay được xác định bằng lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT)/Tổng chi phí lãi vay, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản. Quy mô doanh nghiệp đo bằng logarit tổng tài sản. Cơ hội đầu tư đo lường bởi tỷ số chi đầu tư trên tổng tài sản, chi nghiên cứu phát triển/giá trị DN, giá trị sổ sách của tổng tài sản/ giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu. Các chiến lược thay thế cho quản trị rủi ro gồm trái phiếu chuyển đổi/tổng giá trị DN, cổ phiếu ưu đãi/ tổng giá trị DN, tỷ số thanh toán nhanh. Kết quả nghiên cứu EBIT/ Tổng chi phí lãi vay; giá trị sổ sách của tổng tài sản/giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu và cổ phiếu ưu đãi/ tổng giá trị DN có tác động ngược chiều, trong khi đó các yếu tố khác có tác động cùng chiều. Cơ hội phát triển của DN không liên quan đến QTRR và cũng không có bằng chứng cho thấy mối tương quan giữa chi phí thiếu vốn đầu tư với QTRR.

Fok & cộng sự (1997) phân tích với các kiểm tra trung bình khác biệt đơn giản của các doanh nghiệp QTRR và không QTRR. Sau đó sử dụng hồi quy Logit để ước tính các yếu tố nào giải thích khả năng phòng ngừa rủi ro. QTRR xem xét trong nghiên

cứu là sản phẩm phái sinh: hợp đồng kỳ hạn (forward), hợp đồng tương lai (future), hợp đồng quyền chọn (option) và hợp đồng hoán đổi (swap). Biến phụ thuộc QTRR là biến nhị phân nhận giá trị 1 nếu doanh nghiệp có thực hiện QTRR và ngược lại. Các biến độc lập thuế (giá trị kết chuyển lỗ); Quy mô (tổng tài sản); tình trạng kiệt quệ tài chính (đòn bẩy tài chính được tính bằng tổng nợ/tổng tài sản và tỷ lệ khả năng thanh toán lãi vay (EBIT): Lợi nhuận trước thuế và chi phí lãi vay trên tổng chi phí lãi vay). Kết quả quy mô, đòn bẩy tài chính tác động cùng chiều đến QTRR.

Thuế có thể mang lại lợi ích với vị thế thuế trong tương lai. Nếu QTRR làm giảm sự thay đổi của giá trị doanh nghiệp trước thuế và nghĩa vụ nộp thuế dự kiến giảm, giá trị sau thuế dự kiến của doanh nghiệp được tăng lên miễn là chi phí của việc phòng ngừa không phải quá lớn. Bằng cách giảm hiệu quả thuế suất trung bình dài hạn các hành động đó làm giảm sự biến động lợi nhuận và nâng cao giá trị cổ đông. Theo lý thuyết QTRR có thể dẫn đến giảm số lượng thuế phải nộp khi công ty phải chịu một hệ thống thuế lỗi (Smith và Stulz 1985), nghĩa là một hệ thống thuế lũy tiến hoặc chịu các khoản khấu trừ thuế có thể xảy ra hoặc bù đắp cho các khoản lỗ trong các kỳ kế toán trong tương lai. Điều này là do QTRR tạo ra sự ổn định với hiệu suất cao hơn và kéo theo việc giảm số lượng thuế phải nộp. Do đó, độ lỗi lớn hơn trong hàm thuế sẽ dẫn đến khả năng rủi ro cao hơn. Thuế-biến giả kết chuyển lỗ kỳ trước chuyển sang: bằng 1 nếu DNNVV giảm thuế do kết chuyển lỗ, bằng 0 trong trường hợp ngược lại. Có rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã chứng minh và ủng hộ cho lý thuyết này như Nance & cộng sự (1993), Fox & cộng sự (1997), Graham & Smith (1999), Bartram & cộng sự (2009), Rashid Ameer (2010).

Opler & cộng sự (1999) cũng chứng minh các doanh nghiệp đang kinh doanh tốt cũng có hướng giữ lại lượng tiền lớn hơn với mục đích tối đa hóa lợi ích của cổ đông. Kết quả các doanh nghiệp với cơ hội tăng trưởng mạnh, kinh doanh có nhiều rủi ro hơn và các doanh nghiệp nhỏ tích trữ nhiều tiền mặt hơn các doanh nghiệp lớn. Các doanh nghiệp có quyền tiếp cận nhiều hơn vào thị trường vốn, chẳng hạn như các doanh nghiệp lớn hoặc có xếp hạng tín dụng cao, có xu hướng giữ lại ít tiền hơn cũng đồng nghĩa với tỷ lệ tiền và tương đương tiền trên tổng tài sản sẽ trở nên thấp. Các kết quả trên phù hợp với quan điểm rằng các doanh nghiệp nắm giữ tài sản lưu động để đảm bảo có thể sẽ tiếp tục đầu tư khi dòng tiền quá thấp, liên quan đến đầu tư và khi các quỹ bên ngoài trở nên khó tiếp cận.

Haushater (2000) nghiên cứu về các vấn đề liên quan đến quản trị rủi ro để tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, hoạt động quản trị rủi ro của doanh nghiệp phụ thuộc vào các yếu tố: chi phí kiệt quệ tài chính, cơ hội đầu tư (tăng trưởng) hay tài trợ nguồn bên ngoài và thuế. Mẫu nghiên cứu là 100 doanh nghiệp sản xuất dầu khí từ năm 1992 đến năm 1994 bằng cách gửi thư khảo sát đến giám đốc tài chính và sử dụng phương pháp hồi quy probit. Các biến trong mô hình nghiên cứu gồm biến phụ thuộc đại diện cho giá trị dầu khí được quản trị rủi ro và để đánh giá tác động của các yếu tố đối với việc quản trị rủi ro. Biến phụ thuộc nhị phân: Nhận giá trị là 1 đối với những doanh nghiệp có quản trị rủi ro và bằng 0 với những doanh nghiệp không quản trị rủi ro. Trong đó, những doanh nghiệp được đánh giá là có quản trị rủi ro không chỉ bao gồm những doanh nghiệp có sử dụng các công cụ phái sinh để quản trị rủi ro mà còn bao gồm cả những doanh nghiệp có sử dụng chức danh giám đốc tài chính (CFO). Biến độc lập là tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản, quy mô đo lường bởi log tổng giá trị tài sản, tỷ lệ tiền và tương đương tiền trên tổng tài sản và cơ hội đầu tư đại diện tài trợ nguồn bên ngoài (tỷ lệ chi phí đầu tư/tổng tài sản), quy mô (log của tổng tài sản), thuế (chỉ số thuế suất=1 nếu tỷ suất thuế cận biên là 34%). Kết quả đòn bẩy tài chính, quy mô, thuế có tác động cùng chiều với quản trị rủi ro, trong khi đó các biến còn lại có tác động ngược chiều. Ngoài ra nghiên cứu thực nghiệm cho thấy doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính càng cao thì càng có động lực để thực hiện quản trị rủi ro nhằm giảm chi phí kiệt quệ tài chính.

Nguyen & Faff (2002) xác định các yếu tố quyết định đến việc sử dụng công cụ tài chính phái sinh của các doanh nghiệp ở Úc, sử dụng phương pháp hồi quy logistic nhị biến với 469 doanh nghiệp từ năm 1999 đến năm 2000. Biến độc lập: Đòn bẩy tài chính đại diện chi phí kiệt quệ tài chính là tỷ lệ giữa tổng nợ so với tổng tài sản, quy mô (log của tổng tài sản), thanh khoản (thiếu hụt tài chính) đại diện cơ hội đầu tư được tính tỷ lệ tiền và các khoản tương đương tiền trên tổng tài sản là các yếu tố quan trọng. Ngoài ra, chi phí thiết lập dường như rất quan trọng, vì các doanh nghiệp lớn hơn có nhiều khả năng sử dụng các công cụ phái sinh. Mặt khác, kết quả Tobit cho thấy rằng một khi quyết định sử dụng các công cụ phái sinh đã được đưa ra, một doanh nghiệp sử dụng nhiều công cụ phái sinh hơn khi đòn bẩy tăng lên và trả nhiều cổ tức hơn. Kết quả tổng thể cho thấy các doanh nghiệp ở Úc sử dụng các công cụ phái sinh nhằm tăng cường giá trị của các doanh nghiệp hơn là để tối đa hóa sự giàu có của người quản lý. Đặc biệt, các chính sách phái sinh của tập đoàn, chủ yếu liên quan đến việc giảm chi phí kiệt quệ tài

chính. Biến phụ thuộc là biến giả nhị phân, nhận giá trị bằng 1 nếu doanh nghiệp đó có sử dụng 1 trong các công cụ phái sinh và nhận giá trị bằng 0 nếu ngược lại. Công cụ phái sinh lãi suất, tỷ giá, hàng hóa thể hiện hợp đồng tương lai/ hợp đồng kì hạn, hợp đồng quyền chọn, hợp đồng hoán đổi. Các biến độc lập: quy mô và tỷ lệ nợ có mối tương quan cùng chiều, thanh khoản có ý nghĩa thống kê nhưng có mối tương quan ngược chiều với quản trị rủi ro tài chính.

Nghiên cứu của Bartram & cộng sự (2009) cho rằng các tập đoàn phi tài chính có thể sử dụng các công cụ phái sinh để giảm chi phí khó khăn tài chính, điều phối dòng tiền với đầu tư hoặc giải quyết xung đột giữa người quản lý và chủ sở hữu. Sử dụng một cơ sở dữ liệu mới, tác giả thấy rằng các thử nghiệm truyền thống của các lý thuyết này có rất ít sức mạnh để giải thích các yếu tố quyết định sử dụng các công cụ phái sinh. Thay vào đó, tác giả cho thấy rằng việc sử dụng công cụ phái sinh được xác định với các quyết định tài chính và hoạt động khác nhưng không liên quan đến các lý thuyết cụ thể về lý do tại sao các công ty phòng ngừa. Ví dụ, việc sử dụng công cụ phái sinh giúp xác định mức độ và thời gian đáo hạn nợ, chính sách cổ tức, nắm giữ tài sản lưu động và phòng ngừa rủi ro hoạt động quốc tế. Bằng việc sử dụng dữ liệu của 7319 công ty phi tài chính của 50 quốc gia trong giai đoạn 2000-2001 và sử dụng mô hình probit để đánh giá tác động của các yếu tố ảnh hưởng đến quản trị rủi ro lãi suất, tỷ giá và giá cả hàng hóa. Kết quả nghiên cứu đòn bẩy tài chính, quy mô, tỷ lệ chi trả cổ tức, thuế thu nhập doanh nghiệp có tương quan cùng chiều với quản trị rủi ro và các biến tỷ lệ khả năng thanh toán lãi vay, tỷ lệ thanh toán nhanh, cơ hội đầu tư là có tương quan ngược chiều với quản trị rủi ro.

Rashid Ameer (2010) sử dụng dữ liệu của 427 doanh nghiệp Malaysia trong giai đoạn 2003-2007. Tuy nhiên, chỉ có 112 doanh nghiệp là có sử dụng các công cụ phái sinh trong việc quản trị rủi ro lãi suất và tỷ giá (hợp đồng kỳ hạn và hoán đổi). Biến giả NDER đại diện cho vấn đề sử dụng công cụ phái sinh và nhận giá trị 1 nếu có sử dụng hợp đồng kì hạn hoặc hoán đổi trong việc quản trị rủi ro lãi suất và tỷ giá và nhận giá trị 0 nếu ngược lại. Bên cạnh đó, tác giả sử dụng các biến độc lập để đánh giá các yếu tố tác động đến NDER như: DEBT đại diện cho tỷ lệ giữa nợ dài hạn và tổng tài sản. Thanh khoản (Liquidity) được tính bằng tỷ lệ giữa tài sản ngắn hạn chia nợ ngắn hạn. Quy mô doanh nghiệp (size) bằng logarit của tổng tài sản). Cuối cùng, yếu tố ưu đãi về thuế (Tax) cũng được đưa vào nghiên cứu, biến này nhận giá trị 1 nếu doanh nghiệp trong

năm nghiên cứu được ưu đãi về thuế (được giảm thuế do chuyển lỗ) và bằng 0 nếu ngược lại. Sử dụng mô hình logit, kết quả nghiên cứu tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa quản trị rủi ro (lãi suất và tỷ giá) với thanh khoản, tăng trưởng và quy mô.

Talat Afza (2011) cho rằng các công cụ phái sinh chủ yếu được các tập đoàn sử dụng để quản trị rủi ro tỷ giá hoặc lãi suất, đặc biệt là ở các nước châu Á do tình hình chính trị và kinh tế rất biến động. Nghiên cứu nhằm mục đích xác định các yếu tố ảnh hưởng đến các chính sách quản trị rủi ro của 105 DN phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Karachi trong giai đoạn 2004-2008. Mô hình logit được sử dụng để kiểm tra xem quyết định sử dụng công cụ quản trị rủi ro có thể tăng giá trị doanh nghiệp không. Các kết quả đã ủng hộ giả thuyết kiệt quệ tài chính, thuế, đầu tư và giả thuyết quản trị rủi ro. Quy mô doanh nghiệp được đo lường quy mô tổng tài sản, khả năng chi trả lãi vay (lợi nhuận trước thuế và lãi vay/tổng chi phí lãi vay), đòn bẩy tài chính (Tổng nợ/tổng tài sản) có tác động đến quản trị rủi ro.

Spric & Sevic (2012) nghiên cứu các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính doanh nghiệp tại Croatia và Slovenia. Các mối tương quan thực nghiệm giữa quản trị rủi ro trong 157 DN ở Croatia và 189 DN ở Slovenia với đòn bẩy tài chính đại diện chi phí kiệt quệ tài chính tính bằng tỷ lệ nợ so với tổng tài sản và khả năng thanh toán lãi vay tính bằng lợi nhuận trước thuế và lãi vay trên chi phí lãi vay, chi phí tài trợ bên ngoài đo lường bằng chi đầu tư tài sản cố định trên tổng tài sản và tỷ lệ tiền và tương đương tiền trên tổng tài sản, thuế. Bảng câu hỏi khảo sát được gửi đến các nhà quản trị ở Croatia và Slovenia thống kê có bao nhiêu doanh nghiệp quản trị rủi ro tài chính. Sử dụng mô hình hồi quy logistic kết quả nghiên cứu cung cấp rất ít bằng chứng cho giả thuyết nghiên cứu nhưng trừ một mối tương quan tài trợ nguồn bên ngoài đo lường bằng tỷ số chi phí đầu tư trên tổng tài sản có ý nghĩa thống kê. Ngoài ra, đo lường khả năng thanh khoản được sử dụng như một biến đại diện cho các yếu tố thay thế cho phòng ngừa rủi ro là tỷ lệ thanh toán nhanh và thanh toán hiện hành. Tuy nhiên tỷ lệ thanh toán nhanh: tài sản ngắn hạn trừ cho hàng tồn kho chia cho nợ ngắn hạn (Smith và Stulz, 1985; Froot và cộng sự, 1993) và thanh toán hiện hành: tài sản ngắn hạn chia cho nợ ngắn hạn (Nance và cộng sự, 1993) đại diện cho khả năng thanh khoản lại không có ý nghĩa thống kê. Phân tích tương tự được thực hiện đối với 189 doanh nghiệp ở Slovenia đã chỉ ra rằng không có biến giải thích có ý nghĩa thống kê cho quản trị rủi ro. Fan, Huang và Zhu (2013) sử dụng hai phương pháp khác nhau đại diện cho chi phí kiệt quệ tài chính:



Một là, tỷ số đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp được đo lường bằng tổng nợ trên tổng tài sản lớn hơn 1; hai là, tỷ số khả năng trả lãi được đo lường bằng lợi nhuận trước thuế và lãi vay trên chi phí lãi vay là một chỉ số tài chính đo lường khả năng sử dụng lợi nhuận thu được từ quá trình kinh doanh để trả lãi các khoản vay của doanh nghiệp. Ý nghĩa tỷ số khả năng trả lãi lớn hơn 1 thì doanh nghiệp hoàn toàn có khả năng trả lãi vay. Ngược lại, tỷ số nhỏ hơn 1 thì doanh nghiệp vay quá nhiều làm ăn không hiệu quả.

Kouser & cộng sự (2016) sử dụng mô hình hồi quy logistic với biến phụ thuộc là biến nhị phân nhận giá trị 1 nếu doanh nghiệp có sử dụng quản trị rủi ro bằng công cụ phái sinh và ngược lại giá trị 0. Các tác giả muốn xác định xem yếu tố nào ảnh hưởng đến quyết định sử dụng công cụ tài chính phái sinh. Sử dụng dữ liệu 36 DN Pakistan từ năm 2005 đến năm 2012. Các yếu tố quy mô, tuổi, thanh khoản, khả năng thanh toán, cơ hội tăng trưởng tác động đến ERM. Kết quả tìm thấy biến tuổi, khả năng thanh toán, cơ hội tăng trưởng có tác động cùng chiều với ý nghĩa thống kê 1%. Lan (2016) xem xét các yếu tố tác động đến việc chấp nhận ERM trong DN chỉ tìm thấy tác động cùng chiều của quy mô, tỷ trọng tài sản cố định vô hình trên tổng tài sản, biến động giá trị tăng thêm lên ERM với mức ý nghĩa 1%, các biến đòn bẩy tài chính (nợ trên vốn chủ sở hữu), mức độ thiếu hụt tài chính (tài sản lưu động/tổng tài sản) chưa tìm thấy tác động. Trong khi đó kết quả nghiên cứu Bảo (2020) cho thấy quản trị rủi ro tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam có tương quan dương với biến đầu tiên có ý nghĩa trong mô hình là tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản đại diện cho chi phí kiệt quệ tài chính. Hệ số đứng trước biến này có giá trị  $\beta=6,087>0$  có nghĩa DN có đòn bẩy tài chính càng cao thì càng có động lực thực hiện quản trị rủi ro tài chính.

Để làm nền tảng cho luận án, các yếu tố có tác động đến quản trị rủi ro tài chính tác giả tổng hợp từ các nghiên cứu trước.

Để thực hiện luận án, những nhân tố có ảnh hưởng với FRM nghiên cứu tóm lược trong bảng dưới:

Stt	Yếu tố	Cách tính	Kết quả nghiên cứu	Tác giả
1	Đòn bẩy tài chính (FL)	Tổng nợ/tổng tài sản	+ (cùng chiều)	Nance và cộng sự (1993), Fok và cộng sự (1997), Haushalter (2000), Bảo (2020)

2	Quy mô DN Logarit (Tổng tài sản)	SIZE	+	Fok và cộng sự (1997), Sprcic và Sevic (2012), Nance và cộng sự (1993), Talat Afza (2011), Bartram và cộng sự (2009)
3	Biến giả thuế chuyển lỗ kỳ trước chuyển sang (TAX)	Thuế bằng 1 nếu có kết chuyển lỗ mang sang. Ngược lại bằng 0	+	Smith và Stulz (1985), Nance và cộng sự (1993), Fox và cộng sự (1997), Bartram và cộng sự (2009), Rashid Ameer (2010).
4	Chi đầu tư tài sản cố định (TANGIBLE)	TSCĐ hữu hình/tổng tài sản	+	Smith và Stulz (1985), Purnanandam (2008), Bartram và cộng sự (2009), Sprcic và Sevic (2012)
5	Thiếu hụt tài chính (FS: Financial Slack)	Tiền và tương đương tiền/ tổng tài sản	+	Froot và cộng sự (1993), Opler và cộng sự (1999), Haushalter (2000), Hoyt và Liebenberg (2011), Kouser và cộng sự (2016), Lan (2016)
6.	Thời gian hoạt động/tuổi đời DN (AGE)	Năm nghiên cứu - năm thành lập +1	+	Kouser và cộng sự (2016), Butt, Rizavi, Nazir, và Ali (2021)

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các nghiên cứu thực nghiệm)

### 2.2.2. Tác động quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

Quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Smithson và Simkins (2005) cung cấp một đánh giá về kiểm tra mức độ phù hợp giá trị của quản trị rủi ro. Việc xem xét tập trung vào mối quan hệ giữa quản trị rủi ro tài chính và giá trị doanh nghiệp. Theo Smithson và Simkins (2005), quản trị rủi ro có làm tăng giá trị doanh nghiệp? Một cuộc khảo sát các bằng chứng thực nghiệm. Nghiên cứu của Allayannis và Weston (2001) tác động của việc sử dụng công cụ phái sinh quản trị rủi ro tỷ giá với 720 doanh nghiệp phi tài chính lớn từ năm 1990 đến năm 1995, phát hiện từ nghiên cứu mối quan hệ cùng chiều giữa việc sử dụng các công cụ phái sinh quản trị rủi ro tỷ giá và giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q được sử dụng để đo lường giá trị doanh nghiệp). Trong khi đó, Kim và cộng sự (2006) cho rằng quản trị rủi ro tài chính làm tăng giá trị doanh nghiệp thông qua nghiên cứu tác động của quản trị rủi ro tài chính (và rủi

ro hoạt động) với rủi ro tỷ giá của 424 doanh nghiệp từ năm 1996 đến năm 2000. Ngược lại, Jin và Jorion (2005) hoạt động quản trị rủi ro giá cả hàng hóa của 119 doanh nghiệp sản xuất xăng dầu và khí ở Mỹ từ năm 1998 đến năm 2001. Kết quả nghiên cứu quản trị rủi ro không tác động đến giá trị doanh nghiệp. Quan điểm này cũng được củng cố trong nghiên cứu của Stulz (1996, 2003), Nocco và Stulz (2006), Wang và Reuer (2006). Các tác giả này cho rằng khi doanh nghiệp áp dụng các phương pháp quản trị rủi ro sẽ giúp doanh nghiệp tránh được các chi phí phát sinh liên quan.

Hoyt và Liebenberg (2011) nghiên cứu tác động của quản trị rủi ro đến giá trị doanh nghiệp. Trong nghiên cứu này sử dụng dữ liệu của 275 doanh nghiệp Mỹ từ năm 1995 đến năm 2005 bằng phương pháp hồi quy tuyến tính cổ điển, phương pháp tác động cố định và phương pháp tác động ngẫu nhiên để kiểm soát sự khác biệt có thể phát sinh từ sự khác biệt về quy định thị trường, mô hình định lượng nhằm đo lường tác động các yếu tố quyết định quản trị rủi ro và ảnh hưởng của quản trị rủi ro đến giá trị doanh nghiệp. Các biến trong mô hình nghiên cứu: Biến phụ thuộc là Tobin's Q (giá trị DN) được tính bằng giá trị thị trường của cổ phiếu cộng với giá trị sổ sách của các khoản nợ chia cho giá trị sổ sách của tài sản, các biến độc lập là thực hiện quản trị rủi ro (ERM) doanh nghiệp sử dụng CRO (giám đốc rủi ro) để tính ERM (Pagach và Warr, 2010), đòn bẩy tài chính được tính bằng giá trị sổ sách của nợ phải trả trên tổng tài sản, quy mô (logarit của tổng tài sản), tốc độ tăng trưởng doanh thu (doanh thu năm t-doanh thu năm t-1/doanh thu năm t-1), tỷ lệ sinh lời trên tổng tài sản, cổ tức và beta. Kết quả cho thấy quản trị rủi ro tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp.

Ahmed và cộng sự (2014) nghiên cứu tác động của quản trị rủi ro bằng các công cụ tài chính phái sinh đối với hiệu quả hoạt động tập trung vào quản trị rủi ro tỷ giá, lãi suất và giá cả hàng hóa bằng các hợp đồng tương lai, kỳ hạn, quyền chọn và hợp đồng hoán đổi. Sử dụng dữ liệu của 288 doanh nghiệp London từ năm 2005 đến năm 2012. Phương pháp hồi quy OLS. Biến phụ thuộc: Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp ( $ROA = \text{Lợi nhuận sau thuế} / \text{tổng tài sản}$ ) và Tobin's Q được tính bằng  $\text{Giá trị thị trường của cổ phiếu} + \text{Giá trị sổ sách của các khoản nợ} / \text{Giá trị sổ sách của tài sản}$  Biến độc lập: FXH (quản trị rủi ro tỷ giá). Nhận giá trị 1 nếu DN có sử dụng công cụ quản trị rủi ro tỷ giá, 0 nếu ngược lại, IRH (quản trị rủi ro lãi suất). Nhận giá trị 1 nếu DN có sử dụng công cụ quản trị rủi ro lãi suất, 0 nếu ngược lại và CMH (quản trị rủi ro giá cả hàng hóa). Nhận giá trị 1 nếu DN có sử dụng công cụ quản trị rủi ro giá cả hàng hóa, 0 nếu

ngược lại. Biến kiểm soát: LEV: Đòn bẩy tài chính được tính bằng tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản. AGE (Tuổi): Logarit (năm nghiên cứu- năm thành lập+1) và SIZE (Quy mô DN): Logarit (tổng tài sản). Kết quả cho thấy hiệu quả của các phương pháp quản trị rủi ro khác nhau đáng kể đối với rủi ro tài chính và công cụ phái sinh được sử dụng để QTRR. Kết quả cho thấy rằng có mối tương quan cùng chiều giữa QTRR và hiệu quả tài chính thay đổi đáng kể về RRTC có các công cụ phái sinh hiệu quả trong việc phòng ngừa một số loại rủi ro, góp phần thuận lợi vào việc tạo ra giá trị hoạt động tài chính.

Eckles và cộng sự (2014) sử dụng dữ liệu của 354 DN từ năm 1990 đến năm 2008 để đánh giá tác động của quản trị rủi ro tài chính có ảnh hưởng như thế nào đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Mô hình nghiên cứu sử dụng phương pháp OLS. ROA là biến phụ thuộc đại diện cho hiệu quả hoạt động và biến giải thích nhị phân để xác định liệu DN có sử dụng công cụ quản trị rủi ro hay biến giả ERM đại diện cho việc DN thực hiện quản trị rủi ro tài chính. Nhận giá trị 1 nếu DN có sử dụng công cụ quản trị rủi ro tài chính, nhận giá trị 0 nếu ngược lại. Ngoài ra, tác giả còn sử dụng các biến kiểm soát khác nhằm tránh hiện tượng hồi quy giả mạo như: quy mô doanh nghiệp (size), tuổi doanh nghiệp (firm age), đòn bẩy tài chính (debt). Kết quả nghiên cứu cho thấy khi một DN có sử dụng quản trị rủi ro tài chính thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đó tăng lên rõ rệt. Biến quy mô, tuổi đời doanh nghiệp mang dấu dương, đòn bẩy tài chính mang dấu âm có ý nghĩa thống kê.

Abeyrathna và Kalainathan (2016) nghiên cứu rủi ro tài chính, quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động DNNVV ở Sri Lanka (2006-2011). Theo nghĩa rộng hơn, rủi ro tài chính sẽ được xem là bất kỳ biến động của dòng tiền, hiệu quả tài chính và giá trị kinh doanh do các yếu tố khác nhau như lãi suất, tỷ giá hối đoái, thay đổi giá (Blach, 2010). Biến phụ thuộc: hiệu quả hoạt động đo lường bằng tỷ lệ sinh lời trên tổng tài sản. Các biến độc lập: Đòn bẩy tài chính được tính bằng tổng nợ trên tổng tài sản, khả năng thanh toán bằng tỷ lệ giữa nợ ngắn hạn và tài sản lưu động, rủi ro thanh khoản (tài sản ngắn hạn/nợ ngắn hạn) và QTRRTC được đo lường bằng phương pháp thang điểm likert năm điểm. Dữ liệu thu thập từ báo cáo tài chính để tính rủi ro tài chính và một số dữ liệu được thu thập để đo lường QTRRTC thông qua câu hỏi khảo sát. Phương pháp nghiên cứu: sử dụng Cronbach's alpha trong thống kê SPSS phân tích dữ liệu bằng kiểm tra trung bình, độ tương quan và phân tích hồi quy. Kết quả nghiên cứu cho thấy có mối quan hệ cùng chiều giữa quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động DNNVV. Kết

quả nghiên cứu, các nhà quản trị doanh nghiệp chú trọng tăng chất lượng quản trị rủi ro tài chính hơn là gánh chịu mức độ rủi ro tài chính lớn.

Farrell và Gallagher (2019) sử dụng dữ liệu của 230 doanh nghiệp trong giai đoạn 2006-2011 tại Mỹ. Nghiên cứu cho rằng quản trị rủi ro tập trung vào việc nâng cao quản trị rủi ro các hoạt động chiến lược của doanh nghiệp (DN). Kết quả nghiên cứu cho thấy việc thực hiện quản trị rủi ro làm tăng hiệu quả hoạt động của DN được đo lường bằng lợi nhuận sau thuế/ tổng tài sản (ROA). Sử dụng mô hình tác động cố định (Fixed effect), nợ và quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều, có ý nghĩa thống kê với hiệu quả hoạt động DN. Chen và cộng sự (2019) mục đích chính của nghiên cứu này là kiểm tra xem DN có được lợi từ việc thực hiện QTRR hay không và tạo ra giá trị bao nhiêu. Kết quả chỉ ra rằng một DN triển khai QTRR được hưởng lợi bằng cách thêm 5,37% giá trị so với những DN không thực hiện. Việc áp dụng QTRR cũng giúp một DN cải thiện đáng kể hiệu quả doanh thu và tiết kiệm chi phí lần lượt là 9,22% và 16,34%. Các doanh nghiệp đối mặt với nhiều rủi ro tài chính có thể ảnh hưởng lớn đến hiệu quả hoạt động. Ahmed, Mukhongo và Datche (2019) nghiên cứu ảnh hưởng của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động của các DNNVV. Cụ thể, nghiên cứu xem xét ảnh hưởng của việc xác định rủi ro tài chính, phân tích rủi ro tài chính, kiểm soát rủi ro tài chính và việc giảm thiểu rủi ro tài chính lên hiệu quả hoạt động của các DNNVV ở Hirshabelle state-Somalia. Nghiên cứu này sử dụng phương pháp thiết kế nghiên cứu khảo sát, kỹ thuật lấy mẫu phân tầng để đảm bảo tổng thể được chia thành các tầng đồng nhất và kỹ thuật lấy mẫu ngẫu nhiên của 2.657 DNNVV ở bang Hirshabelle-Somalia. Dựa trên kết quả khảo sát của 348 DNNVV, tác giả sử dụng Cronbach's Alpha ( $\alpha$ ) trong đó giá trị khuyến nghị 0,7 trở lên như thước đo độ tin cậy. Qua kết quả hồi quy cho thấy nhận diện, đo lường và kiểm soát rủi ro tài chính giảm thiểu rủi ro tài chính có ảnh hưởng đáng kể về mặt thống kê đối với hiệu quả hoạt động của DNNVV.

Nghiên cứu gần đây Malik và cộng sự (2020) xem xét tác động của quản trị rủi ro đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp kiểm tra HQHĐ được tăng cường hay suy yếu bằng cách thành lập một cơ chế quản trị quan trọng giám sát các quy trình quản trị rủi ro. Dựa trên 260 quan sát ở Anh trong giai đoạn 2012-2015, các tác giả nhận thấy quản trị rủi ro ảnh hưởng tích cực và đáng kể đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Những đóng góp quan trọng của Modigliani và Miller (1958) nhận định với sự hiện diện của thị trường vốn hoàn hảo, quản trị rủi ro không gia tăng giá trị. Vì lý thuyết dựa trên

các nguyên tắc về hiệu quả thị trường, nghiên cứu tiếp theo trong vài thập kỷ qua đã công nhận các tác động của quản trị rủi ro (Nocco và Stulz, 2006). Chẳng hạn dưới sự cạnh tranh của thị trường, lợi ích của việc quản trị rủi ro đã thực hiện thông qua thuế (Modigliani và Miller, 1963); chi phí phá sản (Kraus và Litzenberger, 1973) và chi phí tài trợ nguồn bên ngoài (Froot và cộng sự, 1993). Sau đó, Smith và Stulz (1985) lập luận rằng quản trị rủi ro thích hợp làm giảm chi phí kiệt quệ tài chính và chi phí phá sản. Quản trị rủi ro cũng làm giảm biến động của dòng tiền và góp phần hướng đến hiệu quả sử dụng vốn cao hơn (Liebenberg và Hoyt, 2003). Hollman và Mohammad-Zadeh (1984) đã xác định các kỹ thuật đơn giản và hữu ích mà các doanh nghiệp nhỏ có thể nắm bắt được khi thực hiện quy trình quản trị rủi ro; nhấn mạnh tầm quan trọng QTRR cho DNNVV cần thiết qua các phương pháp khác để kiểm soát rủi ro, nhưng kết luận rằng nó có thể quá phức tạp đối với các DN nhỏ thường thiếu kinh nghiệm cần thiết trong lĩnh vực này. Như vậy, có thể thấy rất ít nghiên cứu đánh giá tác động QTRR và hiệu quả hoạt động trong khi tầm quan trọng của việc đánh giá rủi ro đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa là thực sự - đặc biệt là do sự chú ý các ngân hàng hiện thanh toán khi các DN đăng ký vay: ví dụ, Veda Advantage, một cơ quan dữ liệu tín dụng hàng đầu của Úc và New Zealand, cho thấy rằng số lượng các vụ vỡ nợ trong tháng 7 năm 2011 đã tăng mạnh 29,72% so với tháng trước đó (Kevany, 2010; Lukianchuk, 2015).

Bachiller & cộng sự (2021) các nghiên cứu trước đây nhấn mạnh hai quan điểm trái ngược nhau. Quan điểm đầu tiên cho rằng QTRR làm tăng hiệu quả hoạt động của công ty bằng cách giảm sự biến động của lợi nhuận và nghĩa vụ thuế dự kiến khi có biểu thuế lỗi (Smith & Stulz, 1985), giảm chi phí kiệt quệ tài chính và tăng đòn bẩy (Stulz, 1996; Ross, 1997 và Leland, 1998), giảm thiểu chi phí đầu tư dưới mức bắt nguồn từ chi phí đại diện của khoản nợ và sự đòi hỏi tổn kém từ nguồn tài chính bên ngoài (Bessembinder, 1991; Froot & cộng sự, 1993). Quan điểm thứ hai cho rằng việc sử dụng các CCPS gây bất lợi cho giá trị công ty. Thật vậy, các chương trình QTRRTC có thể làm giảm giá trị nếu chúng chỉ nhằm mục đích thỏa mãn lợi ích cá nhân của nhà quản lý (Knopf & cộng sự, 2002; Hagelin & cộng sự, 2007), chúng được sử dụng cho mục đích đầu cơ làm tăng mức độ rủi ro (Adam & cộng sự, 2017), và chúng không hiệu quả trong việc giảm rủi ro (Copeland & Joshi, 1996 và Hagelin & Pramborg, 2004). Số lượng lớn các công cụ phái sinh thất bại và tổn thất tài chính khổng lồ liên quan đến việc sử dụng các công cụ này luôn đặt ra câu hỏi về khả năng gia tăng giá trị. Một số nghiên

cứu cho thấy rằng QTRR làm tăng giá trị công ty (Allayannis & Weston, 2001; Kim & cộng sự, 2006; Carter & cộng sự, 2006) trong khi những nghiên cứu khác các chương trình phòng ngừa rủi ro có liên quan đến việc giảm giá trị công ty (Fauver & Naranjo, 2010; Hagelin & cộng sự, 2007, Adam & cộng sự, 2017). Các nghiên cứu khác không tìm thấy bất kỳ mối quan hệ đáng kể nào (Bartram & cộng sự, 2011, Belghitar & cộng sự, 2013). Do đó, thực nghiệm cho thấy vẫn chưa có kết luận rõ ràng giữa quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động.

Ngoài các nghiên cứu trên thế giới, thì ngay tại Việt Nam có ít công trình nghiên cứu về quản trị rủi ro tài chính trong các doanh nghiệp, trong đó tập trung chủ yếu đến các vấn đề:

Thứ nhất, hệ thống lại một cách cơ bản các khái niệm liên quan đến rủi ro tài chính, quản trị rủi ro tài chính. Nghiên cứu các mức độ rủi ro tài chính bao gồm rủi ro thị trường, tín dụng, hoạt động và rủi ro thanh khoản vẫn còn nhiều điều chưa được lường tính hết (Vũ Minh, 2013), hệ thống các lý luận về rủi ro tài chính, quản trị rủi ro tài chính và kinh nghiệm thực tế (Nguyễn Thị Bảo Hiền, 2016; Lưu Hữu Đức, 2018).

Thứ hai, nhận diện rủi ro tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu tập trung vào rủi ro thanh khoản, rủi ro phá sản, rủi ro hối đoái, rủi ro lãi suất, rủi ro tín dụng và giải pháp. Bảo (2020) mục tiêu đánh giá những yếu tố tác động đến động cơ quản trị rủi ro tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam thực hiện hồi quy Binary Logistic đa biến để kiểm định mối tương quan giữa quản trị rủi ro tài chính với các yếu tố chi phí kiệt quệ tài chính, thuế, chi phí đại diện nợ, sự bất hoàn hảo của thị trường vốn, cơ hội tăng trưởng, các công cụ quản trị rủi ro thay thế, tính hữu dụng của nhà quản lý, mức độ ảnh hưởng của nhà nước và quy mô doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu với ba biến FINCOST1, MNGUTIL1, GOV1 phù hợp với những giả thuyết. Biến có ý nghĩa trong mô hình là tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản (FINCOST1) đại diện cho chi phí kiệt quệ tài chính. Hệ số đứng trước biến này có giá trị là  $\beta=6.087>0$  có nghĩa DN có đòn bẩy tài chính càng cao thì càng có động lực thực hiện QTRR. Điều này có thể vì hai lý do: Thứ nhất là đòn bẩy tài chính càng cao thì càng có động lực để thực hiện QTRR nhằm giảm biến động dòng tiền, giảm xác suất và chi phí kiệt quệ tài chính của DN. Thứ hai QTRR sẽ làm tăng khả năng vay nợ. Từ đó, chính sách QTRR sẽ gắn liền với chính sách tài trợ. Điều này cũng phù hợp với giả thuyết của Warner (1977), Smith và Stulz (1985) cho rằng DN có đòn bẩy tài chính càng cao thì càng có nguy cơ đối diện với kiệt quệ tài

chính và gia tăng xác suất phá sản nên sẽ càng ưa thích việc QTRRTC nhằm mục đích làm giảm biến động dòng tiền, xác suất và các chi phí liên quan đến kiệt quỹ tài chính. Về mặt thực nghiệm, kết quả này cũng phù hợp với phát hiện của Dolde (1985) và Haushalter (2000). Điều này cho thấy quyết định quản trị rủi ro tài chính của các DN Việt Nam có tương quan cùng chiều với chi phí kiệt quỹ tài chính (tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản), tính hữu dụng của nhà quản lý (MNGUTIL1) và tương quan ngược chiều với mức ảnh hưởng của Nhà nước (GOV1). Ngoài ra, các biến nghiên cứu khác trong mô hình không có ý nghĩa thống kê. Theo tác giả, có nhiều nguyên nhân dẫn đến hiện tượng này. Một là việc các DN Việt Nam được hưởng các ưu đãi về thuế, các lợi ích từ chuyển lỗ tiến, chuyển lỗ lùi chưa thật sự lớn. DN vẫn chưa quá quan tâm đến việc ổn định dòng tiền nhằm tập trung vào việc tận dụng các cơ hội đầu tư mà đôi khi vẫn phụ thuộc nhiều vào dòng vốn vay. Hai là, các DN vẫn chưa xem việc duy trì một tỷ số thanh toán và thanh toán nhanh hợp lý là một biện pháp QTRRTC của DN.

Thứ ba, đánh giá thực trạng quản trị rủi ro tài chính trong doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, thông qua quy trình gồm: nhận diện, đo lường và kiểm soát rủi ro tài chính. Công tác quản trị rủi ro tài chính ở các doanh nghiệp còn yếu ở khâu đo lường và đánh giá tác động của rủi ro tài chính (Trịnh Thị Phan Lan, 2016).

Cuối cùng, đối với cấp độ đề tài, luận án Tiến sĩ, theo lược khảo của tác giả thì số lượng nghiên cứu đề tài này không nhiều. Công trình khoa học có liên quan đến quản trị rủi ro tài chính có thể kể đến như sau:

Tại Việt Nam, khi nghiên cứu về doanh nghiệp Việt Nam quản trị rủi ro tài chính như thế nào? Nguyễn Thị Ngọc Trang (2009) phòng ngừa rủi ro chỉ mang tâm lý ngắn hạn và chưa xây dựng một cách tiếp cận quản trị rủi ro doanh nghiệp trong chiến lược kinh doanh. Kết quả nghiên cứu có ba nguyên nhân: Thiếu am hiểu về sản phẩm phái sinh, thiếu nhận thức đầy đủ về tầm quan trọng của quản trị rủi ro tài chính bằng sản phẩm phái sinh và khung pháp lý chưa rõ ràng khiến doanh nghiệp không thực hiện sản phẩm phái sinh hoặc gặp khó khăn trong sử dụng sản phẩm phái sinh.

Nguyễn Thị Bảo Hiền (2016) thực hiện với đề tài “Tăng cường quản trị rủi ro tài chính các doanh nghiệp được ở Việt Nam, tác giả tập trung bốn nội dung: Nhận diện rủi ro tài chính; đo lường rủi ro tài chính; kiểm soát rủi ro tài chính; tài trợ rủi ro tài chính. Hệ thống hoá cơ sở lý thuyết về rủi ro tài chính và quản trị rủi ro tài chính. Trên cơ sở



lý luận đó tác giả đã đi vào thực trạng quản trị rủi ro tài chính các doanh nghiệp được ở Việt Nam. Dữ liệu sơ cấp thông qua phiếu khảo sát, dữ liệu thứ cấp từ báo cáo tài chính, báo cáo thường niên từ năm 2009 đến năm 2014 của 36 doanh nghiệp được.

Trịnh Thị Phan Lan (2016) nghiên cứu quản trị rủi ro tài chính của doanh nghiệp Việt Nam. Dữ liệu nghiên cứu lấy từ báo cáo tài chính của 158 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2010 đến năm 2014. Trong đó, đề cập đến đo lường tác động của quản trị rủi ro tài chính đến giá trị doanh nghiệp thông qua tính toán các chỉ tiêu từ báo cáo tài chính. Kết quả cho thấy, quản trị rủi ro tài chính có tác động thuận chiều đến giá trị doanh nghiệp nhằm cung cấp bằng chứng quản trị rủi ro giúp giá trị các doanh nghiệp niêm yết tăng lên thông qua gia tăng hiệu quả sử dụng vốn và tài sản do có sự kiểm soát chặt chẽ.

Lưu Hữu Đức (2018) thực hiện với đề tài “Quản trị rủi ro tài chính tại các công ty cổ phần xây dựng niêm yết ở Việt Nam” thực hiện thu thập dữ liệu của các doanh nghiệp ngành xây dựng trong khoảng thời gian từ năm 2009 đến năm 2015, theo đó, tác giả đã đưa ra những khái niệm, đặc điểm, nội dung công tác quản trị rủi ro tài chính, tác động của rủi ro tài chính đến hoạt động của doanh nghiệp và những kinh nghiệm về tăng cường công tác quản trị rủi ro tài chính ở các nước trên thế giới. Tác giả đi sâu phân tích, đánh giá thực trạng quản trị rủi ro tài chính của các công ty cổ phần xây dựng niêm yết trong mẫu chọn với các nội dung: nhận diện rủi ro tài chính, đo lường và đánh giá rủi ro tài chính, xử lý rủi ro tài chính. Kết quả nghiên cứu đối với rủi ro thanh toán, rủi ro tiềm ẩn phá sản và hiệu quả hoạt động, có thể kết luận rằng hiệu quả hoạt động càng lớn thì rủi ro tiềm ẩn phá sản càng thấp.

Hoyt và Liebenbeg (2011), Trịnh Thị Phan Lan (2016), Abeyrathna và Kalainathan (2016), Farrell và Gallagher (2019) đều nhận định rằng việc thực hiện quản trị rủi ro tài chính cải thiện hiệu quả doanh thu và chi phí do giảm rủi ro, tạo ra động lực để tối đa hóa lợi nhuận doanh nghiệp và tăng giá trị doanh nghiệp. Doanh nghiệp có khả năng nhận ra những lợi ích của phòng ngừa rủi ro thông qua quản trị rủi ro tài chính, trong đó các doanh nghiệp sẽ ưu tiên các hoạt động phòng ngừa rủi ro đối với hầu hết các phần trong tổng rủi ro của doanh nghiệp và tối đa hóa việc đánh giá và lựa chọn các công cụ phòng ngừa rủi ro có sẵn bằng cách kết hợp các rủi ro của doanh nghiệp phải đối mặt vào một danh mục rủi ro. Vì vậy, quản trị rủi ro làm tăng giá trị doanh nghiệp thông qua tác động làm giảm chi phí kiệt quệ tài chính, giảm thuế và tạo điều kiện cho

các dự án đầu tư được chọn nhưng chiều hướng tác động thì khác nhau ở các quốc gia có nền kinh tế khác nhau với dữ liệu, thời gian khác nhau. Nếu có sử dụng công cụ quản trị rủi ro, giá trị doanh nghiệp sẽ tăng lên điều này cho thấy việc thực hiện quản trị rủi ro tài chính cải thiện hiệu quả doanh thu và chi phí do giảm thiểu rủi ro, tạo ra động lực để tối đa hóa lợi nhuận doanh nghiệp và tăng giá trị doanh nghiệp.

Như vậy, doanh nghiệp sẽ luôn trong tư thế chủ động và bất kỳ lúc nào cũng có thể sẵn sàng đối mặt với các rủi ro tài chính. Quản trị rủi ro tài chính là việc vô cùng quan trọng. Đây là hoạt động trọng yếu giúp doanh nghiệp tránh được những nguy cơ có thể xảy ra xung quanh. Quản trị rủi ro hợp lý sẽ giúp doanh nghiệp luôn trong tư thế chủ động và giảm thiểu thiệt hại về tài chính, tối đa hóa lợi nhuận nhằm gia tăng hiệu quả của doanh nghiệp, đảm bảo hoạt động kinh doanh hàng ngày được suôn sẻ và tránh được những tổn hại cho doanh nghiệp.

### **2.2.3. Tổng hợp các nghiên cứu trước**

Thông qua lý thuyết lược khảo những nghiên cứu liên quan ở chương 2, luận án tiếp cận và lựa chọn các biến đại diện được tìm thấy có ảnh hưởng đến quản trị rủi ro tài chính. Các lý thuyết được chuyển đổi thành các giả thuyết nghiên cứu kiểm định các yếu tố quyết định hoạt động quản trị rủi ro tài chính bao gồm chi phí liên quan đến kiệt quệ tài chính, tài trợ từ nguồn bên ngoài và thuế như Smith & Stulz (1985), Froot & cộng sự (1993), Nance & cộng sự (1993), Dolde (1995), Mian (1996), Getzy & cộng sự (1997), Haushalter (2000) và Bảo (2020) về cách thức mà quản trị rủi ro để tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Nếu các chính sách tài chính có ý nghĩa quan trọng, nếu chính sách quản trị rủi ro có tác động đến giá trị của doanh nghiệp, thì quản trị rủi ro phải có tác động đối với thuế, chi phí giao dịch hoặc quyết định đầu tư của doanh nghiệp (Nguyễn Thị Ngọc Trang, 2007).

Hầu hết các nghiên cứu trước thường sử dụng mô hình hồi quy logistic của Cox (1958), nghiên cứu tiến hành kiểm tra thực hiện quản trị rủi ro có phải là một hàm bao gồm yếu tố chi phí kiệt quệ tài chính, chi phí tài trợ bên ngoài, thuế và yếu tố thời gian hoạt động (độ tuổi). Kết quả của nhiều nghiên cứu thực nghiệm cho thấy biến có tác động đến quản trị rủi ro tài chính được tóm tắt:

Biến phụ thuộc quản trị rủi ro tài chính (FRM) ở dạng nhị phân là 1 cho các doanh nghiệp có QTRRTC và 0 không QTRRTC vì các nghiên cứu Smith & Stulz (1985), Nance & cộng sự (1993), Getzy & cộng sự (1997), Fok & cộng sự (1997), Haushalter

(2000), Allayannis & Weston (2001), Hoa Nguyen (2002), Bartram & cộng sự (2009), Ameer (2010), Afza & Alam (2011c), Hoyt & Liebenberg (2011), Sprcic & Sevic (2012), Lan (2016), Kouser & cộng sự (2016), Alam & Afza (2017), Lee (2019), Bảo (2020), Seok & cộng sự (2020), Butt & cộng sự (2021) về QTRRTC-biến nhị phân là 1 nếu sử dụng công cụ phái sinh để phòng ngừa rủi ro tài chính và 0 nếu không. Hầu hết các nghiên cứu sử dụng đòn bẩy tài chính (FL: Financial Leverage) như một tỷ số về khả năng kiệt quệ tài chính để đo lường chi phí kiệt quệ tài chính đó là tỷ lệ giá trị sổ sách của nợ so với giá trị sổ sách của tài sản. Luận án này cũng sử dụng cách tiếp cận tương tự, doanh nghiệp càng có tỷ lệ đòn bẩy cao thì tỷ lệ lợi nhuận càng thấp. Về quy mô kinh tế liên quan đến hoạt động QTRR thu thập dữ liệu bằng cách lấy giá trị sổ sách của tài sản. Cơ hội đầu tư được đo bằng tỷ số chi đầu tư so với giá trị sổ sách của tài sản (TANGIBLE) và tỷ lệ tiền và tương đương tiền (FS) đại diện cho chi phí tài trợ bên ngoài. Biến giả lỗ thuế kỳ trước mang sang đại diện cho tác động của thuế và thời gian hoạt động (năm nghiên cứu - năm thành lập +1).

Biến độc lập:

**Bảng 2.1 Tổng quan về nghiên cứu trước tác động của các yếu tố với FRM-quản trị rủi ro tài chính**

Stt	Biến	Ký hiệu	Kết quả nghiên cứu	Tác giả
1	Tổng nợ trên tổng tài sản	FL	+ (cùng chiều)	Nance và cộng sự (1993), Fok và cộng sự (1997), Haushalter (2000), Ahmed và cộng sự (2014), Bảo (2020), Butt và cộng sự (2021)
2	Logarit (Tổng tài sản)	SIZE	+	Fok và cộng sự (1997), Sprcic và Sevic (2012), Nance và cộng sự (1993), Talat Afza (2011), Bartram và cộng sự (2009), Ahmed và cộng sự (2014), Butt và cộng sự (2021)
3	Tài sản cố định trên tổng tài sản	TANGIBLE	+	Smith và Stulz (1985), Bartram và cộng sự (2009), Sprcic và Sevic (2012), Butt và cộng sự (2021)
4	Tài sản lưu động trên tổng tài sản	FS	+	Froot và cộng sự (1993), Opler và cộng sự (1999), Haushalter (2000), Hoyt và

				Liebenberg (2011), Kouser và cộng sự (2016), Lan (2016), Butt và cộng sự (2021)
5	Biến giả thuế chuyển lỗ kỳ trước chuyển sang (Thuế bằng 1 nếu có kết chuyển lỗ mang sang. Ngược lại, 0	TAX	+	Smith và Stulz (1985), Nance và cộng sự (1993), Dolde (1995), Tufano (1996), Getzy và cộng sự (1997), Allayannis và Ofek (2001), Bartram và cộng sự (2009), Ameer (2010), Alam và Afza (2017)
6	Năm nghiên cứu - năm thành lập +1	AGE	+	Kouser và cộng sự (2016), Butt, Rizavi, Nazir và Ali (2021)

(Nguồn: Tổng hợp từ tài liệu)

Từ các kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy không có kết luận duy nhất về tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Điều này có nghĩa là quản trị rủi ro tài chính có thể có ba tác động khác nhau đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp: một là, quản trị rủi ro tài chính tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp; hai là, quản trị rủi ro tài chính tác động ngược chiều và ba là, quản trị rủi ro tài chính không tác động đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp hay không tăng cũng như không giảm hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Hơn nữa, các nghiên cứu của doanh nghiệp về sử dụng công cụ tài chính phái sinh để quản trị rủi ro tỷ giá, lãi suất, biến động giá cũng cho thấy quản trị rủi ro làm tăng giá trị doanh nghiệp thông qua tác động làm giảm chi phí kiệt quệ tài chính, giảm thuế và tạo điều kiện cho các dự án đầu tư được chọn nhưng chiều hướng tác động thì khác nhau ở các quốc gia có nền kinh tế khác nhau với dữ liệu, thời gian khác nhau là cần thiết. Phân tích những lợi ích mà việc áp dụng những thực tiễn về quản trị rủi ro doanh nghiệp có thể mang lại cũng như đưa ra gợi ý về một số công cụ hữu ích sẽ giúp cải thiện quản trị rủi ro tài chính cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam.

Từ việc tổng quan các nghiên cứu liên quan trên thế giới và tại Việt Nam, tác giả nhận thấy quan tâm đến quản trị rủi ro đã tăng lên từ những năm 1990 khi các doanh nghiệp phải đối mặt với một số cú sốc trong môi trường cạnh tranh (Arena & cộng sự 2010). Để đối phó với các mối đe dọa bất ngờ, một trường phái tin vào tác động trực tiếp của QTRR đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Callahan & Soileau, 2017; Florio & Leoni 2017; Zou & Hassan 2017) trong khi một nhóm các nhà nghiên cứu khác cho rằng mối quan hệ của QTRR và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có thể bị ảnh

hưởng bởi một số yếu tố bên trong (Khan & Ali 2017; Wang & cộng sự 2010). Nhiều nghiên cứu đã thảo luận về tầm quan trọng của thực hành QTRR giữa các doanh nghiệp (Eckles & cộng sự 2014; Florio & Leoni 2017; Yilmaz & Flouris 2017). Trên thực tế, hầu hết các nghiên cứu đã được thực hiện đặc biệt ở các nền kinh tế phát triển (Florio & Leoni 2017) trong khi các doanh nghiệp vừa và nhỏ ở các nền kinh tế mới nổi nhận được sự quan tâm tương đối hạn chế. Ngoài ra, vẫn còn thiếu các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa QTRRTC và hiệu quả hoạt động SME (Farrell & Gallagher, 2015; Yang & cộng sự, 2018). Qua đánh giá các công trình nghiên cứu trên thế giới nói chung và ở Việt Nam nói riêng, quản trị rủi ro tài chính luôn là một vấn đề được đề cập nhiều trong giới khoa học ở Việt Nam, nhưng việc nhận thức tầm quan trọng của nó vẫn còn rất sơ sài trong doanh nghiệp nhỏ và vừa. Nhận thức được tầm quan trọng của vấn đề về quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp là chủ đề đang thu hút sự quan tâm ở góc độ lý thuyết lẫn thực nghiệm của các nhà hoạch định chính sách, nhà nghiên cứu và chủ doanh nghiệp. Tác giả nhận thấy mặc dù có rất nhiều yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính đã được khám phá qua những nghiên cứu thực nghiệm trước đây. Tuy nhiên, mỗi quốc gia với đặc thù riêng sẽ chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố tác động khác nhau. Các nghiên cứu về tác động QTRRTC đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp cho kết quả vẫn chưa thống nhất. Ngoài ra, ở Việt Nam hiện chưa có một nghiên cứu chính thức được công bố về tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa. Nghiên cứu của luận án này nhằm mục đích kiểm tra tác động của QTRRTC đến hiệu quả hoạt động DNNVV tại Việt Nam như thế nào và góp phần làm phong phú thêm bằng chứng thực nghiệm cho kho tàng tài liệu tham khảo các nghiên cứu về chủ đề này tại Việt Nam.

### **2.3. Khoảng trống nghiên cứu**

Qua quá trình lược khảo những công trình nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến đề tài, tác giả nhận thấy khoảng trống trong nghiên cứu như sau:

1) Các nghiên cứu Smith & Stulz (1985), Nance & cộng sự (1993), Fok & cộng sự (1993), Haushater (2000), Bartram & cộng sự (2009), Ameer (2010), Sprcic & Sevic, (2012), Kouser và cộng sự (2016), Lan (2016), Alam & Afza (2017), Lee (2019), Seok & cộng sự (2020), Bảo (2020), Butt & cộng sự (2021) chỉ đề cập việc xác định các yếu tố: chi phí kiệt quệ tài chính, quy mô, tài sản hữu hình, thanh khoản, thuế và tuổi tác động đến quản trị rủi ro tài chính. Tuy nhiên, các nghiên cứu này chưa tổng hợp có hệ

thống các lý thuyết về đo lường sự tác động những yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính (FRM) từ đó xem xét ảnh hưởng của FRM đến hiệu quả hoạt động (ROA, ROE).

2) Các nghiên cứu trước phần lớn lấy bối cảnh từ các nước phát triển và tập trung vào các tập đoàn lớn (Smithson & Simkins, 2005; Hoyt & Liebenberg, 2011; Eckles & cộng sự, 2014; Lan, 2016; Abeyrathna & Kalainathan, 2016; Farrell & Gallagher, 2019; Lee, 2019; Malik & cộng sự, 2020; Zamzamin, Haron, & Othman, 2021; Butt & cộng sự, 2021) trong khi SMEs ở các nền kinh tế mới nổi vẫn còn thiếu nghiên cứu vấn đề ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến QTRRTC và tác động của FRM đến ROA, ROE. Điều này cho thấy hiện chưa có nghiên cứu vận dụng cho doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam.

3) Phương pháp nghiên cứu: có nghiên cứu sử dụng probit (Trình Thị Phan Lan, 2016), trong khi Fok & cộng sự (1993), Sprcic & Sevic (2012), Kouser & cộng sự (2016), Bảo (2020) sử dụng logit. Tuy nhiên, các nghiên cứu này chưa đưa ra được chỉ số Pseudo  $R^2$  (Gujarati, 2011) để chọn logit hay probit. Thước đo  $R^2$  dùng để kiểm tra độ phù hợp của mô hình, đây là một khoảng trống mà các nghiên cứu trước còn chưa khai thác đầy đủ, đặc biệt ở DNNVV tại Việt Nam.

***Kết luận chương 2***

Trong chương 2, luận án trình bày khái niệm, các chỉ tiêu đo lường, các lý thuyết nền về tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhỏ và vừa được đại diện bằng biến ROA, ROE hay giá trị doanh nghiệp cũng như hiệu quả doanh nghiệp là như nhau. Ngoài ra, chương 2 cũng nhấn mạnh các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính cùng với cách nhận diện rủi ro tài chính, phương pháp quản trị rủi ro tài chính doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam. Chương này, luận án cũng tiến hành lược khảo các nghiên cứu có liên quan và đưa ra các khoảng trống nghiên cứu.

## CHƯƠNG 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

### 3.1. Giả thuyết nghiên cứu

*Giả thuyết nghiên cứu về các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính.* Qua lược khảo các nghiên cứu thực nghiệm, luận án xây dựng các giả thuyết nghiên cứu. Luận án không nghiên cứu toàn diện về tất cả các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính mà chỉ xem xét bản chất tác động của quản trị rủi ro tài chính trong mối tương quan; để phát hiện chiều hướng với các biến. Theo các nghiên cứu trước, hầu hết các nghiên cứu đều chỉ ra rằng việc thực hiện quản trị rủi ro tài chính sẽ làm giảm chi phí liên quan đến kiệt quệ tài chính, tài trợ nguồn bên ngoài và thuế được gọi là giả thuyết liên quan đến lý thuyết tối đa hóa giá trị cổ đông. Đây là cơ sở quan trọng cho việc kiểm định các giả thuyết nghiên cứu.

Đòn bẩy tài chính (FL) là tỷ lệ giữa tổng nợ so với tổng tài sản đại diện cho chi phí kiệt quệ tài chính (Nance và cộng sự, 1993; Fok và cộng sự, 1997; Haushalter, 2000; Borokhovich và cộng sự, 2004; Purnanandam, 2008; Bartram và cộng sự, 2009; Fan, Huang và Zhu, 2013, Nguyễn Khắc Quốc Bảo, 2014; Bùi Hữu Phước, 2020). Doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính với hy vọng là sẽ gia tăng được lợi nhuận cho chủ sở hữu. Chi phí kiệt quệ tài chính phụ thuộc vào khả năng xảy ra những khó khăn tài chính và các khoản chi phí phát sinh có liên quan (Richard A. Brealey và cộng sự, 2008). Khi doanh nghiệp rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính do vay nợ quá cao. Một trường hợp mà quản trị rủi ro có thể tránh được vấn đề đầu tư lệch lạc này diễn ra trên thị trường dài hạn. Nếu một doanh nghiệp phát hành nợ dài hạn, cổ đông của doanh nghiệp thường chuyển đổi dự án có rủi ro thấp sang dự án có rủi ro cao. Nhận biết được động cơ này các trái chủ sẽ yêu cầu phần bù rủi ro lớn hơn trên thị trường nợ dài hạn. Các doanh nghiệp có xếp hạng tín nhiệm thấp hơn có thể tránh được rủi ro bằng cách phát hành nợ ngắn hạn. Tuy nhiên, nợ ngắn hạn có thể khiến doanh nghiệp nhạy cảm hơn với rủi ro lãi suất làm cho các khoản nợ có tính chuyển đổi, phát hành cổ phiếu ưu đãi thay vì nợ. Haushalter (2000) lập luận rằng các doanh nghiệp có đòn bẩy cao hơn có nhiều khả năng phải đối mặt với các hạn chế tài chính nhiều hơn, vì thế có xu hướng quản trị rủi ro tài chính nhiều hơn. Purnanandam (2008) lợi ích tiềm năng của việc sử dụng các công cụ phát sinh là giảm thiểu ảnh hưởng của các cú sốc bên ngoài đối với các chính sách hoạt



động của doanh nghiệp; động lực quản trị rủi ro tăng lên cùng với kỳ hạn của dự án. Đối với các doanh nghiệp xảy ra kiệt quệ tài chính nhưng vẫn còn khả năng thanh toán thì động cơ quản trị rủi ro tăng lên. Nếu không có kiệt quệ tài chính thì động cơ quản trị rủi ro biến mất. Mặt khác, nếu chi phí này quá cao, sự khác biệt giữa chi phí kiệt quệ tài chính và mất khả năng thanh toán giảm xuống. Như vậy, quản trị rủi ro làm giảm xác suất xảy ra chi phí kiệt quệ tài chính phù hợp với lý thuyết quản trị rủi ro có thể làm tăng giá trị doanh nghiệp thông qua tác động làm giảm chi phí kiệt quệ tài chính. Kết quả nghiên cứu của Nance và cộng sự (1993), Fok và cộng sự (1997), Haushalter (2000), Borokhovich và cộng sự (2004), Purnanandam (2008), Bartram và cộng sự (2009), Nguyễn Khắc Quốc Bảo (2014) cũng cho thấy mối quan hệ cùng chiều giữa chi phí kiệt quệ tài chính và quản trị rủi ro tài chính. Từ đó, luận án xây dựng giả thuyết nghiên cứu.

H<sub>1</sub>: Đòn bẩy tài chính có mối tương quan cùng chiều với quản trị rủi ro tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Quy mô doanh nghiệp một yếu tố được nhắc đến nhiều nhất ảnh hưởng đến lựa chọn nguồn tài trợ vốn cụ thể như các nghiên cứu của Nance và cộng sự (1993), Fox và cộng sự (1997), Allayannis và Weston (2001), Allayannis và Ofek (2001), Hoyt và Liebenbeg (2011), Sprcic và Sevic (2012), Nguyễn Khắc Quốc Bảo (2014), Trịnh Thị Phan Lan, (2016). Kết quả nghiên cứu thực nghiệm chứng minh lợi ích mang lại từ việc quản trị rủi ro tùy thuộc vào quy mô doanh nghiệp. Nance và cộng sự (1993), Getzy và cộng sự (1997), Fok và cộng sự (1997), Haushalter (2000), Hoa Nguyen (2002), Borokhovich và cộng sự (2004), Bartram và cộng sự (2009), Rashid Ameer (2010), Talat Afza (2011) cho rằng doanh nghiệp có quy mô lớn có nhiều khả năng thực hiện quản trị rủi ro hơn. Một trong những lý do chính quản trị rủi ro doanh nghiệp liên quan đến chi phí đối với các hoạt động quản trị rủi ro. Chi phí quản trị rủi ro bao gồm chi phí giao dịch trực tiếp (chi phí giao dịch qua lại cũng như các chi phí hệ thống thông tin cần thiết để cung cấp dữ liệu cho quyết định thực hiện việc quản trị rủi ro) và chi phí đại diện bao gồm chi phí kiểm soát nội bộ để điều hành chương trình quản trị rủi ro. Chi phí này hỗ trợ cơ hội đầu cơ khi thị trường phái sinh cho phép. Những giả định của cơ sở này chỉ ra rằng lợi thế kinh tế nhờ quy mô hay các chi phí có ý nghĩa kinh tế có ảnh hưởng đến quản trị rủi ro. Đối với nhiều doanh nghiệp; đặc biệt là các doanh nghiệp nhỏ cho thấy có khả năng các chi phí thiết lập theo quy mô có liên quan đến việc điều hành một chương trình quản trị rủi ro của doanh nghiệp phải trả một chi phí lớn. Thêm vào

đó, không phải tất cả doanh nghiệp đều quản trị rủi ro ngay cả khi doanh nghiệp đối mặt với rủi ro tài chính. Vì vậy, doanh nghiệp không thực hiện quản trị rủi ro tài chính khi hoạt động này không mang lại giá trị kinh tế. Quy mô được tính toán bằng logarit tổng tài sản. Từ đó, luận án xây dựng giả thuyết nghiên cứu.

H<sub>2</sub>: Quy mô có mối tương quan ngược chiều với quản trị rủi ro tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Theo Smith và Stulz (1985) những doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng cao và phải đối mặt chi phí cao khi tăng nguồn tài trợ dưới tác động của kiệt quệ tài chính sẽ có động cơ để thực hiện nhiều chính sách để quản trị rủi ro hơn so với bình thường.

Tangible được tính bằng tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản. Bartram & cộng sự (2009) sử dụng tỷ số giữa tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản để đại diện cho tài sản cố định của doanh nghiệp. Tác giả cho rằng khi một doanh nghiệp buộc phải thanh lý tài sản thì tài sản hữu hình dễ bán hơn vì gần giá trị sổ sách hơn tài sản vô hình. Ở khía cạnh khác, khi sự phá sản của người đi vay xảy ra hay việc không tuân thủ các điều kiện tín dụng trong các hợp đồng tín dụng thì chủ nợ có thể thu hồi nợ bằng cách xử lý các tài sản thế chấp. Tài sản thế chấp giúp chủ nợ xác định được rủi ro thực sự của người đi vay. Các tài sản cố định mang tính chất giúp doanh nghiệp có khả năng vay mượn cao hơn vì dễ chuyển nhượng hơn (Shleifer & Vishny, 1992). Các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng càng cao thì phải đối mặt với vấn đề vay nợ để đầu tư, nếu công tác quản trị rủi ro được thực hiện tốt thì doanh nghiệp sẽ có được một nguồn vốn nội bộ nhiều để đầu tư thay vì đi vay bên ngoài. Trên cơ sở đó, luận án xây dựng giả thuyết.

H<sub>3</sub> : Tài sản hữu hình có mối tương quan cùng chiều với quản trị rủi ro tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Những lập luận tài trợ nguồn bên ngoài từ các nghiên cứu của Froot & cộng sự (1993), Haushalter (2000) cho thấy khi lựa chọn tăng trưởng trong cơ hội đầu tư của doanh nghiệp gia tăng càng thực hiện QTRRTC; còn khi các doanh nghiệp phải đối mặt với sự thiếu hụt trong dòng tiền, các doanh nghiệp sẽ có khuynh hướng gia tăng lượng tiền mặt nắm giữ bằng cách bán tài sản hay tìm kiếm các nguồn vốn từ bên ngoài để tài trợ cho các cơ hội đầu tư bằng cách vay nợ hoặc phát hành vốn cổ phần. Tuy nhiên, việc sử dụng các nguồn vốn từ bên ngoài lại có chi phí sử dụng vốn cao hơn do bao gồm cả chi phí giao dịch. Do bất lợi chi phí giao dịch cao hơn, các doanh nghiệp chưa niêm yết

sẽ có xu hướng nắm giữ một lượng tiền mặt và các khoản tương đương tiền nhiều hơn các doanh nghiệp niêm yết. Do đó, còn có biến khác đại diện tài trợ nguồn bên ngoài là FS được tính bằng tỷ lệ tiền và tương đương tiền trên tổng tài sản (Keynes, 1936; Froot & cộng sự, 1993; Opler & cộng sự, 1999; Haushalter, 2000; Lan, 2016).

Để đo lường tính thanh khoản của doanh nghiệp có các tỷ số thanh toán hiện hành (tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn); tỷ số thanh toán nhanh; tỷ số thanh toán tức thời và tỷ lệ nắm giữ tiền (tiền và tương đương tiền/tổng tài sản). Hạn chế của tỷ số khả năng thanh toán được tính bằng tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn. Tỷ số này để đo lường khả năng mà tài sản ngắn hạn biểu hiện bằng tiền toàn bộ tài sản chỉ tham gia vào 1 chu kỳ kinh doanh (hoặc được chuyển thành tiền trong 1 năm) thì chỉ tiêu tỷ số thanh toán hiện hành đánh giá thực trạng thanh khoản phù hợp hơn, tỷ số nhanh và tỷ số tức thời dựa trên khái niệm thanh lý toàn bộ hay hầu như toàn bộ tài sản ngắn hạn kể cả những tài sản khó chuyển thành tiền để đáp ứng tất cả các khoản nợ ngắn hạn. Trong thực tế, điều này là không thể xảy ra vì nhà đầu tư phải nhìn một doanh nghiệp như là một thực thể hoạt động liên tục. Thời gian để chuyển đổi tài sản lưu động thành tiền mặt để thanh toán các nghĩa vụ hiện tại mới chính là chìa khóa cho thanh khoản của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng càng cao thì phải đối mặt với vấn đề vay nợ để đầu tư, nếu công tác quản trị rủi ro được thực hiện tốt thì doanh nghiệp sẽ có được một nguồn vốn nội bộ nhiều để đầu tư thay vì đi vay bên ngoài để tốn các chi phí như vay nợ, chi phí sử dụng vốn. Vì vậy, các doanh nghiệp có kỳ vọng tăng trưởng càng cao thì khả năng quản trị rủi ro càng cao. Trên cơ sở đó, luận án xây dựng giả thuyết

H<sub>4</sub> : Thanh khoản có mối tương quan cùng chiều với quản trị rủi ro tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Để kiểm định giả thuyết về thuế, các phương pháp đo lường sự tác động của thuế đến quản trị rủi ro tài chính. Sử dụng dữ liệu liên quan các phương pháp đo lường về hàm thuế hiệu quả của doanh nghiệp là tổng giá trị thuế của kết chuyển lỗ sang kỳ sau và trở lại kỳ trước, tổng giá trị thuế của kết chuyển lỗ kỳ sau cộng với kết chuyển lỗ cho kỳ trước chia cho tổng tài sản cũng như mức giảm thuế đầu tư sử dụng để bù trừ thuế thu nhập phải nộp. Các nghiên cứu thực nghiệm trước đây sử dụng tổng giá trị kết chuyển lỗ năm t-năm t-1 (Nance và cộng sự, 1993; Getzy và cộng sự, 1997) phương pháp đo lường về hàm thuế hiệu quả-tổng giá trị thuế được giảm nhờ chuyển lỗ và thuế được hoàn lại nhờ chuyển lỗ (Nance và cộng sự, 1993), tổng thuế được giảm trừ nhờ

chuyển lỗ và thuế được hoàn lại trên tổng tài sản (Smith và Stulz, 1985; Getzy và cộng sự, 1997). Thuế đầu tư hoãn lại được sử dụng để bù đắp thuế thu nhập phải nộp (Nance và cộng sự, 1993) và cuối cùng một biến giả bằng 1 nếu doanh nghiệp có thuế được giảm nhờ chuyển lỗ, thuế được hoàn lại, hoặc thuế đầu tư hoãn lại, bằng 0 nếu ngược lại (Allayannis và Ofek, 2001; Bartram và cộng sự, 2009; Rashid Ameer, 2010) nhưng vì Luật Thuế TNDN Việt Nam được áp dụng tại khoản 1 điều 4 và khoản 1 điều 9 của thông tư 78/2014/TT-BTC hướng dẫn thi hành Nghị định số 218/2013/NĐ-CP ngày 26/12/2013 của Chính phủ quy định và hướng dẫn thi hành Luật Thuế thu nhập doanh nghiệp do Bộ trưởng Bộ Tài chính ban hành ngày 18/6/2014 có hướng dẫn xác định lỗ phát sinh trong kỳ tính thuế là số chênh lệch âm về thu nhập tính thuế. Cách xác định lỗ, lỗ được dựa trên thu nhập tính thuế chưa bao gồm các khoản lỗ được kết chuyển từ các năm trước chuyển sang mà khi tính thuế TNDN có cách xác định thu nhập tính thuế trong kỳ tính thuế được xác định bằng thu nhập chịu thuế trừ thu nhập được miễn thuế và các khoản lỗ được kết chuyển từ các năm trước theo quy định. Kết quả kinh doanh trong kỳ là lỗ, doanh nghiệp không phải nộp thuế vì các khoản lỗ được kết chuyển theo quy định chỉ có thể được mang sang để khấu trừ ở những năm tiếp theo nên biến thuế được sử dụng trong luận án là biến nhị phân, bằng 1 nếu doanh nghiệp có giá trị của kết chuyển lỗ thuế kỳ trước chuyển sang tính đến cuối năm tài chính và bằng 0 nếu không có kết chuyển lỗ theo cách của Allayannis và Ofek (2001), Bartram và cộng sự (2009), Rashid Ameer (2010).

Các nhà nghiên cứu đã lập luận rằng nếu một doanh nghiệp phải đối mặt với hàm thuế lồi, thì quản trị rủi ro sẽ làm giảm sự biến động của thu nhập và nghĩa vụ thuế dự kiến của doanh nghiệp. Đối với một doanh nghiệp đang phải đối mặt với một số hình thức tính thuế lũy tiến, khi thu nhập thấp, thuế suất cận biên thực tế sẽ thấp; nhưng khi thu nhập cao, thuế suất của nó sẽ cao. Nếu một doanh nghiệp tự quản trị rủi ro như vậy, việc tăng thuế trong trường hợp thu nhập đáng lẽ thấp sẽ nhỏ hơn thuế giảm trong các trường hợp mà thu nhập sẽ cao, do đó giảm thuế dự kiến (Graham và Smith, 1999). Theo lý thuyết quản trị rủi ro có thể dẫn đến giảm số lượng thuế phải nộp khi doanh nghiệp phải chịu một hệ thống thuế lồi (Smith và Stulz 1985), nghĩa là một hệ thống thuế lũy tiến và chịu các khoản khấu trừ thuế có thể xảy ra hoặc bù đắp cho các khoản lỗ trong các kỳ kế toán trong tương lai. Điều này là do quản trị rủi ro tạo ra sự ổn định với hiệu suất cao hơn và kéo theo việc giảm số lượng thuế phải nộp. Do đó, độ lồi lớn hơn trong

hàm thuế sẽ dẫn đến khả năng rủi ro cao hơn. Rashid Ameer (2010), Bartram và cộng sự (2009) sử dụng biến nhị phân, bằng 1 nếu doanh nghiệp được ưu đãi do thuế chuyển lỗ, bằng 0 nếu ngược lại. Các ưu đãi thuế (thuế chuyển lỗ, thuế được hoàn, thuế đầu tư được giảm) thì hàm thuế lồi. Vì vậy, thu nhập sau thuế sẽ là một hàm lõm nên việc phòng ngừa sẽ mang lại nhiều lợi ích. Quản trị rủi ro giúp làm ổn định dòng thu nhập trước thuế làm giảm thuế, tăng thu nhập sau thuế. Trên cơ sở đó, luận án xây dựng giả thuyết nghiên cứu.

H<sub>5</sub>: Thuế có mối tương quan cùng chiều với quản trị rủi ro tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa.

*Tuổi doanh nghiệp*: Yếu tố thời gian hoạt động theo nghiên cứu của Kouser và cộng sự (2016) được tính từ khi doanh nghiệp thành lập và hoạt động cho đến năm nghiên cứu (năm nghiên cứu - năm thành lập + 1). Kết quả độ tuổi có tương quan cùng chiều với quản trị rủi ro tài chính ở mức ý nghĩa 1%; từ đó cho thấy doanh nghiệp thành lập lâu năm thì sẽ có kinh nghiệm hoạt động và kỹ năng tốt hơn có thể xây dựng một thương hiệu tốt, đồng thời nắm bắt được xu thế của thị trường để tạo ra một mức lợi nhuận cao hơn. Dựa trên nghiên cứu này và nghiên cứu của tác giả sẽ lấp đầy khoảng trống bằng cách tập trung vào mối tương quan giữa tuổi đời và QTRRTC có hai lý do: Lý do đầu tiên là đằng sau mối quan hệ này, khi tuổi đời tăng lên, sự trưởng thành của doanh nghiệp cũng tăng lên. Thứ hai, tuổi doanh nghiệp càng cao làm tăng kinh nghiệm, một điểm tích cực khác ảnh hưởng đến việc thực hiện quản trị rủi ro tài chính. Trên cơ sở đó, luận án xây dựng giả thuyết nghiên cứu.

H<sub>6</sub>: Tuổi có mối tương quan cùng chiều với quản trị rủi ro tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa.

*Giả thuyết nghiên cứu về tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp*. Gates và cộng sự (2012) cũng cho thấy tồn tại một mối quan hệ cùng chiều giữa quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Qua lược khảo các nghiên cứu của Hoyt và Liebenberg (2011), Eckles và cộng sự (2014), Trịnh Thị Phan Lan (2016), Farrell và Gallagher (2019), Chen và cộng sự (2019) đều nhận định rằng việc thực hiện quản trị rủi ro tài chính cải thiện hiệu quả doanh thu và chi phí do giảm rủi ro, tạo ra động lực để tối đa hóa lợi nhuận và tăng hiệu quả hoạt động. Doanh nghiệp có khả năng nhận ra những lợi ích của phòng ngừa rủi ro thông qua áp dụng quản trị rủi ro tài chính, trong đó các doanh nghiệp sẽ ưu tiên các hoạt động phòng ngừa rủi

ro đối với hầu hết các phần trong tổng rủi ro của doanh nghiệp và tối ưu hóa việc đánh giá và lựa chọn các công cụ phòng ngừa rủi ro có sẵn bằng cách kết hợp các rủi ro của doanh nghiệp phải đối mặt vào một danh mục rủi ro. Hơn nữa, kết quả nghiên cứu cho thấy khi một doanh nghiệp có thực hiện quản trị rủi ro tài chính thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đó tăng lên rõ rệt. Trên cơ sở đó, luận án xây dựng giả thuyết nghiên cứu.

H<sub>n</sub>: Quản trị rủi ro tài chính tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa.

### 3.2. Mô hình nghiên cứu

#### 3.2.1 Mô hình nghiên cứu các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính

Trên cơ sở các nghiên cứu thực nghiệm về các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính doanh nghiệp được lược khảo, luận án lựa chọn mô hình nghiên cứu là mô hình hồi quy Logistic, để đánh giá những yếu tố nào thật sự tác động đến quản trị rủi ro tài chính doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam. Luận án kế thừa nghiên cứu của Smith & Stulz (1985), Nance & cộng sự (1993), Opler & cộng sự (1999), Haushater (2000), Bartram & cộng sự (2009), Ameer (2010), Afza & Alam (2011c), Sprcic & Sevic (2012), Kouser & cộng sự (2016), Alam & Afza (2017) để đưa ra mô hình 1:

$$FRM_{it} = \beta_0 + \beta_1 FL_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 TANGIBLE_{it} + \beta_4 FS_{it} + \beta_5 TAX_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

#### 3.2.2 Mô hình đánh giá tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam

Nghiên cứu của Hoyt và Liebenbeg (2011) sử dụng mô hình kinh tế lượng để đo lường tác động của quản trị rủi ro đến giá trị doanh nghiệp. Ngoài ra, mô hình gốc của Hoyt và Liebenbeg (2011) sử dụng biến phụ thuộc là Tobin'Q được tính:

$$\text{Tobin'Q} = \frac{\text{Giá trị thị trường của cổ phiếu} + \text{Giá trị sổ sách của các khoản nợ}}{\text{Giá trị sổ sách của tài sản}}$$

Mô hình gốc của Hoyt và Liebenberg (2011) có dạng như sau:

Q = f (ERM\Size, Leverage, Salesgrowth, ROA, Div-Int, Div\_Ind, Dividens, Insiders, InsidersSq, Life, Beta)

Tại Việt Nam, chỉ số Tobin'Q được sử dụng là biến phụ thuộc trong nghiên cứu của Trịnh Thị Phan Lan (2016). Dựa trên mô hình gốc của Hoyt và Liebenberg (2011), mô hình gốc này xây dựng cho doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ nên có biến life (xác định có phải là doanh nghiệp nhân thọ hay không), biến div-Int (mức độ đa dạng hóa ở

cấp độ đa quốc gia hay không). Vì vậy, các biến life, div-Int, được loại bỏ, mô hình nghiên cứu của Trịnh Thị Phan Lan đề xuất xây dựng cho doanh nghiệp Việt Nam nhằm đo lường tác động của quản trị rủi ro tài chính đến giá trị doanh nghiệp.

Mô hình có dạng:

$$Q = f(\text{ERM} \setminus \text{Size, Leverage, Salesgrowth, ROA, Dividens, Beta})$$

Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam. Luận án kế thừa mô hình nghiên cứu của Hoyt & Liebenbeg (2011), Trịnh Thị Phan Lan (2016) và có loại bỏ biến Salesgrowth (tăng trưởng doanh thu) vì biến này được tính bằng doanh thu năm sau trừ đi doanh thu năm trước chia cho doanh thu năm trước là chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động bằng tốc độ tăng trưởng doanh thu và thị phần (Sơn & Hoàng, 2020) trên phương diện giá trị thị trường. Vì thế giá thị trường khó xác định đối với doanh nghiệp chưa tham gia niêm yết trên thị trường chứng khoán (Bùi Hữu Phước, 2020). Biến dividends (chi trả cổ tức) và biến beta (biến động giá cổ phiếu của doanh nghiệp so với toàn thị trường) vì giá trị beta lấy trên các trang web của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán nhưng đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa thì không tính được.

Từ nghiên cứu Hoyt & Liebenbeg (2011); Trịnh Thị Phan Lan (2016), sau khi loại bỏ biến không phù hợp đối với DNNVV Việt Nam và luận án có bổ sung/thay thế biến khác lấy từ mô hình 1 là biến Tangible (TSCĐ) theo Purnanandam (2008), Bartram & cộng sự (2009), FS (thiếu hụt tài chính) theo Nance & cộng sự (1993), Opler & cộng sự (1999), Sprcic & Sevic (2012), Kouser & cộng sự (2016), thuế theo cách của Nance & cộng sự (1993), Bartram & cộng sự (2009), Rashid Ameer (2010) và thời gian hoạt động trong nghiên cứu Eckles & cộng sự (2014), Kouser & cộng sự (2016). Từ đó, luận án xây dựng mô hình 2:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 FRM_{it} + \beta_2 FL_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 TANGIBLE_{it} + \beta_5 FS_{it} + \beta_6 TAX_{it} + \beta_7 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 FRM_{it} + \beta_2 FL_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 TANGIBLE_{it} + \beta_5 FS_{it} + \beta_6 TAX_{it} + \beta_7 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó,

Biến phụ thuộc hiệu quả hoạt động doanh nghiệp được thể hiện thông qua chỉ tiêu tỷ lệ sinh lời trên tổng tài sản (ROA) và tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE). Với đặc thù của các doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam, luận án chọn chỉ tiêu ROA và ROE đánh giá hiệu quả hoạt động theo cách của Hult và cộng sự (2008); i và t là chỉ số về quốc gia và thời gian;  $\varepsilon_{it}$ : mức độ sai số.

Việc tính toán FRM không đơn giản ngay cả các nước phát triển, nơi mà thông tin được cập nhật liên tục và công khai rộng rãi thì việc tính toán FRM cũng là một thách thức đối với các nhà nghiên cứu. Các nghiên cứu thực nghiệm sử dụng chủ yếu hai phương pháp: Một là, khảo sát; hai là, sử dụng mô hình kinh tế lượng. Trong nghiên cứu của trường phái Wharton (1995, 1998) khảo sát các doanh nghiệp phi tài chính tại Mỹ 57% doanh nghiệp khảo sát có sử dụng công cụ phái sinh trong quản trị rủi ro tỷ giá, rủi ro lãi suất và biến động giá năm 1995 và 78% doanh nghiệp khảo sát tại Đức vào năm 1998 cũng sử dụng công cụ phái sinh để quản trị rủi ro tài chính. Để phòng ngừa những rủi ro này có rất nhiều nghiên cứu thường dùng các công cụ tài chính phái sinh: Option (hợp đồng quyền chọn), forward (hợp đồng kỳ hạn), future (hợp đồng tương lai), swap (hợp đồng hoán đổi) của Nance và cộng sự (1993), Géczy và cộng sự (1997), Fok và cộng sự (1997), Haushater (2000), Hoa Nguyen (2002), Bartram và cộng sự (2009), Rashid Ameer (2010), Sprcic và Sevic (2012), Kouser và cộng sự (2016), Malik và cộng sự (2020). Tuy nhiên, nghiên cứu Henschel (2008) khi sử dụng công cụ tài chính phái sinh để phòng ngừa rủi ro thì chi phí liên quan là một trong những rào cản lớn, do đó doanh nghiệp nhỏ và vừa ít sử dụng các công cụ tài chính phái sinh.

Hoyt và Liebenbeg (2011) sử dụng mô hình kinh tế lượng để đo lường tác động của quản trị rủi ro tài chính đến giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu sử dụng chức danh giám đốc rủi ro (CRO) là một minh chứng cho việc thực hiện quản trị rủi ro tài chính thì cũng được ghi nhận FRM=1 (Beasley, 2006; Pagach và Warr, 2007; Hoyt và Liebenberg, 2011; González, Santomil và Herrera, 2020). Tuy nhiên, chức danh CRO ở Việt Nam không khó với các tổ chức tài chính như ngân hàng và bảo hiểm nhưng lại rất khó khăn đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Qua lược khảo các nghiên cứu thực nghiệm, kết hợp với kết quả khảo sát ở chương 4 của luận án, tác giả đề xuất để xác định FRM = 1 khi doanh nghiệp có thực hiện quản trị rủi ro tài chính: (1) có bộ phận QTRRTC; hoặc (2) có thực hiện quy trình QTRRTC; hoặc (3) có sử dụng công cụ QTRRTC. Ngược lại, FRM=0 khi doanh nghiệp không thực hiện quản trị rủi ro tài chính.

**Bảng 3.1 Mô tả các biến trong nghiên cứu của mô hình 1**

Stt	Tên biến	Nội dung	Cách tính	Tác giả
Biến phụ thuộc				



	FRM	Quản trị rủi ro tài chính	FRM = 1 khi doanh nghiệp có thực hiện quản trị rủi ro tài chính: xác định bằng cách có thực hiện quy trình QTRRTC. Ngược lại, FRM=0 khi doanh nghiệp không thực hiện. (Đo lường FRM theo năm 2008 đến năm 2020 và theo doanh nghiệp)	Mai Thị Tuyết Nhung (2023)
Biến độc lập				
1	FL	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ/Tổng tài sản	Nance và cộng sự (1993), Haushalter (2000), Hu và Ansell (2005), Wang và cộng sự (2010), Talat Afza (2011), Nguyễn Khắc Quốc Bảo (2014), Fan, Huang và Zhu (2013), Ahmed và cộng sự (2014), Malik và cộng sự (2020).
2	SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Logarit (Tổng tài sản)	Fok và cộng sự (1997), Sprcic và Sevic (2012), Nance và cộng sự (1993), Talat Afza (2011), Bartram và cộng sự (2009), Ahmed và cộng sự (2014), Farrell và Gallagher (2019).
3	TANGIBLE	Tài sản cố định	Tỷ lệ giữa tài sản hữu hình và tổng tài sản	Purnanandam (2008), Bartram và cộng sự (2009), Malik và cộng sự (2020).
4	FS	Thiếu hụt tài chính (thanh khoản)	Tỷ lệ tiền và tương đương tiền/Tổng tài sản	Nance và cộng sự (1993), Opler và cộng sự (1999), Sprcic và Sevic (2012), Kouser và cộng sự (2016), Lan (2016)
5	TAX	Thuế	- Biến giả kết chuyển lỗ kỳ trước chuyển sang. Bảng 1 nếu DNNVV	Allayannis và Ofek, (2001), Bartram và cộng sự (2009), Ameer (2010)

			giảm thuế do kết chuyển lỗ. Bảng 0 nếu không giảm thuế. (Bảng 1 nếu doanh nghiệp có giá trị của kết chuyển lỗ thuế kỳ trước chuyển sang tính đến cuối năm tài chính và bảng 0 nếu không có kết chuyển lỗ)	
6	AGE	Độ tuổi (thời gian hoạt động)	Năm nghiên cứu - năm thành lập +1	Kouser và cộng sự (2016)

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các nghiên cứu thực nghiệm)

**Bảng 3.2 Mô tả các biến trong nghiên cứu của mô hình 2**

STT	Tên biến	Nội dung	Cách tính	Giả thuyết	Tác giả
Biến phụ thuộc					
1	ROA	Tỷ lệ sinh lời trên tổng tài sản	Lợi nhuận sau thuế / Tổng tài sản		Hult và cộng sự (2008), Eckles và cộng sự (2014), Ahmed và cộng sự (2014), Farrell và Gallagher (2019)
2	ROE	Tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu	Lợi nhuận sau thuế / Vốn chủ sở hữu		Hult và cộng sự (2008)
Biến độc lập: FRM, SIZE, FL, TANGIBLE, FS, TAX và AGE cách tính giống mô hình 1					

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các nghiên cứu thực nghiệm)

### 3.3. Dữ liệu thu thập

*Nguồn dữ liệu:* Luận án thực hiện trên cơ sở dữ liệu sơ cấp qua khảo sát trong năm 2020 để phân tích; đánh giá thực trạng quản trị rủi ro tài chính và số liệu thứ cấp thu thập từ báo cáo tài chính được Tổng cục Thống kê cung cấp từ năm 2008 đến năm 2020. Dữ liệu nghiên cứu là dữ liệu bảng động để chạy mô hình GMM (Arellano & Bond, 1991).

*Xác định cỡ mẫu:* Theo Yamane (1973) với trường hợp biết quy mô tổng thể tính công thức:

$$n = \frac{N}{(1 + N * e^2)}$$

Trong đó: n là số mẫu; N: quy mô tổng thể; e: sai số chấp nhận, mức độ tin cậy trong ước lượng là 95% và phạm vi sai số 5%. Chọn e=0.05, với N=641.700 doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam năm 2020, đây là tổng thể xác định được quy mô. Áp dụng công thức ta có:

$$n = \frac{641.700}{(1 + 641.700 * 0.05^2)} = 400$$

Kết quả tính toán trên, mẫu cần là 400.

*Phương pháp chọn mẫu:* Quá trình lấy mẫu được thực hiện theo phương pháp định mức. Cả nước có 63 tỉnh/thành nên phương pháp chọn mẫu phi xác suất thuận tiện sẽ bị hạn chế và không thể kết luận cho quần thể từ kết quả mẫu (Tung, 2021), điều này làm ảnh hưởng đến độ tin cậy về tính đại diện tổng thể nghiên cứu. Do đó, trong luận án này, tác giả chọn mẫu theo định mức (quota sampling) là chia tổng thể thành các nhóm riêng lẻ; lấy các mẫu cho tới khi đủ số lượng. Đây là cách giao chỉ tiêu phải phỏng vấn/khảo sát bao nhiêu trong thời gian quy định (Tung, 2021). Việc phân bổ dựa vào tiêu chí địa bàn và quy mô chi tiết ở bảng sau:

**Bảng 3.3. Thống kê kế hoạch lấy mẫu**

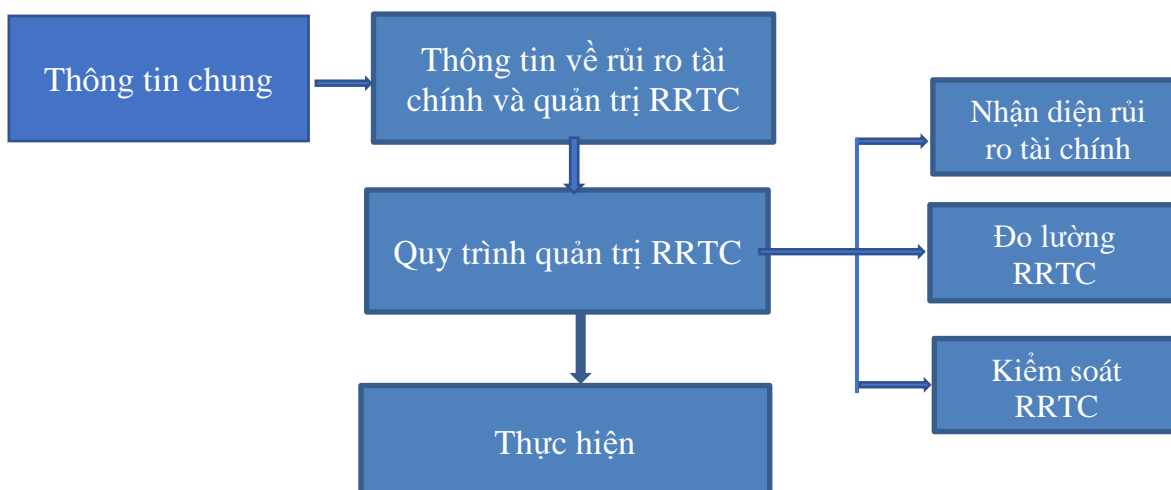
Địa bàn	Quy mô	Tỷ lệ	Tổng
Hà Nội	144.808	23%	92
Hồ Chí Minh	216.293	34%	136
Bình Dương	27.406	4.27%	48
Đồng Nai	19.409	3.02%	44
Đà Nẵng	18.885	2.94%	41
Hải Phòng	15.733	2.45%	39
Tổng	442.534		400

(Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả)

Vậy trong luận án này tác giả chọn mẫu nghiên cứu: n=400 dựa trên sự kết hợp giữa các tỷ lệ theo quy mô-địa bàn với tổng số 442.534 DN 6 tỉnh/thành được chọn chiếm khoảng 70% trong tổng thể 641.700 doanh nghiệp của cả nước bao gồm Thành phố Hồ Chí Minh, Hà Nội, Bình Dương, Đồng Nai, Đà Nẵng và Hải Phòng.

*Thiết kế bảng hỏi:* Cơ sở để thiết lập bảng câu hỏi dựa vào bảng khảo sát của Spricic & Sevic (2012) và Trịnh Thị Phan Lan (2016).

Bảng khảo sát được thiết kế:



Cách thức thực hiện: Phiếu khảo sát gửi đến 400 doanh nghiệp theo mẫu đã chọn qua email. Đối tượng trả lời: chủ doanh nghiệp, ban Giám đốc, phòng kế toán tài chính, Trưởng phòng Tài chính hoặc kế toán trưởng. Dữ liệu sau khi thu về, tác giả sử dụng cho việc phân tích thực trạng.

#### 3.4. Xử lý dữ liệu thu thập

Dữ liệu báo cáo tài chính sau khi tải về được lưu trữ dưới dạng file excel theo từng năm. Sau đó chuyển sang một file excel chung. Trên cơ sở đó, tính toán các biến khi có đầy đủ các biến số được tính toán trên phần mềm Excel từ đó chuyển sang định dạng phần mềm Stata và áp dụng một số kỹ thuật phân tích.

Dữ liệu thu thập được trong quá trình khảo sát, tác giả sử dụng phần mềm SPSS tính toán các kết quả thống kê mô tả nhằm đánh giá thực trạng rủi ro tài chính, quản trị rủi ro tài chính doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam.

Đối với mô hình 1, xem xét các yếu tố tác động đến QTRRTC. Luận án thực hiện lần lượt theo trình tự các phương pháp như phân tích tương quan để xem xét mối quan hệ giữa các biến. Kết quả phân tích tương quan có thể bước đầu đánh giá được các dự báo của mô hình. Ngoài ra, trong trường hợp các biến độc lập có mối tương quan cao thì đây là dấu hiệu của đa cộng tuyến. Do đó, đây là một cơ sở để tác giả thực hiện kiểm định VIF, t-test. Trong mô hình biến phụ thuộc là biến nhị phân, luận án sử dụng hồi quy logit như nghiên cứu của Cox (1958), Hosmer và Lemeshow (2000), Gujarati (2011) phân tích hồi quy được dùng để đo lường mức độ ảnh hưởng của các biến độc lập với biến phụ thuộc, qua đó cho biết chiều tác động của từng biến độc lập với biến phụ thuộc.

Hồi quy logistic cho mô hình nghiên cứu trong đó biến phụ thuộc là biến số nhị phân được mã hóa là 1 và 0. Cụ thể:

$$P_i = \frac{1}{1 + e^{-Z_i}}$$

$$Z_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_i X_i + \varepsilon_i$$

Với  $P_i$  là xác suất để biến  $Y$  nhận giá trị là 1;  $X$ : biến số độc lập;  $\beta$ : hệ số hồi quy.  
 $\varepsilon$ : sai số mô hình

Đọc kết quả mô hình bằng giá trị  $p$  – value, nếu  $p$  – value nhỏ hơn mức ý nghĩa tức là biến độc lập có ý nghĩa thống kê và có tác động đến biến phụ thuộc. Mô hình hồi quy có dạng:

$$\text{Log} (P_0/(1-P_0)) = \text{Log} \{P(Y=1)/P(Y=0)\} = \beta_0 + \beta_i X_{it} + \mu_i + U_{it}$$

$$P_0 = \frac{e^{\beta_0 + \beta_i \cdot X_{it} + \mu_i + U_{it}}}{1 + e^{\beta_0 + \beta_i \cdot X_{it} + \mu_i + U_{it}}}$$

Trong đó:  $\beta_i$  là vecto ( $1 \times n$ ) gồm các tham số là hệ số hồi quy tương ứng của các biến độc lập của mô hình.  $X_{it}$  là vecto ( $1 \times n$ ) gồm các biến độc lập của mô hình.

Đối với mô hình 2, phương pháp xử lý số liệu các thông tin được thống kê và tính toán trong phần mềm excel. Để kiểm tra ảnh hưởng của quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động DN, luận án sử dụng dữ liệu bảng cân bằng với các phương pháp ước lượng (Pooled OLS; FEM; REM; GMM) mô hình hồi quy, phần mềm Stata để tiến hành phân tích: thống kê mô tả, tương quan, đa cộng tuyến giữa các biến và các kiểm định F, Hausman, phương sai thay đổi, tự tương quan và nội sinh.

Kiểm định F lựa chọn phương pháp OLS và FEM, dựa trên giả định không có sự khác biệt giữa tung độ gốc theo đơn vị không gian. Kiểm định này được Stata hỗ trợ khi sử dụng nhóm lệnh “xt”.  $H_0$  cho rằng tất cả các hệ số  $v_i$  đều bằng 0 (nghĩa là không có chạy mô hình OLS. Bác bỏ giả thuyết  $H_0$  với mức ý nghĩa 5% sẽ cho thấy ước lượng tác động cố định (FEM) là phù hợp. Nếu  $P\_value < 0.05$ , thì bác bỏ giả thiết  $H_0$ . Ngược lại, phù hợp với mô hình OLS.

Kiểm định Hausman (Hausman, 1978) là kiểm định nhằm lựa chọn xem tác động cố định (FEM) hay tác động ngẫu nhiên (REM) phù hợp cho hồi quy dữ liệu bảng, dựa trên giả định  $H_0$  không có sự tương quan giữa biến giải thích và các sai số ngẫu nhiên  $\varepsilon_i$  vì tương quan là nguyên nhân tạo nên sự khác biệt giữa FEM và REM. Giả thuyết  $H_0$ : REM là mô hình phù hợp;  $H_1$ : FEM phù hợp.

Kiểm định phương sai thay đổi để kiểm định sự vi phạm giả thiết của mô hình; sử dụng kiểm định Wald với giả thiết  $H_0$ : không có phương sai thay đổi,  $H_1$ : có hiện tượng phương sai thay đổi. Nếu giá trị p-value của các kiểm định nhỏ hơn ngưỡng giá trị là 0.05, thực hiện bác bỏ  $H_0$  và đồng nghĩa với việc có tồn tại hiện tượng phương sai thay đổi và ngược lại

Kiểm định tự tương quan để kiểm định tự tương quan xảy ra trong mô hình, sử dụng kiểm định Wooldridge, trong đó giả thiết  $H_0$  được đề cập là không có hiện tượng tự tương quan,  $H_1$  là có hiện tượng tự tương quan. Nếu kết quả kiểm định cho giá trị pvalue nhỏ hơn 0.05, giả thiết  $H_0$  bị bác bỏ và chấp nhận giả thiết  $H_1$ .

Kiểm định Durbin+Wu-Hausman (James và Mark, 2019) để kiểm tra biến của mô hình có phải là biến nội sinh hay không qua các bước: Chạy hồi quy mô hình, lấy phần dư (r) của mô hình vừa chạy xong (predict r) sau đó kiểm định (r) với giả thuyết  $H_0$ : Biến không có hiện tượng nội sinh;  $H_1$ : Biến có hiện tượng nội sinh. Nếu p-value của kiểm định (r) nhỏ hơn mức ý nghĩa thống kê (5%). Kết luận bác bỏ  $H_0$ , tức là biến bị nội sinh.

### **3.5. Phương pháp phân tích**

#### **3.5.1. Thống kê mô tả**

Thống kê mô tả được sử dụng nhằm cung cấp thông tin khái quát về các biến trong mô hình nghiên cứu, các chỉ tiêu thống kê mô tả bao gồm: giá trị trung bình, giá trị nhỏ nhất, lớn nhất, độ lệch chuẩn và số quan sát.

#### **3.5.2. Phân tích tương quan**

Phân tích tương quan được sử dụng nhằm xác định mức độ tương quan cùng chiều hay ngược chiều giữa các biến trong mô hình nghiên cứu. Ngoài ra, kiểm tra các biến độc lập tương quan tuyến tính với nhau. Theo Belsley & cộng sự (2005), VIF phải nhỏ hơn 10. Đồng nghĩa mỗi biến độc lập,  $VIF < 10$ , không có hiện tượng đa cộng tuyến. Damodaran (2014), nếu hệ số tương quan của biến độc lập có giá trị tuyệt đối cao hơn 0.8 thì mô hình có thể gặp lỗi đa cộng tuyến. Abdulhafedh (2017) nguyên tắc thông thường, nếu VIF lớn hơn 10 thì đa cộng tuyến được xem là một vấn đề nghiêm trọng và phải khắc phục (Menard, 2002; Greene, 2012).

#### **3.5.3. Phân tích hồi quy**

Phân tích hồi quy được dùng để đo lường mức độ ảnh hưởng của các biến độc lập (independent variables) với các biến phụ thuộc (dependent variables). Phương pháp này sẽ cho phép tác giả đưa ra những bằng chứng xác thực để trả lời các câu hỏi nghiên cứu của luận án. Hệ số prob/p-value của kết quả phân tích hồi quy cho biết mức độ tác động của các biến độc lập lên từng biến phụ thuộc. Các mức thống kê có ý nghĩa thường được sử dụng 1%, 5%, 10%. ( $P > |t|$  p-value, nếu giá trị này bé hơn 5% (0.05) thì mối quan hệ giữa biến độc lập này và biến phụ thuộc có ý nghĩa thống kê). Để toàn diện hơn về tác động của các biến, luận án sử dụng các mô hình hồi quy sẽ làm tăng độ tin cậy cũng như có cơ sở để lựa chọn mô hình nghiên cứu phù hợp. Các phương pháp ước lượng thường được sử dụng: Logistic, phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất thông thường (Pooled Ordinary Least Squares: Pooled OLS), phương pháp hồi quy tác động cố định (Fixed effects model: FEM), phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (Random effects model: REM) để ước lượng hồi quy cho mô hình nghiên cứu (Damodaran, 2014). Phương pháp phân tích phổ biến của mô hình đa biến, đó là hồi quy Logit. Mô hình logit mục tiêu chính khi xây dựng là nhằm ước lượng xác suất xảy ra biến cố khi cho trước giá trị của các biến độc lập. Hàm số được xây dựng là hàm xác suất. Một trong những phương pháp ước lượng hàm xác suất là phương pháp phân tích hồi quy logit còn gọi là logistic regression xem xét mối quan hệ giữa biến phụ thuộc là biến định tính và biến độc lập có thể là biến định lượng hoặc biến định tính. Mô hình nguyên mẫu thiết lập như sau:

$$\text{Đặt } P_i = P_r(Y_i=1 | X_{2i}, X_{3i}, \dots, X_{ki}) = f(X_{2i}, X_{3i}, \dots, X_{ki})$$

Gọi  $P_i (Y_i=1)$  là xác suất để  $Y$  bằng 1 đối với quan sát thứ  $i$ . Khi đó, giá trị  $P_i$  nằm trong khoảng  $0 \leq P_i (Y_i=1) \leq 1$ . Có 2 điều kiện cần lưu ý khi xây dựng hàm xác suất:

Thứ nhất: Giá trị  $X_i$  của các biến độc lập (các biến bên vế phải của phương trình) thay đổi thì xác suất ước lượng luôn nằm trong khoảng từ 0 đến 1.

Thứ hai: Mối quan hệ giữa  $P_i$  và  $X_i$  là mối quan hệ phi tuyến, nghĩa là khi  $X_i$  nhỏ thì xác suất tiến gần đến 0 với tốc độ chậm dần và khi  $X_i$  rất lớn thì xác suất tiến gần đến 1 với tốc độ chậm dần (Aldrich và Nelson, 1984).

Nếu  $f$  là hàm mật độ của phân phối logistic, ta được mô hình logit. Mô hình logistic ra đời và phát triển bởi Cox (1958).

Phương pháp ước lượng xử lý số liệu: Để thực hiện kiểm định mô hình, đầu tiên thống kê mô tả, xem xét hệ số tương quan và đa cộng tuyến để mô tả đặc điểm chung.

Sau đó, kiểm định independent samples t-test từng mẫu độc lập có thể cho thấy sự khác biệt có ý nghĩa thống kê giữa các mẫu. T-test dựa vào kiểm tra t-student để kết luận và lựa chọn giả thuyết với giả thuyết  $H_0$ : Không có sự khác biệt trong giá trị trung bình của biến giữa hai nhóm có và không có; giả thuyết  $H_1$ : Có sự khác biệt trong giá trị trung bình (Bryman & Cramer, 1997). Ngoài ra, biến phụ thuộc ở mô hình 1 là biến giả nhị phân, thể hiện 2 sự lựa chọn, được mã hóa bằng hai giá trị 1 và 0 nhằm xác định xác suất biến cố xảy ra khi giá trị được nhận là bằng 1 và bằng 0. Do đó, luận án trình bày hướng nghiên cứu mô hình hồi quy với biến phụ thuộc là biến nhị phân. Khi biến phụ thuộc ở dạng nhị phân thì việc sử dụng mô hình xác suất tuyến tính (LPM) ước lượng gặp phải nhiều hạn chế: Mô hình LPM được ước lượng bằng phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS) nên mô hình LPM vẫn bị phương sai thay đổi nên việc kiểm định ý nghĩa không thể tin cậy. Sai số ngẫu nhiên không phân phối theo quy luật chuẩn. Về phải biến phụ thuộc của phương trình hồi quy có thể đem lại những xác suất nhỏ hơn 0 hoặc lớn hơn 1, bởi vì phương pháp ước lượng OLS không tính đến sự ràng buộc các xác suất ước lượng phải thuộc khoảng giới hạn từ 0 đến 1. Với các nhược điểm như vậy, mô hình xác suất tuyến tính không phải là sự lựa chọn để ước lượng. Do đó, để giải quyết các nhược điểm và tránh giá trị xác suất nằm ngoài (0;1) luận án sử dụng mô hình logit, probit để thay thế cho ước lượng có dữ liệu biến phụ thuộc là nhị phân cụ thể như:

- Mô hình logistic được Cox (1958) giới thiệu lần đầu với ý tưởng của mô hình hồi quy logistic là một mô hình định lượng trong đó biến kết quả là rời rạc, nhận hai giá trị có thể là 0 hoặc 1. Xem xét một tập hợp của n biến độc lập x ( $x_1, x_2, x_3, \dots, x_n$ ). Các yếu tố ảnh hưởng đến sự xuất hiện xác suất của sự kiện Y. "Xác suất mong đợi của Y bằng 1, cho giá trị x" được biểu thị bằng  $P(Y = 1|x)$ . Theo Hosmer & Lemeshow (2000), công thức mô tả mối quan hệ giữa  $P(Y = 1|x)$  và n các yếu tố x như sau:

$$P(Y=1|x) = \frac{e^{\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n}}{1 + e^{\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n}} \quad (1)$$

(1) là mô hình hồi quy logit không tuyến tính. Tuy nhiên, nó có thể dễ dàng chuyển đổi thành mô hình xác suất tuyến tính. Xác suất sự kiện Y xảy ra là  $P(Y = 1 | x)$ , do đó xác suất sự kiện Y không xảy ra là  $1 - P(Y = 1 | x)$ . Tỷ số chênh là tỷ số giữa xác suất sự kiện Y xảy ra so với xác suất sự kiện Y không xảy ra: Tỷ số chênh =  $\frac{P(Y=1|x)}{1 - P(Y=1|x)}$  (2)

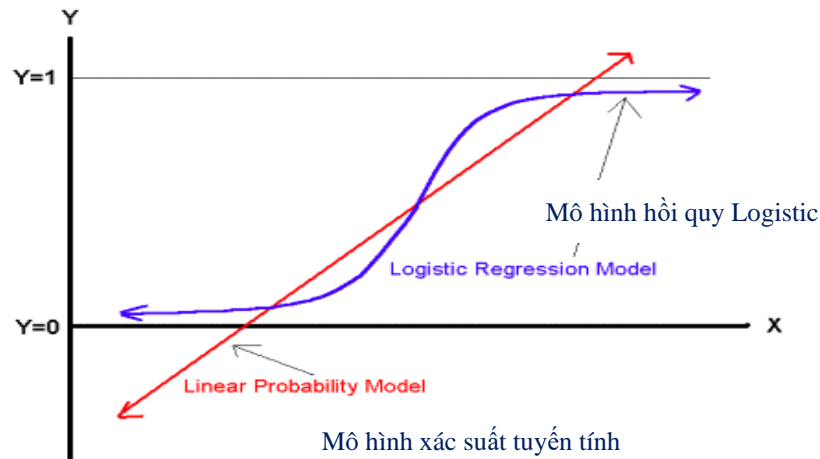
Để  $F(x) = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n$ . Lấy logarit của (2) ta có:



$$F(x) = \ln \left( \frac{P(Y=1|x)}{1 - P(Y=1|x)} \right) = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n \quad (3)$$

$F(x)$  là logit của mô hình hồi quy logit và nó có nhiều tính chất tương tự đối với mô hình hồi quy tuyến tính.  $F(x)$  là "hệ phương trình tuyến tính theo tham số, có tính liên tục, và có thể dao động từ  $-\infty$  tới  $+\infty$ , phụ thuộc vào phạm vi của  $x$ ".

**Hình 3.1. Mô hình xác suất tuyến tính và hồi quy logistic**



(Nguồn: Abdulhafedh, 2017)

Trong mô hình này, xác suất có điều kiện của biến kết quả  $Y$  bị giới hạn giữa 0 và 1. Các biến độc lập  $X$  có thể rời rạc hoặc liên tục. Có thể thấy hai ưu điểm chính của mô hình logistic so với các loại mô hình khác với công thức logistic rất linh hoạt; dễ sử dụng và các hệ số hồi quy là có ý nghĩa; các kết quả của mô hình cũng có thể giải thích trực tiếp. Mô hình logistic trình bày thang điểm từ 0 đến 1; do đó, nếu xác suất dự đoán lớn hơn 0.5, nghiên cứu sẽ phân loại quan sát này là một, nhưng nếu xác suất nhỏ hơn 0.5, quan sát sẽ được phân loại là không được Janice (2005) áp dụng khá thành công khi đánh giá tác động của các yếu tố. Sử dụng mô hình hồi quy xác suất (binary logistic regressions) trong nghiên cứu để đánh giá tác động các yếu tố đến hoạt động tín dụng, khả năng tiếp cận vốn vay của các doanh nghiệp nhỏ và vừa (Balogun, Nazeem, và Agumba, 2016). Mô hình Logistic là một mô hình hồi quy. Sử dụng mô hình Logistic với biến ( $Y$ ) là biến phụ thuộc và tất cả các biến còn lại là biến độc lập. Mô hình kinh tế lượng tương ứng là:

$$\ln(p/(1-p)) = \beta_1 + \beta_2 X_1 + \beta_3 X_2 + \dots + \beta_k X_k + u$$

Trong đó: P là xác suất xảy ra rủi ro tài chính,  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \dots, \beta_k$  là các hệ số  $X_1, X_2 \dots X_k$  các chỉ số tài chính.

- Mô hình hồi quy xác suất hai mức độ (probit regression) này được Viện Nghiên cứu quản lý kinh tế Trung ương, Trường đại học Copenhagen và nghiên cứu của Hansen và cộng sự (2004) áp dụng. Trong nghiên cứu này mô hình probit được sử dụng để đánh giá các tác động của các yếu tố đến quá trình tăng trưởng và biến động của doanh nghiệp; đến việc làm; đến sản xuất, ứng dụng công nghệ và hiệu quả; đến hoạt động thương mại và cơ cấu doanh thu; đến đầu tư và khả năng tiếp cận các nguồn tín dụng. Kết quả từ mô hình áp dụng đã đưa ra được những mối liên quan giữa các yếu tố đến sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp (Nguyễn Trường Sơn, 2014). Ý tưởng phân tích probit được xuất bản bởi Chester Ittner Bliss trong năm 1934. Năm 1952, một giáo sư về thống kê tại Đại học Edinburgh là David Finney đã viết lại một cuốn sách với tên gọi là “phân tích Probit”. Cấu trúc dữ liệu của mô hình Probit cũng tương tự như mô hình Logit, mô hình này cũng ước lượng được xác suất trả nợ của một khách hàng (DN). Trong mô hình Probit, Gujarati (2011) có giả thiết sai số ngẫu nhiên có sai số chuẩn hóa:  $\varepsilon \sim N(0,1)$ .

Mô hình Logit và Probit thường cho các kết quả hồi quy tương tự nhau và cách thức ước lượng của hai mô hình này cũng giống nhau. Điểm khác nhau của hai mô hình nằm ở công thức tính xác suất  $Y = 1$  và  $Y = 0$ . Mô hình Probit giả định sai số sẽ tuân thủ phân phối chuẩn. Trên cơ sở đó, xác suất  $Y = 1$  sẽ được tính như sau:

$$P_i = P(Y_i=1) = F(BX) = \int_{-\infty}^{BX} \frac{1}{\sqrt{2\pi}} e^{-t^2/2} dt$$

Và xác suất  $Y = 0$  sẽ bằng  $1 - P_i$ .

Cách giải thích hệ số hồi quy của hai mô hình này là tương tự nhau. Khi có ước lượng của các hệ số hồi quy rồi thì ta có thể đưa vào công thức trên để tính ra xác suất.

(Trong đó F là hàm phân phối xác suất tích lũy ( $BX = \beta_1 + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_k X_{ki}$ ))

Khi đó hàm hợp lý có dạng:

$$L = \prod_{i=1}^n F(\beta_1 + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_k X_{ki})^{y_i} (1 - F(\beta_1 + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_k X_{ki}))^{1-y_i}$$

Việc ước lượng các tham số trong mô hình, chúng ta có thể thực hiện được nhờ máy tính bằng sử dụng phần mềm thống kê.

Altman (1968) là người đầu tiên áp dụng phương pháp đa biến để đo lường rủi ro tài chính. Phương pháp này kết hợp các chỉ số tài chính lại với nhau vào trong một

mô hình. Để xây dựng một mô hình đa biến hiệu quả, phải xác định được các chỉ số tài chính tốt nhất có khả năng đo lường được rủi ro tài chính. Có ba phương pháp phân tích phổ biến của mô hình đa biến, đó là mô hình phân tích đa biệt thức (MDA), hồi quy Logit và Probit. Phân tích hồi quy Logit tương đương với hồi quy Probit. Ưu điểm của nó là các giả định đơn giản hơn so với MDA, chẳng hạn như các biến chỉ cần phân phối thông thường (Altman, 1993).

*Phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất thông thường (Pooled OLS).* Đối với phương pháp Pooled OLS hay còn gọi phương pháp OLS là phương pháp hồi quy sử dụng dữ liệu bảng. Mô hình hồi quy tuyến tính này giả định các hệ số chặn và độ dốc sử dụng trong mô hình hồi quy là không thay đổi theo thời gian và cho các mẫu quan sát. Khi đó, mô hình có dạng:  $Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_i X_{it} + u_{it}$ . Trong đó:  $\beta_0$  là hằng số,  $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_i$  là hệ số hồi quy,  $u$  là phần dư (đại diện cho sai số và các biến không xuất hiện trong mô hình).  $Y_{it}$  là giá trị của  $Y$  cho đối tượng  $i$  (doanh nghiệp) ở thời điểm  $t$  (năm),  $X_{1it}$  là giá trị của  $X_1$  cho đối tượng  $i$  ở thời điểm  $t$ ,  $X_{2it}$  là giá trị của  $X_2$  cho đối tượng  $i$  ở thời điểm  $t$ .

Mô hình hồi quy tuyến tính (Pooled OLS) được sử dụng để xác định mối quan hệ tuyến tính giữa một (hồi quy tuyến tính giản đơn) hoặc nhiều biến giải thích (hồi quy tuyến tính đa biến) với một biến phụ thuộc dạng liên tục. Đối với mô hình Pool, giả định về sự tự tương quan, phương sai thay đổi, bỏ qua thời gian và không gian mà chỉ ước lượng mô hình hồi quy bình phương bé nhất. Ngoài ra, việc giả định hệ số chặn là giống nhau cho các đối tượng quan sát và giả định về hệ số ước lượng các biến quan sát là giống nhau cho các đối tượng quan sát là các giả định mà dữ liệu khó đáp ứng dù đây là trường hợp đơn giản nhưng với mô hình hồi quy này tất cả dữ liệu kết hợp như thế này có thể sẽ làm mất đi hình ảnh thật về mối quan hệ giữa các biến của các đối tượng quan sát.

*Phương pháp hồi quy tác động cố định (FEM):*

Mô hình FEM hay còn gọi là mô hình tác động cố định như tên gọi không bỏ qua các ảnh hưởng theo chuỗi thời gian và các đơn vị chéo hay nói cách khác, mô hình hồi quy với tác động chéo cố định xây dựng dựa trên giả định về tung độ gốc khác nhau giữa các đơn vị chéo nhưng hệ số góc không đổi. Xét một mối quan hệ kinh tế, với biến phụ thuộc,  $Y$ , và hai biến giải thích quan sát được,  $X_1$  và  $X_2$ , và một hoặc nhiều biến không quan sát được. Chúng ta có dữ liệu bảng cho  $Y$ ,  $X_1$ , và  $X_2$ . Dữ liệu bảng bao

gồm  $N$ -đối tượng và  $T$ -thời điểm, và vì vậy chúng ta có  $N \cdot T$  quan sát. Mô hình hồi quy tuyến tính cổ điển không có hệ số cắt được xác định bởi:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_i X_{it} + \mu_{it} \quad \text{với } i=1,2,\dots,N \text{ và } t=1,2,\dots,T$$

Trong đó:  $Y_{it}$  là giá trị của  $Y$  cho đối tượng  $i$  (doanh nghiệp) ở thời điểm  $t$  (năm),  $X_{1it}$  là giá trị của  $X_1$  cho đối tượng  $i$  ở thời điểm  $t$ ,  $X_{2it}$  là giá trị của  $X_2$  cho đối tượng  $i$  ở thời điểm  $t$ ,  $\mu_{it}$  là sai số của đối tượng  $i$  ở thời điểm  $t$ . Mô hình hồi quy tác động cố định, là một dạng mở rộng của mô hình hồi quy tuyến tính cổ điển, được cho bởi:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_i X_{it} + v_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:  $\mu_{it} = v_{it} + \varepsilon_{it}$  sai số của mô hình hồi quy tuyến tính cổ điển được tách làm hai thành phần. Thành phần  $v_{it}$  đại diện cho các yếu tố không quan sát được khác nhau giữa các đối tượng nhưng không thay đổi theo thời gian. Thành phần  $\varepsilon_{it}$  đại diện cho những yếu tố không quan sát được khác nhau giữa các đối tượng và thay đổi theo thời gian.

#### *Phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM)*

Xét một mối quan hệ kinh tế bao gồm một biến phụ thuộc  $Y$  và hai biến giải thích quan sát được,  $X_1$  và  $X_2$ . Ta có dữ liệu bảng cho  $Y$ ,  $X_1$  và  $X_2$ . Dữ liệu bảng bao gồm  $N$  đối tượng và  $T$  thời điểm. Vì vậy, ta có  $N \cdot T$  quan sát. Mô hình có dạng:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_i X_{it} + \mu_{it}$$

Trong đó:  $\beta_0$  là hằng số,  $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_i$  là hệ số hồi quy,  $\mu_{it} = \omega_i + \varepsilon_{it}$  một giả định quan trọng trong mô hình tác động ngẫu nhiên là thành phần sai số  $\mu_{it}$  không tương quan với bất kỳ biến giải nào trong mô hình.

Pooled OLS là mô hình OLS bình thường, trong mô hình các đặc điểm riêng không kiểm soát được. FEM khác với mô hình Pooled OLS, ưu điểm của mô hình FEM là có thể kiểm soát được các điểm khác nhau. Trong mô hình FEM có sự tương quan giữa phần dư và các biến độc lập. Mô hình REM tương tự FEM cũng kiểm soát được các đặc điểm khác nhau trong mẫu nghiên cứu nhưng không có sự tương quan giữa phần dư của mô hình và các biến độc lập.

#### *Phương pháp GMM*

Phương pháp Generalized Method of Moments-GMM được sử dụng theo như nghiên cứu của Arellano và Bond (1991). Một trong những ưu điểm của mô hình GMM so với mô hình ước lượng biến công cụ đó là mô hình GMM dễ dàng chọn các biến công cụ hơn bởi vì lấy độ trễ của các biến có thể sử dụng như biến công cụ cho các biến nội

sinh. Có hai kiểm định để kiểm tra tính hiệu lực của mô hình GMM: Kiểm định đầu tiên đó là Arellano - Bond nhằm kiểm định cho sự tự tương quan ở dạng sai phân bậc 1. Do đó, chuỗi sai phân khảo sát mặc nhiên có tương quan bậc 1. Kiểm định tiến trình AR(1) thường bác bỏ giả thuyết  $H_0$  nên kết quả kiểm định được bỏ qua. Cho nên kiểm định AR(2) quan trọng hơn vì nó kiểm tra tự tương quan ở mọi cấp độ. Tương quan bậc 2 để phát hiện tự tương quan của phần dư ở bậc 2. Giả thuyết  $H_0$ : không có tự tương quan bậc 2 cho phần dư và vì thế giá trị p-value của kiểm định AR(2) càng lớn thể hiện không có tự tương quan bậc 2 cho phần dư. Kiểm định thứ hai được sử dụng đó là kiểm định Sargan hoặc Hansen cho tính hiệu lực của mô hình.

### ***Kết luận chương 3***

Chương 3 tập trung xây dựng mô hình nghiên cứu tác động của quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam. Trong chương này tác giả có thực hiện các bước để lựa chọn phương pháp hồi quy phù hợp, luận án sử dụng nhiều mô hình khác nhau điều này làm tăng độ tin cậy của các biến cũng như có cơ sở để lựa chọn mô hình nghiên cứu. Căn cứ vào lý thuyết, kết quả lược khảo các công trình nghiên cứu trước có liên quan, chương 3 trình bày chi tiết xây dựng các biến đo lường trong mô hình nghiên cứu, phương pháp thu thập và xử lý dữ liệu để phân tích kết quả nghiên cứu ở chương 4.

## CHƯƠNG 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU-THẢO LUẬN

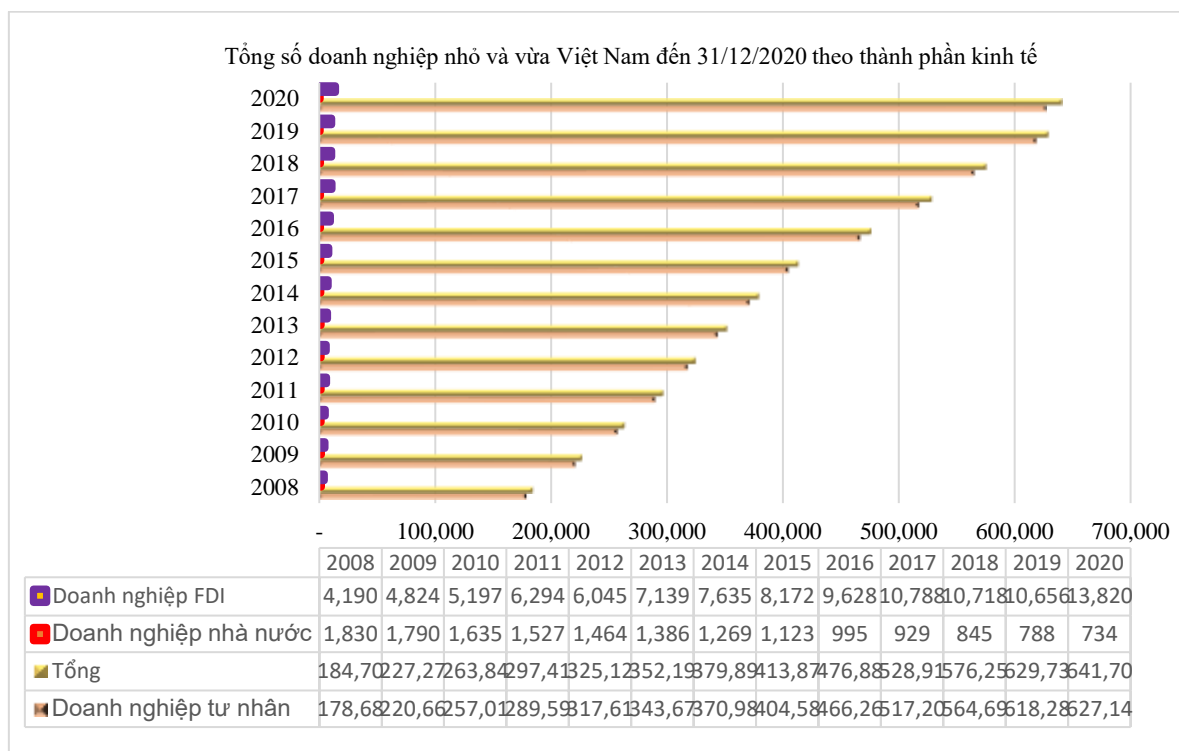
### 4.1. Doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam

Doanh nghiệp nhỏ và vừa là cơ sở kinh doanh đã đăng ký kinh doanh theo quy định pháp luật, được chia thành ba cấp: siêu nhỏ, nhỏ, vừa theo quy mô tổng nguồn vốn. Tổng nguồn vốn tương đương tổng tài sản được xác định trong bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp thay đổi theo từng giai đoạn phát triển kinh tế - xã hội.

Kinh tế-xã hội Việt Nam năm 2020 diễn ra trong bối cảnh tình hình kinh tế thế giới tiếp tục tăng trưởng chậm lại. Căng thẳng thương mại giữa Mỹ-Trung và vấn đề địa chính trị càng làm gia tăng đáng kể tính bất ổn của hệ thống thương mại toàn cầu, gây ảnh hưởng không nhỏ tới niềm tin kinh doanh, quyết định đầu tư và thương mại toàn cầu. Biến động khó lường trên thị trường tài chính - tiền tệ quốc tế, giá dầu diễn biến phức tạp tác động đến tăng trưởng tín dụng, tâm lý và kỳ vọng thị trường. Các tổ chức quốc tế liên tục đưa ra dự báo thiếu lạc quan về tăng trưởng kinh tế thế giới năm 2020. Đường lối đổi mới của Đảng ta là phát triển kinh tế nhiều thành phần, vận hành theo cơ chế thị trường, có sự quản lý của nhà nước theo định hướng xã hội chủ nghĩa, giải phóng sức sản xuất xã hội, dân chủ hóa đời sống kinh tế, doanh nghiệp nhỏ và vừa có tiềm năng to lớn, tiềm ẩn trong các thành phần kinh tế và trong nhân dân, đang được khôi phục và phát triển. Có thể nhận định rằng lĩnh vực hoạt động hiện nay của DNNVV rất đa dạng trong mọi lĩnh vực khác nhau. Điều này có nghĩa là DNNVV Việt Nam đã tham gia hầu hết các lĩnh vực kinh doanh được phép theo luật doanh nghiệp, mọi thành phần kinh tế và phân bố rộng khắp cả thành thị và nông thôn; nên dễ điều chỉnh hoạt động, thích ứng nhanh với sự thay đổi của thị trường; có khả năng thay đổi mặt hàng, mẫu mã theo thị hiếu của khách hàng. Theo VCCI, khu vực DNNVV đóng góp 45% trong GDP, khu vực này cũng đóng góp khoảng trên 31% tổng số thu ngân sách nhà nước và thu hút hơn 5 triệu lao động. DNNVV không chỉ nhỏ về quy mô vốn, thiết bị công nghệ giản đơn lạc hậu, lao động trình độ thấp, đa số chưa được đào tạo bài bản, năng lực cạnh tranh yếu mà tư duy kinh doanh lại còn hạn chế đây là điều đáng lo ngại khi Việt Nam hội nhập sâu vào kinh tế thế giới. Cuộc cách mạng công nghiệp 4.0 đã và đang làm thay đổi nền kinh tế thế giới, điều này đặt ra không ít thách thức cho các doanh nghiệp phải vươn lên. DNNVV đã có mặt ở hầu hết các vùng, địa phương tận dụng và khai thác tốt các nguồn lực tại chỗ. Số lượng doanh nghiệp ngoài quốc doanh mà đa số là doanh

ng nghiệp nhỏ và vừa tăng lên nhanh chóng trong khi doanh nghiệp nhà nước đang được tổ chức sắp xếp lại theo xu hướng giảm về số lượng, nâng cao về chất lượng và hiệu quả kinh doanh. Về cơ cấu theo loại hình kinh tế doanh nghiệp tư nhân, có tốc độ tăng nhanh nhất so với các loại hình doanh nghiệp khác.

**Hình 4.1. Doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam 2008-2020**



(Nguồn: Tổng Cục Thống kê)

Hình 4.1, tính đến thời điểm 31/12/2020, cả nước có 641,700 nghìn doanh nghiệp đang hoạt động có kết quả sản xuất kinh doanh. DNNVV Việt Nam có số lượng tăng theo thời gian từ 184,704 nghìn doanh nghiệp năm 2008 lên 641,700 nghìn doanh nghiệp năm 2020 tăng 29% so với cùng thời điểm 2008, trong 3 năm 2010, 2011 và 2012 số lượng doanh nghiệp có xu hướng giảm, đó như hậu quả tất yếu của khủng hoảng kinh tế giai đoạn này. Đối với doanh nghiệp nhà nước do chủ trương cổ phần hóa, sắp xếp lại, DNNN liên tục giảm trong giai đoạn này, tính đến 31/12/2020, tổng số doanh nghiệp nhà nước chỉ còn 734, chiếm 0,001%, giảm 40,1% so với năm 2008. Đối với doanh nghiệp tư nhân (doanh nghiệp ngoài nhà nước), tại thời điểm 31/12/2020, DNTN tập trung nhiều nhất từ 178,684 năm 2008 tăng lên 627,146 nghìn doanh nghiệp năm 2020 tăng 28,4% so với cùng thời điểm 2008, chiếm 98% tổng số doanh nghiệp cả nước. Doanh nghiệp nước ngoài (FDI) có tốc độ tăng số doanh nghiệp nhanh nhất trong ba khu vực và chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong tổng số việc làm tạo ra tại khu vực doanh

nghiệp. Các doanh nghiệp nước ngoài (DNNN) ít đầu tư vào VN dưới dạng doanh nghiệp nhỏ và vừa mà nếu có đầu tư sẽ tập trung dưới hình thức doanh nghiệp lớn bởi khả năng tài chính mạnh và sức mạnh thị trường của DNNN khi vào VN. DNNN còn có lựa chọn khác là lập chi nhánh hoặc mở văn phòng đại diện tại Việt Nam trước để chuẩn bị, nghiên cứu thị trường trước khi chính thức vào VN. Do đó khi DNNN thành lập tại Việt Nam sẽ là thử thách rất lớn cho doanh nghiệp Việt Nam khi đó cạnh tranh ngay trên chính thị trường nội địa. DNNN đã tăng đều đặn qua các năm, đến năm 2020 tại Việt Nam đã có 13,820 nghìn DNNN kinh doanh tại Việt Nam tăng 3,2 lần so với năm 2008. Đây thực sự là tín hiệu đáng mừng đối với nền kinh tế Việt Nam nhưng cũng là một tín hiệu về những cuộc cạnh tranh giành thị trường mạnh mẽ trong tương lai. Như vậy, các doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam không phải là cạnh tranh khi thâm nhập vào thị trường các quốc gia khác mà là phải cạnh tranh với các DNNN vào Việt Nam. Chắc chắn rằng khả năng tổ chức hoạt động, quản lý, quản trị rủi ro DNNNVV tại Việt Nam chưa thể sánh được với các doanh nghiệp nước ngoài đã có kinh nghiệm, có mạng lưới kinh doanh sản xuất hoạt động khắp thế giới. Không dừng lại ở đó, với việc gia nhập WTO, Việt Nam phải cắt giảm bớt các rào cản thuế quan và các rào cản kỹ thuật cũng như hạn ngạch nhập khẩu làm cho hàng hóa nước ngoài dễ xâm nhập vào Việt Nam với chi phí thấp hơn trước đây tạo ra áp lực cạnh tranh về giá và chất lượng với các sản phẩm trong nước. Với nguồn lực nhỏ và còn chưa có chiều sâu, để cạnh tranh và đảm bảo an toàn hoạt động khi bị các sản phẩm nước ngoài cạnh tranh bằng giá và chất lượng cũng là vấn đề đối mặt với muôn vàn khó khăn cho SMEs nội địa. Trong các sản phẩm nước ngoài vào VN thì các sản phẩm có xuất xứ Trung Quốc với giá rất rẻ là mối đe dọa thường xuyên cho SMEs Việt Nam. Mối đe dọa này lại càng gây khó khăn hơn khi thói quen mua sắm của người tiêu dùng vẫn chú trọng vào hàng hóa giá rẻ, chưa quan tâm nhiều đến chất lượng, nguồn gốc an toàn của sản phẩm; chỉ khi xảy ra những sự cố đáng tiếc thì mới có cái nhìn thay đổi. DNNNVV chiếm tỷ lệ lớn nhất trong số doanh nghiệp Việt Nam tuy có sự tăng lên về số lượng nhưng phần lớn DNNNVV mới được hình thành; còn yếu kém, sự phát triển phần nhiều mang tính tự phát; một số nhà đầu tư vội vã thành lập doanh nghiệp của mình khi chưa đủ điều kiện chín muồi (thiếu vốn để đăng ký, chưa có trụ sở cố định...) nên một số DN ra đời nhưng không hoạt động được hoặc hoạt động cầm chừng, chập chững và cuối cùng rơi vào tình trạng khó khăn để

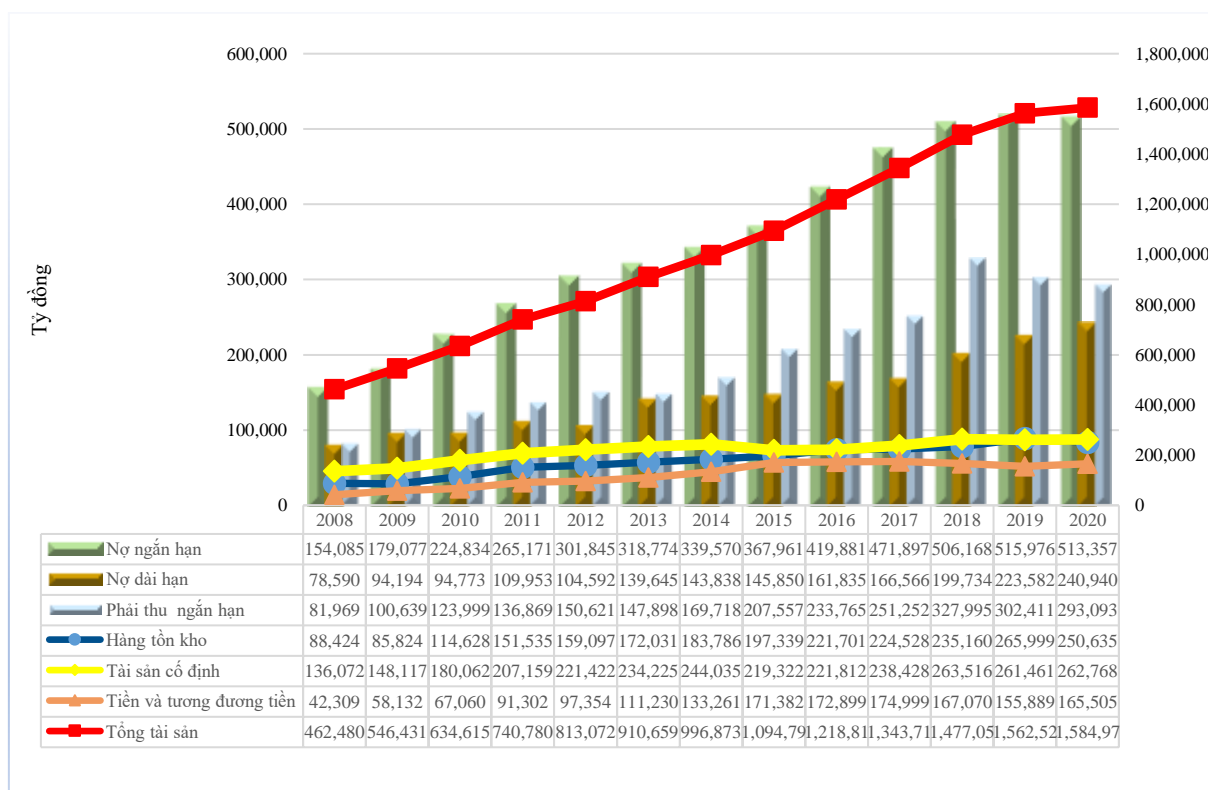


dẫn đến phá sản. Như vậy, có thể hiểu DNNVV chỉ mang tính tương đối thay đổi theo từng giai đoạn phát triển kinh tế - xã hội.

## 4.2. Thực trạng rủi ro tài chính doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam

### 4.2.1. Tình hình tài chính và kinh doanh DNNVV Việt Nam giai đoạn 2008 -2020

**Hình 4.2. Một số chỉ tiêu tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam**



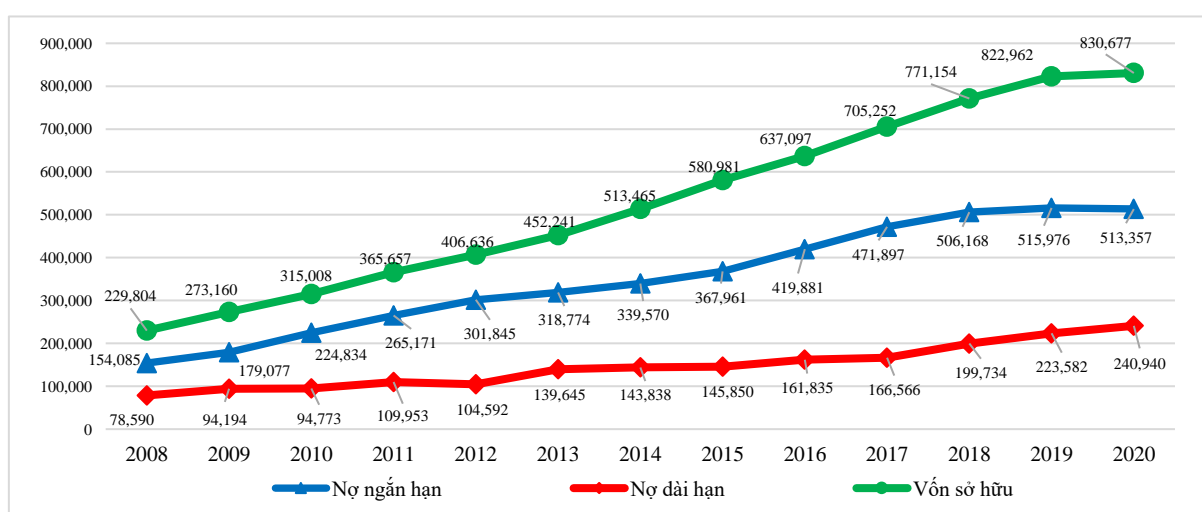
(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Hình 4.2, tổng tài sản tăng đều đặn qua các năm điều này cho thấy sự tăng trưởng của doanh nghiệp. Cụ thể: tổng tài sản từ 462,480 tỷ đồng năm 2008 lên 1,584,975 tỷ đồng năm 2020 tăng 3,44 lần so với năm 2008 đã chiếm 29% so năm 2008, tốc độ chậm lại năm 2010 nhưng đã phục hồi năm 2011. Với tổng tài sản 1,584,975 tỷ đồng năm 2020 chiếm khoảng 20% GDP Việt Nam năm 2020 điều này thể hiện vai trò và tầm quan trọng của DNNVV trong nền kinh tế Việt Nam. Hàng tồn kho cũng lại tăng đều qua các năm từ 88,424 tỷ đồng năm 2008 lên đến 250,635 tỷ đồng trong năm 2020 tăng 35,2% so với 2008 điều này thể hiện khả năng tiêu thụ của thị trường có chiều hướng tăng. Đặc biệt, hàng tồn kho trong năm 2019 là 265,999 tỷ đồng xuống còn 250,635 tỷ đồng năm 2020 giảm 1 lần so năm 2019 là do tình hình Covid-19. Hàng tồn kho là 250,635 tỷ đồng trong năm 2020 (chiếm khoảng 3,1% GDP) khó để tiêu thụ nhanh chóng trong khoảng thời gian ngắn nên sẽ hàm chứa rủi ro, hàng tồn còn là một dấu hiệu

không tốt trong ngắn hạn vì hàng tồn kho lớn có thể là do doanh nghiệp dự đoán quá cao về khả năng bán hàng dẫn đến sản xuất quá nhiều hoặc mua quá nhiều hàng dự trữ. Trong các tài sản lưu động, hàng tồn kho/dự trữ là loại tài sản có tính thanh khoản thấp nhất, do vậy giá trị hàng tồn kho sẽ ảnh hưởng khả năng thanh khoản tại doanh nghiệp. Tài sản cố định từ 136,072 tỷ đồng năm 2008 tăng lên 262,768 tỷ đồng chiếm 51,7% so năm 2008. TSCĐ năm 2015, 2016, 2017 giảm so với 2014, tài sản cố định giảm thì khả năng sản xuất kinh doanh, cũng như tính ổn định của DNNVV sẽ giảm. Tình hình được cải thiện và tăng trở lại từ năm 2018 – 2020. Tài sản cố định ổn định và tăng trưởng sẽ tạo ra tính ổn định cho chính DN, còn khi DN sụt giảm bớt tài sản cố định hoặc sử dụng các loại tài sản cũ mà không mua mới cũng có nghĩa là làm khả năng sản xuất cũng như năng suất sản xuất chưa hiệu quả. Năm 2020 nợ vay dài hạn là 240,940 tỷ đồng và tài sản cố định 262,768 tỷ đồng đã chiếm 91,6% tài sản cố định đây là điểm sáng cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa đã chủ động trong quá trình hoạt động kinh doanh. Hơn nữa, nguồn trả nợ vay ngắn hạn: 513,357 tỷ đồng chiếm 32,3% trên tổng tài sản năm 2020, đây là dấu hiệu rất dễ tạo ra hệ lụy nghiêm trọng cho SMEs. Tuy nhiên, việc trả các khoản nợ ngắn hạn doanh nghiệp dựa vào lượng tiền và tương đương tiền là 165,505 tỷ đồng; khoản phải thu ngắn hạn là 293,093 tỷ đồng; hàng tồn kho 250,635 tỷ đồng với 3 khoản này đạt 709,233 tỷ đồng chiếm 72,3% nợ vay ngắn hạn năm 2020. Điều đó đặt ra một yêu cầu trong định hướng doanh nghiệp trong việc cơ cấu nguồn tài sản.

#### 4.2.2. Vốn chủ sở hữu cho sản xuất kinh doanh DNNVV Việt Nam 2008 -2020

**Hình 4.3. Chỉ tiêu về vốn chủ sở hữu và nợ**

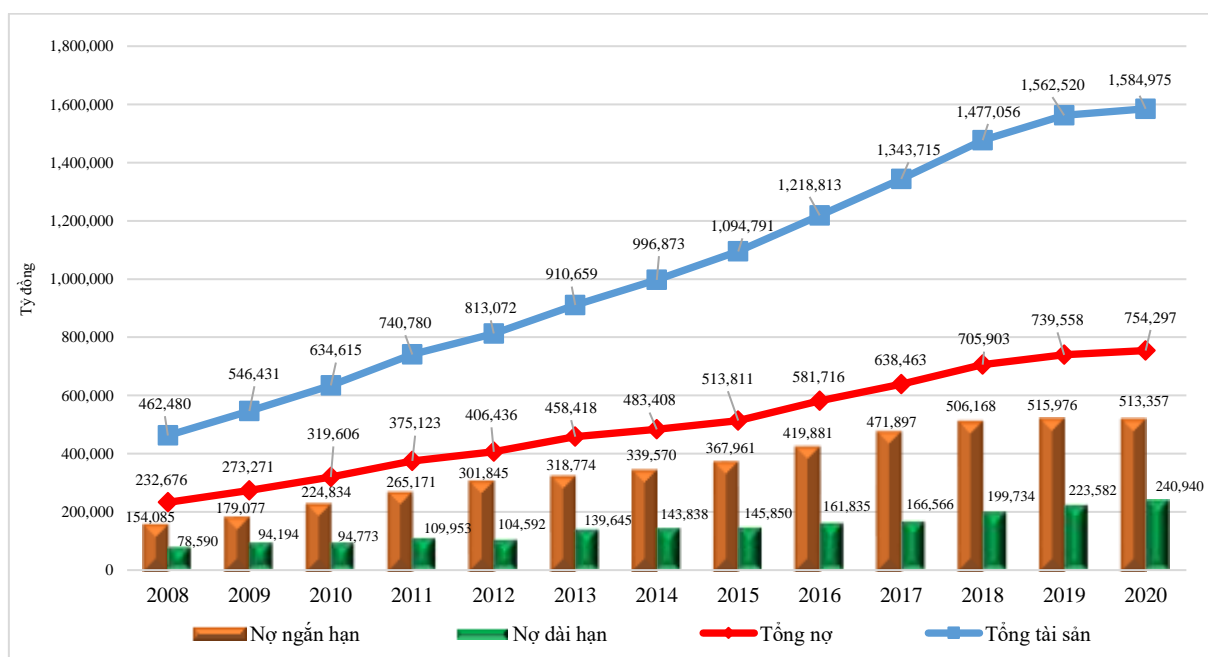


(Nguồn: Tổng Cục Thống kê)

Hình 4.3, vốn chủ sở hữu tăng trưởng qua các năm cũng như nợ của DNNVV Việt Nam giai đoạn 2008 -2020. Tổng nợ DNNVV từ năm 2008 đến năm 2012 đã tăng lên cao hơn cả vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp là do chính sách hỗ trợ lãi suất của chính phủ năm 2009 đã kích thích các DNNVV vay nợ. Tình hình đó được cải thiện từ năm 2013 đến 2020. Năm 2020 nợ ngắn hạn là 513,357 tỷ đồng tăng gấp 3,33 lần so với năm 2008. Nợ ngắn hạn năm 2020 tăng lên chủ yếu là nợ vay và nợ người bán, điều này cho thấy khả năng thanh toán của các doanh nghiệp nhỏ và vừa trong năm 2020 đang có giảm sút. Nợ ngắn hạn cao có thể tạo ra rủi ro kinh doanh, đồng thời phải quản lý vốn lưu động tốt, trong khi khả năng thanh toán chung của hầu hết các doanh nghiệp giảm thì rủi ro thanh khoản và rủi ro tín dụng sẽ rất cao. Nợ dài hạn của doanh nghiệp nhỏ và vừa năm 2020 ở mức 240,940 tỷ đồng tăng 3,02 lần, không có sự đột phá hay thay đổi nhiều và cho thấy triển vọng dài hạn của các DNNVV là không tốt nên các chủ nợ không cấp nhiều tín dụng dài hạn. Một yếu tố khác là DNNVV thông thường thực hiện các phương án kinh doanh ngắn hạn và nhu cầu vốn chủ yếu phục vụ bổ sung vốn lưu động nên chủ yếu vay nợ ngắn hạn, trong khi các dự án dài hạn mới được cấp tín dụng dài hạn, nợ ngắn hạn cao thì rủi ro thanh khoản sẽ ảnh hưởng cho DNNVV, đòn cân này sử dụng chủ yếu là nợ ngắn hạn là hết sức rủi ro khi các rủi ro lãi suất, tỷ giá, giá cả hàng hoá, tín dụng thương mại, thanh khoản phát sinh. Do nợ ngắn hạn cao nên các yếu tố lạm phát, lãi suất, tỷ giá sẽ ảnh hưởng đến DNNVV. Tổng nợ DNNVV luôn cao hơn vốn chủ sở hữu bình quân 2008 - 2020 là 1,06 lần đây là một yếu tố gây ra rủi ro. Tuy nhiên, tình hình được cải thiện từ năm 2013 - 2020 vốn chủ sở hữu có gia tăng so với nợ, một tín hiệu đã có những chuyển biến tích cực trong việc đảm bảo an toàn tài chính cho doanh nghiệp.

#### **4.2.3. Rủi ro đòn bẩy tài chính**

##### **Hình 4.4. Tình hình nợ và tổng tài sản DNNVV Việt Nam 2008-2020**



(Nguồn: Tổng Cục Thống kê)

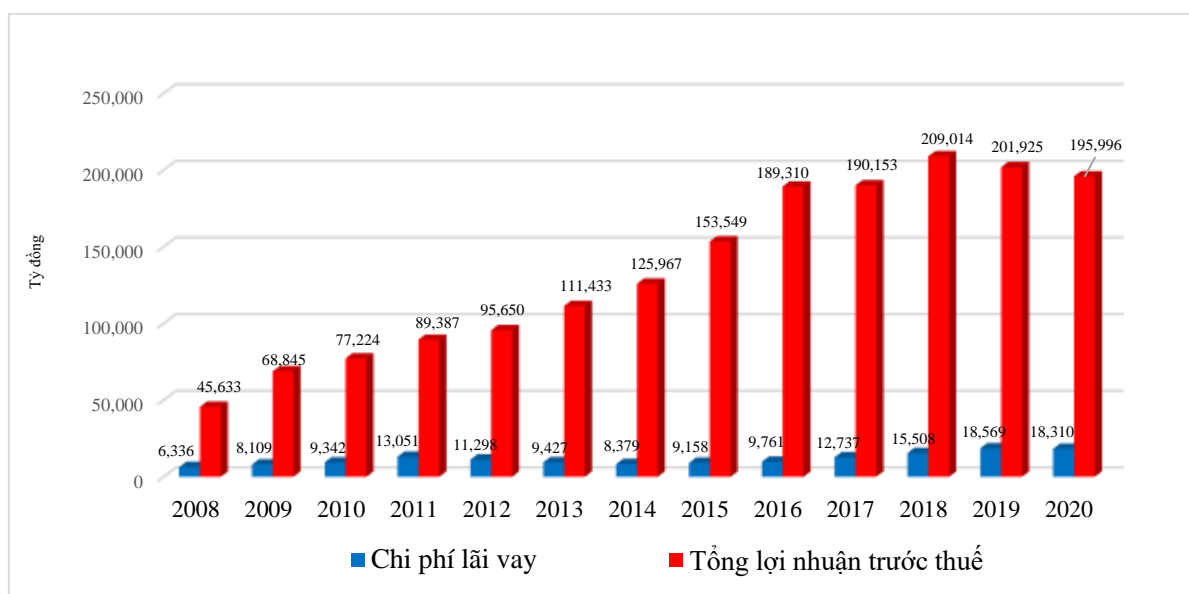
Hình 4.4, cho thấy giai đoạn 2008 – 2020 doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam sử dụng nợ tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Chính vì vậy, một khi có biến động tăng lãi suất thì tình hình tài chính của những doanh nghiệp sẽ phải chịu áp lực hết sức nặng nề. Khi xem xét tỷ lệ nợ trên tổng tài sản cho thấy với lượng dư nợ lớn mà chủ yếu là dư nợ ngắn hạn khiến cho các doanh nghiệp phải chịu rủi ro lãi suất khá cao cụ thể giai đoạn 2008 – 2020, lãi suất cho vay bình quân ngân hàng thương mại Việt Nam luôn ở mức cao 10,18 %/năm. Năm 2020 tỷ lệ nợ trên tổng tài sản DNNVV đã vượt 47,85% tổng tài sản của các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Nợ ngắn hạn đã chiếm 66,2% tổng nợ năm 2008 và chiếm tỷ lệ trên 68% trong tổng nợ vào năm 2020. Nợ dài hạn tuy duy trì tỷ lệ thấp so với nợ ngắn hạn và tăng tương đối ổn định qua các năm, điều này cho thấy xu hướng của các DNNVV Việt Nam năm 2008 chiếm tỷ lệ 34% và đến năm 2020 chiếm tỷ lệ 31,9% có sự giảm dần. DNNVV Việt Nam nợ ngắn hạn chiếm phần lớn và thường dao động từ 66,2% - 68%. Nếu nền kinh tế xảy ra biến động các DNNVV sẽ dễ dàng rơi vào cái bẫy vỡ nợ vì không thể thanh toán các khoản vay nợ ngắn hạn đúng hạn. Đặc biệt, khi doanh nghiệp đã sử dụng nguồn vốn vay, dẫn đến chi phí lãi vay đây là nguyên nhân khiến DN rơi vào tình trạng lỗ và nợ. Lãi suất cho vay từ các ngân hàng thương mại năm 2020 tại Việt Nam bình quân trên thị trường là 7,65%/năm. Với mức lãi suất này, quy mô vay nợ tăng lên năm 2020 tổng số tiền lãi – chi phí sử dụng vốn vay mà các DNNVV Việt Nam sẽ phải gánh chịu là 57,704 tỷ đồng. Đây được xem là một trong

những nguyên nhân chính làm cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa rất dễ rơi vào khó khăn điều này cho thấy khả năng phá sản trong năm 2020 và các năm sau khá cao. Như vậy, có thể nhận định rằng rủi ro lãi suất là một trong những rủi ro sẽ gây ảnh hưởng rất lớn đến các doanh nghiệp nhỏ và vừa được thể hiện như: Mức lãi suất cho vay cao làm cho chi phí tài chính mà doanh nghiệp nhỏ và vừa gánh chịu là rất lớn. Mặt khác, các doanh nghiệp này lại được tài trợ chính bằng nguồn nợ nên lãi suất cao sẽ dẫn đến rủi ro phá sản cao. Khả năng tiếp cận nguồn vốn vay tại các ngân hàng thương mại của doanh nghiệp nhỏ và vừa rất khó khăn vì bản thân các doanh nghiệp nhỏ và vừa không có kế hoạch phương án kinh doanh hoàn chỉnh và có hiệu quả. Mặt khác với lượng tài sản cố định và tổng tài sản khá khiêm tốn nên tài sản bảo đảm rất nhỏ cho nên các ngân hàng thương mại cung cấp tín dụng với điều kiện khó hoặc với hạn mức tín dụng nhỏ và thời hạn ngắn. Lãi suất không ổn định và thường xuyên biến động làm cho kế hoạch quản trị rủi ro lãi suất của DN NVV khó thay đổi kịp thời và chủ động phản ứng với tình hình thị trường. Đòn bẩy tài chính là rủi ro phát sinh do doanh nghiệp sử dụng nợ vay để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh. Đòn bẩy kinh doanh và đòn bẩy tài chính là những khái niệm tương tự nhau. Đòn bẩy kinh doanh đề cập đến mức độ sử dụng chi phí cố định trong sản xuất. Đòn bẩy tài chính đề cập đến mức độ sử dụng nợ. Doanh nghiệp có nghĩa vụ phải chi trả lãi vay bất kể kết quả lãi hoạt động như thế nào vì thế lãi vay được xem là chi phí tài chính cố định. Trong trường hợp rủi ro từ đòn bẩy tài chính, DN không những không tận dụng được lá chắn thuế để làm tăng giá trị mà còn rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính.

#### **4.2.4. Rủi ro lãi suất**

Doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam ngoài nguồn vốn chủ sở hữu chỉ có thể vay vốn từ các tổ chức tín dụng, nhiều trường hợp phải huy động từ thị trường tín dụng phi chính thức với lãi suất khá cao. Lãi suất cho vay từ các ngân hàng thương mại thường xuyên biến động và đôi khi không tuân theo một quy luật nào. Thực tế đó cho thấy, doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam đã sử dụng nợ vay, đến khi các lĩnh vực hoạt động kinh doanh và sản xuất đi vào giai đoạn bão hòa hay khó khăn từ biến động nền kinh tế thế giới thì DN NVV Việt Nam không còn năng lực tài chính để chống đỡ.

#### **Hình 4.5. Lợi nhuận trước thuế và lãi vay - Chi phí lãi vay 2008 – 2020**

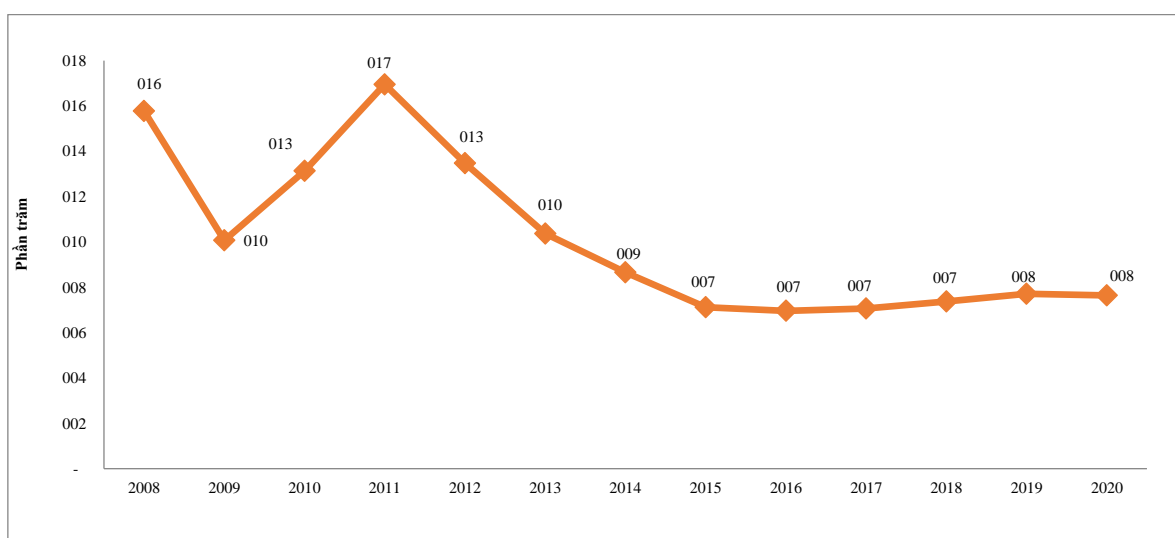


(Nguồn: Tổng Cục Thống kê)

Hình 4.5, chi phí lãi vay vẫn tăng từ giai đoạn 2008-2020: 6,336 - 18,310 tỷ đồng. Bình quân là 11,537 tỷ đồng. Đặc biệt, năm 2009 các DNNVV Việt Nam lại được nhà nước hỗ trợ lãi suất tín dụng vốn vay, nên các năm còn lại lãi suất gia tăng đã làm chi phí lãi vay mà các doanh nghiệp gánh chịu cũng tăng theo. Chi phí lãi vay đã giảm khi lãi suất Ngân hàng thương mại lại có xu hướng giảm từ năm 2013 và năm 2014 và chi phí lãi vay tăng lại vào năm 2015 trước khi lãi suất Ngân hàng được điều chỉnh tăng vào năm 2017, các doanh nghiệp duy trì hệ số nợ thấp nhưng vẫn lựa chọn sử dụng nợ ngắn hạn nhiều hơn cho thấy khả năng tiếp cận nguồn vốn của DNNVV thường rất khó trong việc vay mượn nợ. Cũng chính trong năm 2017 Luật hỗ trợ DNNVV đã được Quốc hội ban hành quy định về hỗ trợ tiếp cận tín dụng cũng như Quỹ Bảo Lãnh tín dụng đặt ra triển vọng phát triển kinh tế cho các DNNVV. Rủi ro lãi vay có khả năng xuất phát từ nguyên nhân các doanh nghiệp đang gánh chịu lãi suất cho vay từ ngân hàng khá cao và việc khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn. Nhiều doanh nghiệp cho biết, khó có thể tiếp cận được nguồn vốn vay chính thống và chỉ có thể tiếp cận được những khoản vay ngắn hạn, việc tiếp cận được khoản vay trung và dài hạn rất hạn chế. Các doanh nghiệp nhỏ và vừa thường phải chịu chi phí vay đắt đỏ hơn so các doanh nghiệp lớn. Cụ thể chi phí lãi vay vào năm 2020 đạt mức 18,310 tỷ đồng nên tổng lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam chỉ đạt 195,996 tỷ đồng. Đáng lưu ý là doanh nghiệp không thể vay vốn nếu không có tài sản thế chấp. Bên cạnh đó, thủ tục vay vốn còn phiền hà, phức tạp. Một phần nguyên nhân chính từ phía các doanh nghiệp nhỏ và

vừa là tính minh bạch, hệ thống BCTC chưa thật sự chính xác, chưa được kiểm toán. Do đó, các tổ chức tín dụng thiếu thông tin khi phân tích, đánh giá và thẩm định nhu cầu vay vốn của doanh nghiệp vừa và nhỏ. Nhiều doanh nghiệp có quy mô vốn nhỏ, thị trường tiêu thụ chưa ổn định, thiếu chiến lược bài bản, do đó không đáp ứng đủ các điều kiện vay vốn theo quy định pháp luật và quy trình quản trị rủi ro tại các tổ chức tín dụng.

**Hình 4.6. Lãi suất cho vay NHTM Việt Nam 2008 – 2020**



(Nguồn: IMF và tác giả tổng hợp)

Từ hình 4.6, lãi suất cho vay trên thị trường Việt Nam biến động trong giai đoạn 2008 – 2013 và luôn giữ ở mức lãi suất bình quân trên thị trường là 13,30 %/năm. Giai đoạn 2008 – 2020 DNNVV Việt Nam đã sử dụng rất nhiều nợ tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của họ. Chính vì vậy, một khi có biến động lãi suất họ sẽ phải chịu áp lực hết sức nặng nề. Năm 2019 mặt bằng lãi suất thị trường cơ bản ổn định và có xu hướng giảm ở một số kỳ hạn, phù hợp với động thái điều hành của Ngân hàng nhà nước. Lãi suất cho vay của các tổ chức tín dụng phổ biến ở mức khoảng 6 - 9%/năm đối với ngắn hạn, dài hạn khoảng 9 - 11%/năm. Năm 2020 mặt bằng lãi suất cho vay giảm bình quân khoảng 0,6 - 0,8%/năm so với cuối năm 2019. Với lượng dư nợ lớn mà chủ yếu là dư nợ ngắn hạn khiến các doanh nghiệp nhỏ và vừa phải chịu rủi ro lãi suất rất cao. Lãi suất trên thị trường Việt Nam giai đoạn 2008 - 2020 và luôn giữ ở mức lãi suất bình quân là 10,18%. Khi lãi suất cao sẽ gây khó khăn cho tất các doanh nghiệp chứ không chỉ riêng gì cho doanh nghiệp nhỏ và vừa VN, sự thay đổi của lãi suất khiến các DNNVV khó dự báo cũng như đề ra các chính sách ứng phó kịp thời. Với những rủi ro biến động lãi suất hiện nay (chủ yếu biến động tăng), nguy cơ doanh nghiệp bị lỗ, không trả được

nợ, dẫn đến bị siết nợ, mất nhà cửa... là mối quan ngại sâu sắc của nhiều chủ doanh nghiệp cũng như của toàn xã hội. Ngoài nguồn vốn huy động tự lực và tự tích lũy, doanh nghiệp nhỏ và vừa chưa thể huy động vốn trên thị trường chứng khoán, mà chỉ có thể đi vay từ các tổ chức tín dụng hoặc cá nhân khác. Đối với việc vay vốn ngân hàng cũng rất khó khăn bởi những thủ tục vay vốn của ngân hàng đặt ra như phải có dự án khả thi, phải có tài sản thế chấp, kinh doanh có lãi 2 hoặc 3 năm liên tục, có bảng tổng kết tài sản, thậm chí phải có kiểm toán; trong khi doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam hạch toán kế toán nhiều khi còn chưa chính xác, không đúng tình hình thực tế, có hoạt động kinh doanh không có hợp đồng kinh tế, không tuân thủ chế độ phát hành hoá đơn bán hàng, không nắm được thủ tục của ngân hàng, không có phương án, kế hoạch sản xuất kinh doanh. Do vậy, số doanh nghiệp nhỏ và vừa tiếp cận được các nguồn tín dụng ngân hàng không nhiều. Các trường hợp vay được vốn từ ngân hàng, nhưng do vốn tự có thấp, tài sản bảo đảm giá trị nhỏ, nên số vốn vay cũng thường không đáp ứng đủ nhu cầu. DNNVV đã sử dụng rất nhiều nợ tài trợ cho hoạt động kinh doanh sản xuất của họ. Chính vì vậy, một khi có biến động tăng lãi suất tài chính của những DN này sẽ phải chịu áp lực hết sức nặng nề.

Với lãi suất cho vay từ các Ngân hàng thương mại năm 2020 bình quân trên thị trường là 7,65%/năm, thì trong năm 2020 tổng số tiền lãi – chi phí sử dụng vốn vay mà các DNNVV phải gánh chịu 57,704 tỷ đồng. Đây được xem là một trong những nguyên nhân chính làm cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa rất dễ rơi vào khó khăn và cũng có khả năng phá sản.

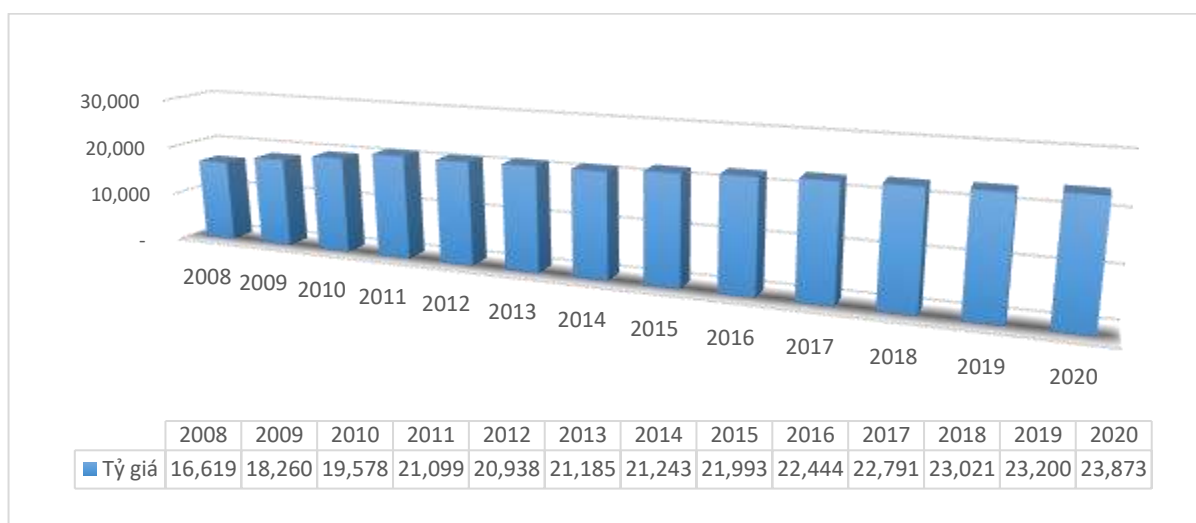
#### **4.2.5. Rủi ro tỷ giá**

Về chính sách tỷ giá, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam hiện nay không có nhiều lý do để thực hiện chính sách đồng tiền yếu. Trước đây, hỗ trợ xuất khẩu là lý do thuyết phục nhất để Ngân hàng Nhà nước điều chỉnh tỷ giá. Hiện nay quy mô xuất khẩu của Việt Nam đã vượt mức 100% GDP, nếu Việt Nam sử dụng toàn bộ GDP để xuất khẩu thì vẫn không đủ. Quy mô xuất khẩu/GDP cao hàm ý rằng, đối với một số ngành, lĩnh vực có tiềm lực có thể dành cho xuất khẩu đã được sử dụng và để tăng xuất khẩu sẽ đòi hỏi phải tăng nhập khẩu tương ứng theo tỷ lệ 1:1, tức là chỉ xuất khẩu hộ các nước khác và phần giá trị gia tăng thu được sẽ không nhiều. Điều này khiến cho lợi ích của chính sách đồng tiền yếu đối với xuất khẩu và tăng trưởng bị giảm bớt trong khi các chi phí của việc phá giá đến nợ công, ổn định kinh tế vĩ mô vẫn không thay đổi. Về lâu dài,



chính sách thúc đẩy xuất khẩu bằng tỷ giá sẽ không tạo ra những khuyến khích cần thiết cho việc chuyển đổi cơ cấu sản xuất và xuất khẩu theo hướng chú trọng chất lượng và giá trị gia tăng. Trong bối cảnh Mỹ đưa Việt Nam vào danh sách các nước cần theo dõi về chính sách tiền tệ, việc phá giá VND với quy mô lớn có thể gây phản tác dụng, nếu Mỹ phải áp đặt các hạn chế thương mại đối với Việt Nam. Dựa trên các tiêu chí mà Mỹ đưa các nước vào danh sách cần theo dõi về chính sách tiền tệ, bao gồm: (i) Mức thặng dư thương mại với Mỹ lớn hơn 20 tỷ USD; (ii) Mức thặng dư cán cân vãng lai tổng thể lớn hơn 3% GDP; (iii) Mua ngoại tệ một chiều và liên tục với quy mô hơn 2% GDP trong năm. Việt Nam sẽ luôn đáp ứng tiêu chí thứ nhất bởi đến nay quy mô xuất khẩu của Việt Nam vào Mỹ đã đạt mức gần 60 tỷ USD trong khi quy mô nhập khẩu từ Mỹ chỉ ở mức hơn 10 tỷ USD. Để tránh nguy cơ bị áp thuế bổ sung hay các biện pháp hạn chế thương mại khác của Mỹ, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam sẽ không thể mua USD với quy mô lớn trong thời gian tới cho dù nguồn cung ngoại tệ trên thị trường vẫn dồi dào. Tỷ giá là một biến số kinh tế, vừa là sản phẩm cung cầu của thị trường và vừa chịu tác động chính sách của chính phủ. Việc đồng nội tệ được định giá cao hay định giá thấp có thể tạo ra ưu thế hay bất lợi trong cạnh tranh thương mại với các nước. Việt Nam là nước đang phát triển, có nền kinh tế thị trường với độ mở cửa cao, kim ngạch xuất nhập khẩu hàng năm đạt gấp 2 lần GDP; do đó, tỷ giá đã trở thành nhân tố quan trọng, tác động nhanh và mạnh đến hoạt động kinh tế đối ngoại nói chung và hoạt động xuất khẩu nói riêng. Việc điều hành chính sách tỷ giá của Ngân hàng Nhà nước không những nhằm tạo ra môi trường kinh tế vĩ mô ổn định, kiềm chế lạm phát, mà còn bảo đảm công bằng trong cạnh tranh thương mại giữa các nước.

#### **Hình 4.7. Biến động tỷ giá USD 2008-2020**



(Nguồn: IMF và tác giả tổng hợp)

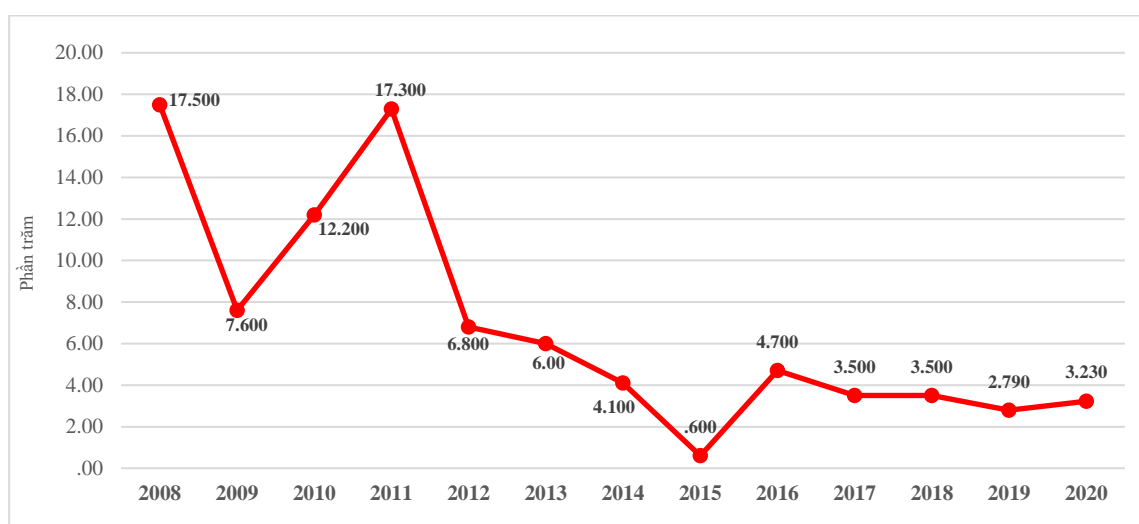
Các giao dịch trên thị trường ngoại hối còn có nhiều vấn đề như kém tính thanh khoản, có hiện tượng đầu cơ, dẫn ra tình trạng không bán ngoại tệ cho các ngân hàng thương mại có nguồn thu ngoại tệ; ở các DN và dân cư có nhu cầu mua ngoại tệ chính đáng chưa được đáp ứng kịp thời. Theo nhận định của các chuyên gia kinh tế thì hầu như trên 50% các loại nguyên vật liệu dùng cho sản xuất trong nước đều phải nhập từ nước ngoài. Chính vì vậy mà tỷ giá hối đoái thay đổi và biến động khó lường qua đó gây ra rủi ro cho các DNNVV. Ngoài gặp phải rủi ro tỷ giá từ các giao dịch thương mại, khoản vay bằng ngoại tệ mà còn ảnh hưởng đến giá trị tài sản SMEs theo chiều hướng bất lợi gây ra những thiệt hại về vốn; gia tăng nguy cơ RRTC. Chẳng hạn với các nước áp dụng chính sách tỷ giá cố định thì rủi ro thường thấp so với tỷ giá thả nổi thì nguy cơ rủi ro cao hơn và việc nhận diện, đánh giá diễn biến bất thường của tỷ giá trong tài chính mà nhiều công ty đã áp dụng các biện pháp phòng ngừa là sử dụng công cụ tài chính phái sinh: hợp đồng kỳ hạn, tương lai, quyền chọn. Việc nâng cao hiểu biết các loại hợp đồng này là điểm đáng lưu ý trong việc thực hiện quản trị rủi ro tài chính.

#### 4.2.6. Rủi ro biến động giá cả hàng hóa

Khi giá biến động sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời từ đó dẫn đến rủi ro tài chính cho các doanh nghiệp. Về lý thuyết, biến động giá có thể tác động đến doanh nghiệp từ nhiều nguồn như các giao dịch thương mại, chi nhánh tại nước ngoài, chiến lược kinh doanh. Thông thường các công ty có nhiều khả năng tiếp cận với các nguồn vốn bằng các loại ngoại tệ khác với đồng nội tệ của nước mình với các mức lãi suất rất cạnh tranh. Sở dĩ như vậy là do ngày càng có nhiều những quảng cáo cho vay cạnh tranh hơn bằng các đồng tiền khác, hay đơn giản bởi vì các mức

lãi suất danh nghĩa của các đồng tiền khác là thấp hơn. Các khoản vay như vậy đã dẫn đến công ty có nguy cơ rủi ro tài chính do biến động tỷ giá khi phải thanh toán lãi vay, nhưng quan trọng hơn là khi hoàn trả khoản vốn vay cuối cùng. Nhiều doanh nghiệp đã đổi mặt với RRTC khi chi phí cho việc dùng đồng nội tệ để hoàn trả các khoản vay mà họ đã vay bằng đồng USD đến ngày trả nợ lại tăng lên đáng kể. Đặc biệt, doanh nghiệp tham gia hoạt động xuất nhập khẩu. DNNVV hầu như ít tham gia hoạt động xuất nhập khẩu nên chịu ảnh hưởng ít nhất. Năm 2008 đến năm 2020, giá cả các loại hàng hóa thay đổi mạnh chỉ trong một thời gian ngắn.

**Hình 4.8. Chỉ số tăng trưởng CPI Việt Nam 2008-2020**

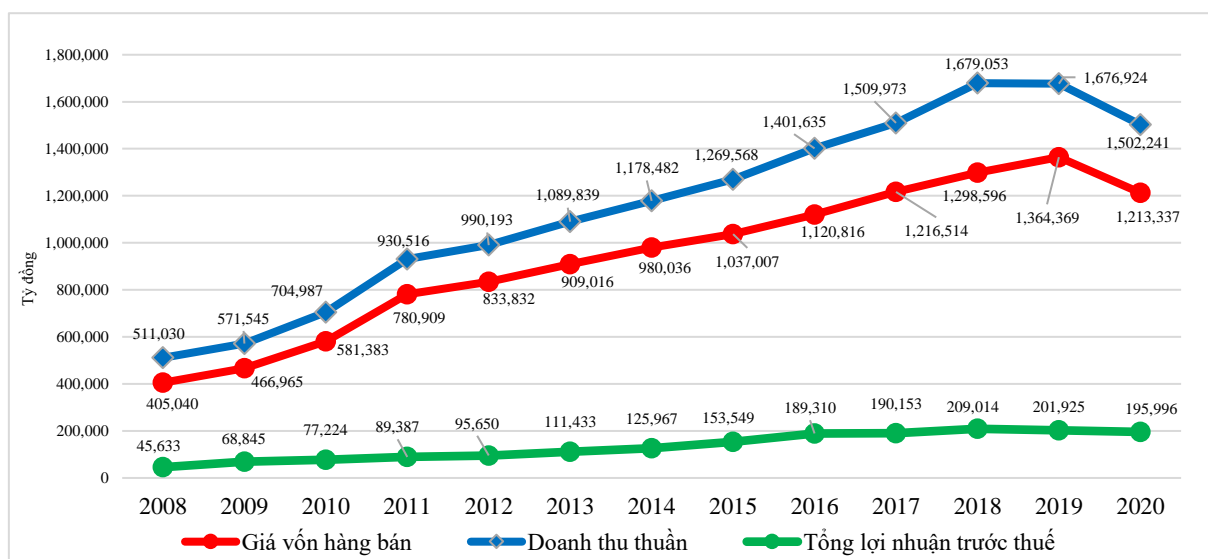


(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Năm 2008 đến năm 2011, Việt Nam trải qua nhiều giai đoạn lạm phát cao và nghiêm trọng, giá cả các loại hàng hóa thay đổi mạnh chỉ trong một thời gian ngắn, lạm phát cao tác động làm giảm sức mua của người dân gây ra khó khăn cho doanh nghiệp, trong đó có doanh nghiệp nhỏ và vừa. Một bên, chi phí đầu vào của nguyên nhiên vật liệu tăng lên làm chi phí sản xuất của doanh nghiệp cũng tăng lên. Mặt khác, sức mua của người dân giảm xuống làm đầu ra cho sản phẩm của các doanh nghiệp cũng gặp nhiều khó khăn. Có thể nhận định một cách ngắn gọn tình trạng lạm phát cao đã gây ra khó khăn cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam trong những thời kỳ biến động lớn như khủng hoảng tài chính, suy thoái kinh tế toàn cầu từ năm 2008, Nhà nước luôn tập trung chỉ đạo thực hiện những giải pháp mạnh, đồng bộ, hiệu quả để kiểm soát lạm phát, ổn định vĩ mô. Từ năm 2012 đến nay, có thể nói nền kinh tế nước ta đã bước vào

giai đoạn ổn định, phục hồi và phát triển. Chỉ số giá tiêu dùng đã giảm từ 17,3%, năm 2011 xuống còn 6,8% năm 2012 và đến năm 2020 là 3,2%.

**Hình 4.9. Doanh thu thuần-Giá vốn hàng bán-Lợi nhuận trước thuế 2008-2020**



(Nguồn: Tổng Cục Thống kê)

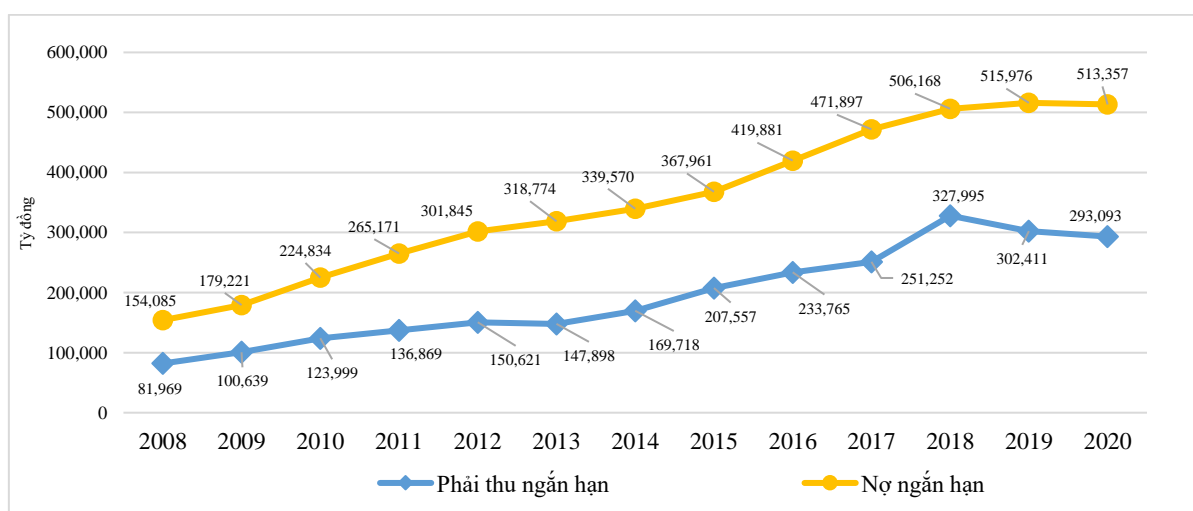
Doanh thu thuần luôn có tốc độ tăng trưởng cao giai đoạn 2008 – 2020, tuy nhiên mức tăng trưởng có xu hướng giảm qua từng năm và chậm lại vào năm 2020 do ảnh hưởng của dịch Covid-19. Doanh thu thuần doanh nghiệp tạo ra trong năm 2020 đạt 1,502,241 tỷ đồng giảm 1,12 lần so năm 2019, chiếm 34% so với năm 2008. Hơn nữa, các doanh nghiệp nhỏ và vừa có tỷ lệ giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần đạt mức bình quân là 0,81. Chỉ tiêu này cho thấy trong tổng số doanh thu thuần thu được, và giá vốn hàng bán chiếm bao nhiêu phần trăm. Cụ thể chỉ tiêu này càng nhỏ cho thấy, việc quản lý các khoản chi phí trong giá vốn hàng bán càng hiệu quả cho doanh nghiệp và ngược lại. Điều này tương đương với việc cứ 100 đồng DN thu đầu tư vào bán hàng hóa và dịch vụ, doanh nghiệp đã bỏ ra trên 81 đồng. tỷ lệ giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần đã nhảy vọt lên 0.82 - 0.84 từ năm 2008 đến năm 2012. Hệ số rủi ro giá cả hàng hóa này nói lên hệ thống quản trị chi phí đầu vào yếu kém làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của các doanh nghiệp. Lợi nhuận tạo ra bởi doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng chưa đồng đều giữa các năm cũng như tốc độ tăng lợi nhuận hàng năm của các doanh nghiệp có biến động. Năm 2020 tổng lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp đạt 195,996 tỷ đồng, giảm 1,03 lần so với năm 2019. Lợi nhuận trước thuế năm 2020 giảm chủ yếu là do giá vốn hàng bán, chi phí tài chính cao và khoản lợi nhuận khác giảm. Lợi nhuận từ

201,925 tỷ đồng năm 2019 giảm xuống còn 195,996 tỷ đồng vào năm 2020 chiếm 97% so năm 2019 do tác động của Covid-19 ảnh hưởng nên có sự giảm sút lợi nhuận.

#### 4.2.7. Rủi ro tín dụng

Đây là một trong những rủi ro mà các doanh nghiệp gánh chịu vì giá trị các khoản phải thu của các doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam rất lớn. Các khoản phải thu ngắn hạn từ 81,969 tỷ đồng năm 2008 đã tăng lên 293,093 tỷ đồng năm 2020 tăng 3,57 lần so với năm 2008. Giá trị khoản phải thu khá lớn, trong khi khả năng thanh toán của nhiều doanh nghiệp hiện nay rất thấp do khó khăn tài chính, hoạt động kinh doanh làm cho rủi ro tín dụng mà các doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam phải đối mặt là khá cao.

**Hình 4.10. Nợ ngắn hạn - Khoản phải thu DNNVV Việt Nam 2008-2020**



(Nguồn: Tổng Cục Thống kê)

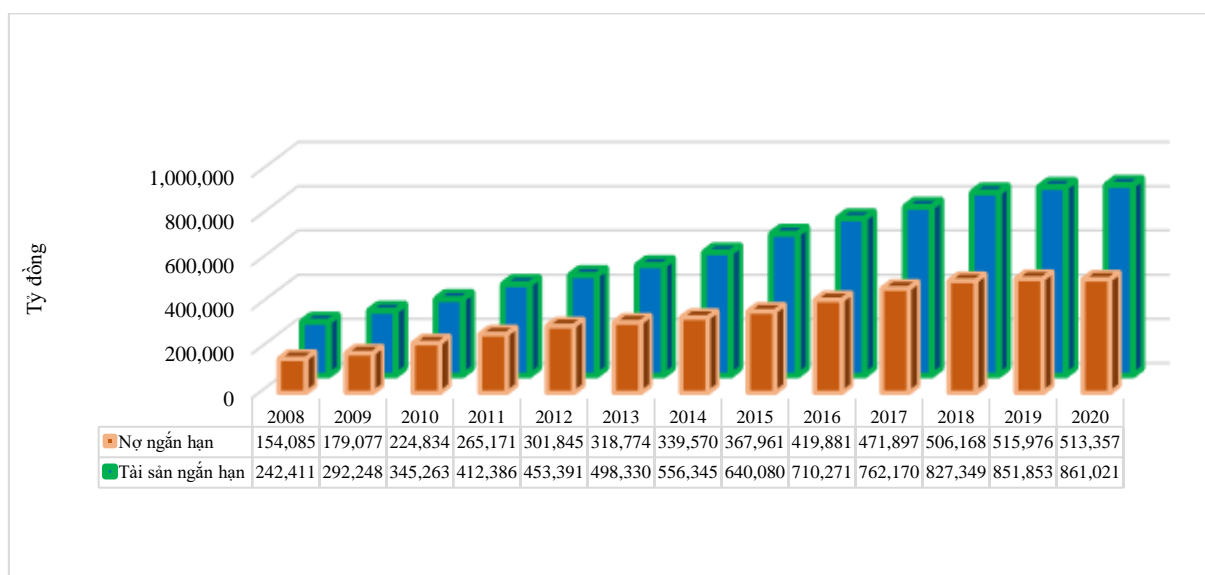
Giai đoạn 2008 - 2020 doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam có tỷ lệ khoản phải thu ngắn hạn trên nợ ngắn hạn bình quân là 55,20%. Năm 2020 khoản phải thu ngắn hạn trên nợ ngắn hạn doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam chiếm tỷ lệ là 57,09%, đây là vấn đề đáng lo ngại. Điều này chứng tỏ doanh nghiệp nhỏ và vừa không thu hồi được từ các khoản phải thu ngắn hạn, nên thường phải tìm kiếm nguồn vốn hỗ trợ từ bên ngoài và phải chịu áp lực từ lãi vay. Nguồn vốn do ứng trước từ phía ngân hàng cũng đã gây áp lực tài chính cho doanh nghiệp nhỏ và vừa mà có chịu thêm các áp lực lãi vay khác điều này sẽ dẫn đến phá sản cao. Rủi ro tín dụng thường được phát sinh từ các khoản phải thu khó đòi của các đối tác cụ thể để khách hàng chiếm dụng vốn quá nhiều và đây là vấn đề mấu chốt của mọi vấn đề mà doanh nghiệp gặp phải, hơn nữa rủi ro tín dụng sẽ ảnh hưởng đến rủi ro dây chuyền khi các doanh nghiệp nhỏ và vừa có mua bán hàng hóa

và có các khoản phải thu và phải trả liên quan với nhau. Nếu doanh nghiệp bị phá sản sẽ có thể kéo theo nhiều doanh nghiệp khác rơi vào khó khăn.

#### 4.2.8. Rủi ro thanh khoản

Doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam đang có rủi ro thanh khoản vì tỷ số thanh khoản của các doanh nghiệp nhỏ và vừa cũng đang có xu hướng giảm: Mặc dù tỷ số thanh khoản doanh nghiệp nhỏ và vừa vẫn cho thấy mức độ an toàn nhất định.

**Hình 4.11. Tài sản ngắn hạn-Nợ ngắn hạn DNNVV 2008-2020**



(Nguồn: Tổng Cục Thống kê)

Hình 4.11, cho thấy tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nợ dao động 66,22% - 68,06% và chiếm tỷ lệ bình quân trên tổng tài sản là 34,20%. Hơn nữa, tài sản ngắn hạn cũng dao động từ 52,42% - 54,32% và chiếm tỷ lệ bình quân trên tổng tài sản là 56,67%. Đây là vấn đề cần phải quan tâm kỹ hơn vì lượng nợ của doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam đang tăng làm cho tổng số tiền lãi – chi phí sử dụng vốn vay mà các DNNVV phải gánh chịu 57,704 tỷ đồng năm 2020, điều này ảnh hưởng đến doanh nghiệp trong năm 2020 và các năm tiếp theo.

### 4.3. Thực trạng quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam

#### 4.3.1. Khảo sát thực trạng quản trị rủi ro tài chính

Để tăng thêm tính thực tiễn, kết quả khảo sát thống kê và thu thập câu trả lời về thực trạng rủi ro tài chính, quản trị rủi ro tài chính.

**Bảng 4.1. Kết quả điều tra các loại rủi ro**

Chỉ tiêu	Số lượng	Tỷ lệ (%)
Rủi ro lãi suất	304	76,0
Rủi ro tỷ giá	2	0.5
Rủi ro về giá cả hàng hóa	15	3.8
Rủi ro tín dụng	33	8.3
Rủi ro thanh khoản	46	11.5
Tổng cộng	400	100,0

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ khảo sát)

Kết quả khảo sát rủi ro tín dụng có 33 DNNVV chiếm tỷ trọng 8.3% là loại rủi ro mà doanh nghiệp bị áp lực bởi hàng tồn kho, các khoản phải thu tạo ra gây cho doanh nghiệp sự tổn thất về vốn. Rủi ro tín dụng là một trong những chính sách quan trọng nhất nhằm để điều tiết hoạt động sản xuất và kinh doanh của doanh nghiệp, là một trong những rủi ro mà doanh nghiệp gánh chịu vì giá trị các khoản phải thu của các doanh nghiệp, doanh nghiệp mắc nợ không trả được nợ, đồng vốn bị chiếm dụng, có nguy cơ khó đòi hoặc mất khả năng thanh toán từ phía doanh nghiệp mắc nợ, khách hàng hoặc doanh nghiệp đối tác mắc nợ không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán trong hợp đồng dẫn đến các tổn thất tài chính cho doanh nghiệp.

Rủi ro thanh khoản chiếm tỷ trọng 11,5% cho thấy DNNVV chưa đủ năng lực quản lý dòng tiền nên xảy ra thiếu hụt tiền mặt để thanh toán nợ đến hạn hoặc tài trợ cho các hoạt động quan trọng và khẩn cấp hay nói cách khác lượng tiền mặt doanh nghiệp bị ảnh hưởng ở một công đoạn nào đó trong hoạt động kinh doanh dẫn đến không có khả năng thanh toán nợ ngắn hạn, hoặc các đơn hàng sau đó bị hủy bởi khách hàng nợ khiến cho một lượng tiền mặt bị kẹt dưới dạng hàng tồn kho chưa bán được và phần lớn phát sinh từ sự thiếu nằm bắt thị trường hoặc những biến động có tính đứt gãy trên thị trường.

Rủi ro lãi suất chiếm tỷ trọng 76% điều này cho thấy DNNVV Việt Nam đã sử dụng nợ vay. Rủi ro lãi suất đã trở thành bộ phận cấu thành quan trọng trong chi phí hoạt động sản xuất kinh doanh và đầu tư của doanh nghiệp. Khi lập kế hoạch kinh doanh trong hoạt động sản xuất, lãi suất tiền vay đã được dự tính. Song, có rất nhiều nhân tố nằm ngoài tầm kiểm soát của doanh nghiệp, đầu tư bị đảo lộn hay khó khăn từ biến động kinh tế thế giới thì doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam không còn năng lực tài chính để chống đỡ, rủi ro lãi suất là một chính sách mang tính tự do cao trong số các chính sách tiền tệ của Việt Nam. Đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa hiện nay đa số

là không có tài sản thế chấp nên đây là nguyên nhân chính khiến cho các doanh nghiệp không vay được hoặc chỉ vay được ít vốn tín dụng từ các ngân hàng thương mại, nhiều trường hợp phải huy động từ thị trường tín dụng phi chính thức với lãi suất cao. Điều đó có nghĩa là đối với một loại rủi ro như rủi ro lãi suất, doanh nghiệp hiện nay vẫn đang tỏ ra rất lúng túng và rất khó khăn trong việc kiểm soát những ảnh hưởng tiêu cực do biến động lãi suất mang lại và có thể dẫn đến tình trạng phá sản. Xếp cuối cùng là rủi ro thay đổi tỷ giá có 2 DN chiếm tỷ lệ 0,5%. Tuy tỷ lệ thấp nhưng lại rất quan ngại trong hoạt động sản xuất vì tỷ giá hối đoái biến động sẽ tác động mạnh đến giá chi phí nguyên vật liệu đầu vào, chi phí nhập khẩu do đó ảnh hưởng đến giá cả thành phẩm.

**Bảng 4.2. Kết quả điều tra khảo sát thông tư 210/2009/TT-BTC**

	Số lượng	Tỷ lệ (%)
Chưa biết đến thông tư và quy định này	135	33.8
Đã biết nhưng chưa thực hiện	45	11.3
Đã biết nhưng chưa thực hiện, dự kiến thực hiện trong tương lai gần	18	4.5
Chỉ thực hiện khi bắt buộc	202	50.5
Tổng cộng	400	100,0

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ khảo sát)

Thông tư 210/2009/BTC giúp xây dựng một hệ thống kế toán, kiểm toán vững chắc, thông qua việc tạo lập và nâng cao nhận thức về tầm quan trọng của việc tồn tại một hệ thống báo cáo tài chính doanh nghiệp. Mục đích là để các doanh nghiệp phải nhận diện các rủi ro thị trường (rủi ro lãi suất, rủi ro tỷ giá, rủi ro biến động giá), rủi ro tín dụng và rủi ro thanh khoản với yêu cầu mô tả bản chất rủi ro phát sinh và biện pháp phòng ngừa. Kết quả khảo sát điều tra đã có 45 phiếu trả lời đã biết nhưng chưa thực hiện chiếm tỷ lệ 11,3%. Tiếp đến đã có một bộ phận DN chỉ thực hiện khi bắt buộc chiếm tỷ lệ 50,5%, điều này cho thấy Thông tư 210/2009/BTC chỉ mang tính chất hình thức đối phó; vẫn nặng về thủ tục hành chính và dựa trên lý thuyết chứ chưa xuất phát từ tình hình thực tế của doanh nghiệp. Khảo sát đã có 135 DN trả lời chưa biết đến thông tư và quy định này chiếm tỷ lệ 33,8%. Vì vậy, nhiệm vụ quan trọng của cơ quan quản lý nhà nước trong thời gian tới cụ thể là cơ quan thuế cần phải tuyên truyền, tập huấn, vận động doanh nghiệp công khai và minh bạch một hệ thống BCTC; xem đây là tiêu chí hàng đầu trong chuẩn mực kế toán. Doanh nghiệp thực hiện Thông tư 210/ BTC-2009 là để các nhà đầu tư trong và ngoài nước tìm hiểu và tham gia đầu tư. Hiện nay



Việt Nam đã hội nhập và toàn diện mà tính minh bạch hệ thống kế toán chuẩn mực càng cao thì cơ hội đầu tư vào các doanh nghiệp càng lớn.

**Bảng 4.3. Kỹ năng thực hiện quy trình QTRRTC của các bộ phận**

Kỹ năng thực hiện quy trình QTRRTC	Số lượng	Tỷ lệ (%)
Có	12	3
Không	388	97
Tổng cộng	400	100

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ khảo sát)

Trong thời kỳ kinh tế bất ổn như hiện nay, các hoạt động lớn nhỏ của doanh nghiệp đều bị ảnh hưởng nặng nề. Nếu như trước đây, các doanh nghiệp có thể hoạt động thuận lợi nhờ vào các dự đoán kinh tế, thì hiện tại, các dự đoán về vấn đề kinh doanh đều gặp khó khăn. Quy trình quản trị rủi ro được hiểu là quá trình nhận diện, đo lường và kiểm soát rủi ro trên cơ sở đó lựa chọn triển khai. Việc thực hiện quản trị rủi ro sẽ giúp doanh nghiệp đưa ra các quyết định một cách tự tin hơn. Kiến thức chuyên môn về quản trị rủi ro sẽ giúp cho các nhà quản lý doanh nghiệp có các sáng kiến để đối phó với các vấn đề tiềm ẩn một cách tốt nhất. Năng lực QTRR không còn mang tính thời vụ, quản trị rủi ro trở thành chiến lược để bảo vệ doanh nghiệp, bảo vệ doanh nghiệp trong các giai đoạn khó khăn từ hoạt động kinh doanh và khó lường của thị trường. Quy trình QTRR tốt trở thành công cụ tạo lợi thế cạnh tranh chiến lược trong môi trường kinh doanh đầy rủi ro và thách thức thành cơ hội. Đối với câu hỏi có bộ phận thực hiện QTRRTC hay đội ngũ nhân viên có kỹ năng thực hiện quy trình QTRRTC? Kết quả khảo sát đã có 388 DNNVV trả lời không có bộ phận thực hiện quản trị rủi ro tài chính chiếm tỷ lệ 97% điều này cho thấy hầu hết các DN không quan tâm đến công tác thực hiện quy trình hay đội ngũ nhân viên có kỹ năng quản trị rủi ro tài chính. Tuy nhiên, cũng từ kết quả điều tra có 12 DN trả lời có bộ phận thực hiện chiếm 3% đây là tỷ lệ thấp nhưng đáng mừng và khích lệ điều này cho thấy DNNVV đã có sự chuyển biến và có niềm tin nhất định đối với việc có bộ phận thực hiện QTRR hay đội ngũ nhân viên có kỹ năng thực hiện quy trình QTRR doanh nghiệp. Bởi vì vai trò quan trọng của quy trình quản trị rủi ro là nhận diện các rủi ro, đề xuất các chiến lược phù hợp để phòng các rủi ro, thực hiện các chiến lược này và khuyến khích tất cả các nhân viên cùng hợp tác.

**Bảng 4.4. Kết quả thực hiện quy trình và chịu trách nhiệm QTRRTC**

<b>Phòng ban</b>	<b>Số lượng</b>	<b>Tỷ lệ (%)</b>
Ban giám đốc	385	96.3
Phòng kế toán tài chính	15	3.8
Tổng cộng	400	100

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ khảo sát)

Kinh tế vĩ mô toàn cầu đã biến đổi phức tạp khó lường, kéo theo sự thay đổi của nền kinh tế trong nước. Hiện nay, Việt Nam ngày càng hội nhập sâu vào nền kinh tế giới, điều này đồng nghĩa với môi trường kinh doanh của các DNNVV Việt Nam ngày càng đa dạng, có nhiều biến động, thách thức. Với sự biến động của môi trường kinh doanh và những mâu thuẫn tất yếu được nảy sinh trong quá trình tăng trưởng doanh thu, đòi hỏi DNNVV Việt Nam phải có bộ phận thực hiện và chịu trách nhiệm QTRRTC có thể không quá khó đối với DNNVV, nhưng để thực hiện QTRRTC một cách có hiệu quả tốt nhất đối với bộ phận thực hiện và chịu trách nhiệm quy trình quản trị rủi ro tài chính tại các DNNVV Việt Nam để từ đó đưa ra các quyết định thực hiện quy trình quản trị rủi ro tài chính thì không hề dễ dàng. Rủi ro luôn đi kèm với lợi nhuận cho nên thực hiện quy trình quản trị rủi ro không đồng nghĩa với triệt tiêu rủi ro mà kiểm soát rủi ro ở mức độ mong muốn. DNNVV có quan điểm khi thực hiện và chịu trách nhiệm quy trình quản trị rủi ro tài chính tất cả các khả năng xảy ra đều là dự đoán. Khi dự đoán của doanh nghiệp lại trái ngược hoàn toàn với qui luật thực tế đang xảy ra, thậm chí dự đoán đúng nhưng biện pháp thực hiện quy trình QTRRTC chưa phù hợp cũng khiến DNNVV dẫn đến thua lỗ. Kết quả khảo sát đã có 385 DN trả lời là ban giám đốc chiếm tỷ lệ 96,3% đây là một tỷ rất cao. Điều này cho thấy ban giám đốc DN vẫn chưa hoàn toàn hiểu hết được tầm quan trọng cũng như lợi ích của việc thực hiện quy trình quản trị rủi ro. Hơn nữa, chỉ có 15 DN trả lời thực hiện quy trình và chịu trách nhiệm QTRRTC là trưởng phòng kế toán tài chính doanh nghiệp chiếm tỷ lệ 3,8% cho thấy đã có sự chuyển biến tích cực cũng như niềm tin nhất định đối với việc thực hiện và chịu trách nhiệm quy trình QTRRTC. Tuy nhiên, DNNVV nhận định có bộ phận thực hiện và chịu trách nhiệm quy trình đa phần phụ thuộc nhiều vào bản năng độ nhạy bén từ ban giám đốc cũng như nhờ vào đặc điểm linh hoạt, có thể chuyển đổi, điều chỉnh hoạt động kinh doanh một cách nhanh chóng, ra quyết định kịp thời; rất nhiều DNNVV vẫn vượt qua rủi ro tài chính, thậm chí còn tìm ra cơ hội tốt để thành công trong thời kỳ khó khăn. Đây là một thực tiễn trong hoạt động kinh doanh của DNNVV Việt Nam, do đó có nhiều ý kiến cho rằng đối với doanh nghiệp, thành công hay thất bại phụ thuộc hoàn toàn vào

ban giám đốc. Hầu hết DNNVV Việt Nam hiện nay lại có bộ máy tổ chức quản lý rất đơn giản, phương thức quản trị của họ chủ yếu theo nguyên tắc thuận tiện điều này tạo ra nhiều nguy cơ rủi ro. Các quyết định của họ thường mang tính chủ quan, chủ yếu dựa vào ý chí, kinh nghiệm của cá nhân, rất dễ mắc sai lầm; các hoạt động phân tích, đánh giá, kiểm tra, giám sát ít được quan tâm và chú ý, nên không phát hiện kịp thời các sai lầm, do vậy hậu quả từ những quyết định sai thường rất nặng nề và khó sửa sai được. Đây là một trong những nguyên nhân làm cho nhiều DNNVV Việt Nam chưa thật sự quan tâm đến có bộ phận thực hiện và chịu trách nhiệm quy trình quản trị rủi ro tài chính.

#### 4.3.1.1. Nhận diện rủi ro tài chính

Nhận diện rủi ro tài chính không đơn giản chỉ là nêu tên loại rủi ro, mà cần phải am hiểu đầy đủ những rủi ro tài chính mà doanh nghiệp đang gặp phải. Việc mô tả và lượng hóa được rủi ro tài chính có thể xảy ra đối với doanh nghiệp. Khi triển khai kế hoạch, doanh nghiệp phải đối diện với những loại rủi ro nào, do yếu tố nào tác động. Việc nhận diện rủi ro được thực hiện tốt sẽ tạo điều kiện cho doanh nghiệp đưa ra quyết định đúng đắn nhằm giảm thiểu những ảnh hưởng bất lợi đến kế hoạch kinh doanh, đồng thời tận dụng những yếu tố thuận lợi để đạt được thành công lớn hơn.

**Bảng 4.5. Kết quả thống kê các rủi ro tài chính**

Rủi ro xảy ra	Số lượng	Tỷ lệ (%)
Không bao giờ	172	43.0
Hiếm khi	144	36.0
Thỉnh thoảng	69	17.3
Thường xuyên	15	3.8
Tổng cộng	400	100

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ khảo sát)

Khảo sát thống kê các rủi ro tài chính của các doanh nghiệp cho thấy đối với câu hỏi doanh nghiệp có thường xuyên thống kê các rủi ro tài chính? Kết quả khảo sát chỉ có rất ít câu trả lời là trả lời thường xuyên thống kê các rủi ro tài chính chiếm 3,8% đây là tỷ lệ khá khiêm tốn điều này thể hiện doanh nghiệp hiện nay vẫn chưa chú tâm đến công việc thống kê các loại rủi ro tài chính. Tiếp đến kết quả khảo sát đã có 69 DN trả lời thỉnh thoảng thống kê các rủi ro tài chính chiếm 17,3%. Với tỷ lệ 17,3% tuy chưa cao nhưng đã thể hiện sự chuyển biến về nhận thức của doanh nghiệp cũng như họ có những động thái từng bước xem thống kê các rủi ro tài chính là công việc cấp thiết và

không thể thiếu trong hoạt động sản xuất kinh doanh trong tương lai. Tuy nhiên, mức độ quan tâm và nhận thức của doanh nghiệp là chưa đạt đối với sự thay đổi của nền kinh tế trong nước và xu thế toàn cầu hoá hiện nay. Tiếp đến khảo sát có 172 DN lại trả lời không bao giờ thống kê các rủi ro tài chính chiếm 43% đây là tỷ lệ khá cao. Doanh nghiệp lại nhận định về cơ bản các rủi ro từ những biến động trên thị trường quốc tế tác động đến nền kinh tế nước ta còn khá nhỏ, cạnh tranh của các doanh nghiệp đa quốc gia tác động đến các doanh nghiệp trong nước cũng chưa nhiều. Do vậy, điều đầu tiên họ cần là đảm bảo nguồn tài chính là cần thiết đặc biệt cơ quan quản lý nhà nước cần hỗ trợ, tuyên truyền vận động đến doanh nghiệp.

**Bảng 4.6. Kết quả sử dụng thông tin về các chỉ tiêu phân tích tài chính**

Sử dụng thông tin phân tích tài chính	Số lượng	Tỷ lệ (%)
Không bao giờ	175	43.8
Hiếm khi	114	28.5
Thỉnh thoảng	98	24.5
Thường xuyên	13	3.3
Tổng cộng	400	100

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ khảo sát)

Trong phiếu khảo sát do tác giả thực hiện, đối với câu hỏi công tác nhận diện rủi ro tài chính doanh nghiệp có sử dụng thông tin về các chỉ tiêu phân tích căn bản tình hình tài chính. Khảo sát đã có 98 DN có câu trả lời thỉnh thoảng chiếm 24,5% với tỷ lệ này cho thấy DNNVV đã có sự thay đổi và có những động thái từng bước sử dụng thông tin về các chỉ tiêu phân tích tình hình tài chính doanh nghiệp. Tuy có chuyển biến và thay đổi nhưng mức độ quan tâm như kết quả khảo sát trên là chưa đạt đối với nhu cầu của nền kinh tế toàn cầu đặc biệt sự hội nhập sâu rộng của Việt Nam hiện nay. Kết quả khảo sát điều tra có 175 DN có câu trả lời không bao giờ biết sử dụng thông tin về các chỉ tiêu phân tích tình hình tài chính với tỷ lệ 43,8% điều này cho thấy công tác phân tích rủi ro của doanh nghiệp vẫn còn lúng túng và chưa thật sự áp dụng cũng như dựa trên nền tảng khoa học và thực tế hiện nay. Mà các doanh nghiệp đang đặt trọng tâm vào việc giải quyết hay xử lý rủi ro khi nó đã thật sự xảy ra chứ không quan tâm đến nhận diện trước khi rủi ro xảy ra. Vì vậy, để doanh nghiệp thay đổi cũng như có cách tiếp cận và nhận thức công tác nhận diện rủi ro tài chính doanh nghiệp các nhà quản lý nhà nước cụ thể là cơ quan Thuế cần phải tuyên truyền vận động đến doanh nghiệp để DNNVV nhận thấy công tác nhận diện rủi ro tài chính doanh nghiệp có sử dụng thông

tin về các chỉ tiêu phân tích căn bản tình hình tài chính là hữu ích thì cơ hội đầu tư từ các nhà đầu tư vào các doanh nghiệp càng lớn. Điều đáng mừng kết quả khảo sát chỉ có 13 DN trả lời thường xuyên đã thực hiện nhận diện rủi ro tài chính bằng việc sử dụng thông tin về các chỉ tiêu phân tích tình hình tài chính chiếm tỷ lệ là 3,3% đây là tỷ lệ tuy thấp nhưng đáng khích lệ đối với doanh nghiệp hiện nay bởi vì cho thấy họ đã bắt đầu làm quen với việc công khai và minh bạch từ các chỉ tiêu phân tích căn bản tài chính.

**Bảng 4.7. Kết quả báo cáo tài chính có hữu ích truyền đạt thông tin về RRTC**

	Số lượng	Tỷ lệ (%)
Không bao giờ	179	44.8
Hiếm khi	110	27.5
Thỉnh thoảng	97	24.3
Thường xuyên	14	3.5
Tổng cộng	400	100

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Báo cáo tài chính là tiêu chí nhìn nhận, đánh giá được các hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Do đó, mọi sự thay đổi trong tài sản, nguồn vốn, doanh thu, lợi nhuận đều là kết quả hoạt động kinh doanh sản xuất của doanh nghiệp hay các chỉ tiêu tỷ lệ chi phí trên doanh thu đều là kết quả từ báo cáo tài chính của doanh nghiệp. Đối với câu hỏi báo cáo tài chính hiện nay có hữu ích trong việc truyền đạt thông tin về rủi ro tài chính kịp thời? Kết quả khảo sát về công tác truyền thông rủi ro cũng cho thấy chỉ có 14 DN chiếm tỷ lệ 3,5% doanh nghiệp phản hồi cho rằng thông tin về rủi ro trong tổ chức của họ được báo cáo và truyền thông rộng khắp các bộ phận chức năng là khá thấp. Kết quả khảo sát cho thấy, có 179 DN trả lời họ không bao giờ xem BCTC có hữu ích trong việc truyền đạt thông tin về rủi ro tài chính chiếm 44,8% đây là tỷ lệ khá cao do doanh nghiệp chưa nhận định được báo cáo tài chính là có hữu ích giúp họ đánh giá kịp thời về rủi ro tài chính xảy ra điều này cho thấy công tác BCTC hiện nay của DNNVV hầu như chưa được quan tâm đúng mức mà hầu hết công tác BCTC các doanh nghiệp đều đối phó với cơ quan thuế. Mặt khác, sự cạnh tranh không lành mạnh cũng khiến các chủ doanh nghiệp phải dè chừng đối thủ, quyết không để lộ thông tin nội bộ cho nhà đầu tư, nhằm tránh bất lợi về thông tin.

**Bảng 4.8. Kết quả sử dụng dịch vụ tư vấn để nhận diện rủi ro tài chính**

	Số lượng	Tỷ lệ (%)
Không bao giờ	205	51.2
Hiếm khi	105	26.3

Thỉnh thoảng	77	19.3
Thường xuyên	13	3.3
Tổng cộng	400	100

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Đối với câu hỏi sử dụng dịch vụ tư vấn để nhận diện rủi ro tài chính? Kết quả khảo sát đã có đến 205 DN trả lời họ không bao giờ sử dụng dịch vụ tư vấn để nhận diện rủi ro tài chính chiếm tỷ lệ 51,2% điều này cho thấy việc sử dụng dịch vụ tư vấn để nhận diện rủi ro tài chính lại không được DNNVV quan tâm. Bởi vì, không phải DNNVV nào cũng có khả năng tài chính để thuê dịch vụ tư vấn. Thuê dịch vụ tư vấn doanh nghiệp phải bỏ ra một phần chi phí tài chính là rất khó. Trong điều kiện hiện nay đa số doanh nghiệp vẫn tự chính họ thực hiện nhận diện rủi ro tài chính, theo tâm lý chung từ các DN nhận định những người làm tư vấn chỉ có lý thuyết nhưng không thể có kinh nghiệm bằng chính họ. DNNVV cũng thường nhận định rằng rủi ro đó vừa xảy ra, chắc còn lâu mới xảy ra nữa. Tiếp đến có 13 DN trả lời họ thường xuyên sử dụng dịch vụ tư vấn để nhận diện rủi ro tài chính đã chiếm tỷ lệ 3,3%. Họ cho rằng các doanh nghiệp tư vấn với kinh nghiệm và có đội ngũ chuyên nghiệp sẽ nhận diện, phân tích kỹ lưỡng với từng thương vụ cho đến toàn bộ hoạt động kinh doanh để có thể phát hiện sớm các rủi ro.

**Bảng 4.9. Kết quả nhận diện rủi ro tài chính có phát hiện sớm RRTC**

	Số lượng	Tỷ lệ (%)
Không bao giờ	169	42.3
Hiếm khi	131	32.8
Thỉnh thoảng	91	22.8
Thường xuyên	9	2.3
Tổng cộng	400	100

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Đối với câu hỏi doanh nghiệp có phát hiện sớm được rủi ro tài chính tiềm năng: Kết quả khảo sát điều tra đã có 169 DN trả lời không bao giờ biết phát hiện sớm được rủi ro tài chính tiềm năng chiếm 42,3% là tỷ lệ khá cao cho thấy DNNVV hiện nay vẫn chưa quan tâm đến công tác nhận diện rủi ro tài chính phát hiện sớm điều này sẽ tác động tiêu cực đến hoạt động sản xuất kinh doanh nhất là trong tình hình hiện nay và thời gian đại dịch COVID -19 đang tác động tiêu cực đến hoạt động sản xuất kinh doanh DNNVV Việt Nam. Khảo sát đã có 9 DN trả lời thường xuyên phát hiện sớm được rủi ro tài chính tiềm năng chiếm 2,3% với tỷ lệ tuy còn khiêm tốn và khá thấp nhưng rất phấn khởi do DNNVV đã bắt đầu làm quen và có dấu hiệu chuyển biến tích cực. Khi

phát hiện sớm được rủi ro tài chính tiềm năng DNNVV có thể chủ động chuẩn bị ứng phó với rủi ro; cũng như biết được xác suất xảy ra rủi ro, mức độ tổn thất khi rủi ro xảy ra nhằm xem xét khả năng chấp nhận rủi ro. Vì vậy, các DNNVV phát hiện sớm được rủi ro tài chính là yếu tố quan trọng để doanh nghiệp hoạt động hiệu quả.

#### 4.3.1.2. Đo lường rủi ro tài chính

**Bảng 4.10. Công nghệ kỹ thuật đo lường rủi ro có đảm bảo đo lường tổn thất RRTC**

	Số lượng	Tỷ lệ (%)
Không bao giờ	185	46.3
Hiếm khi	124	31.0
Thỉnh thoảng	81	20.3
Thường xuyên	10	2.5
Tổng cộng	400	100

(Nguồn: Tác giả tổng hợp khảo sát)

Với câu hỏi công nghệ, kỹ thuật đo lường rủi ro đang áp dụng tại doanh nghiệp có đảm bảo đo lường được tổn thất rủi ro tài chính? Kết quả khảo sát đã có 185 DN trả lời không bao giờ áp dụng kỹ thuật đo lường rủi ro chiếm 46,3% , với tỷ lệ này là khá cao, vì doanh nghiệp lo tiêu thụ những hàng tồn kho, giảm tuyển dụng nhân sự, đầu tư công nghệ, nên việc áp dụng kỹ thuật đo lường rủi ro rất khó triển khai thực hiện là phù hợp. Tiếp đến kết quả điều tra đã có 10 DN trả lời thường xuyên áp dụng công nghệ, kỹ thuật đo lường RRTC với tỷ lệ là 2,5% áp dụng kỹ thuật đo lường RRTC là điều đáng mừng và khích lệ đối với một bộ phận doanh nghiệp có sự thay đổi, điều này sẽ giúp DNNVV nhận diện rủi ro. Việc sử dụng công nghệ kỹ thuật đo lường rủi ro có đảm bảo đo lường được tổn thất rủi ro tài chính cũng như hạn chế được tổn thất vẫn chưa có tính thực tiễn cao, đồng thời do tư duy quản lý từ các doanh nghiệp còn khá mới mẻ khi sử dụng công nghệ kỹ thuật đo lường rủi ro. Việt Nam ngày càng hội nhập vào nền kinh tế thế giới, điều này đồng nghĩa với việc môi trường kinh doanh càng đa dạng; có nhiều biến động, thách thức với sự biến động của môi trường kinh doanh và những mâu thuẫn tất yếu sẽ xảy ra trong quá trình tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp; đòi hỏi DN Việt Nam cần phải chú trọng đến công tác áp dụng kỹ thuật đo lường rủi ro tài chính.

**Bảng 4.11. Kết quả sử dụng phương pháp định lượng để đo lường rủi ro tài chính**

	Số lượng	Tỷ lệ (%)
Không bao giờ	245	61.3
Hiếm khi	153	38.3
Thỉnh thoảng	2	.5

Tổng cộng	400	100
-----------	-----	-----

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

Theo nhận định của các chuyên gia, đo lường rủi ro tài chính là việc làm rất quan trọng đối với doanh nghiệp hoạt động sản xuất kinh doanh hiện nay. Vì từ đây, doanh nghiệp mới nhận diện được những rủi ro nào gây ra tổn thất lớn trong doanh nghiệp và việc xếp hạng rủi ro theo mức độ ưu tiên cần ứng phó. Để thực hiện mô hình định lượng cần có một dữ liệu BCTC theo chuẩn mực, mà để có một dữ liệu báo cáo tài chính vẫn còn là thách thức rất lớn đối với doanh nghiệp nhỏ và vừa hiện nay, điều đó khiến các chuyên gia hay nhà quản lý khó có thể áp dụng phương pháp định lượng để đo lường rủi ro tài chính. Với câu hỏi doanh nghiệp có thường xuyên sử dụng các mô hình đo lường rủi ro tài chính không? Kết quả khảo sát đã có 245 DN trả lời không bao giờ sử dụng phương pháp định lượng đo lường RRTC chiếm 61,3%. Chỉ có rất ít câu trả lời của DN là thỉnh thoảng chiếm tỷ lệ 0,5% đây là một tỷ lệ rất thấp. Điều này cho thấy, các doanh nghiệp vẫn chưa chú trọng đến phương pháp định lượng để đo lường rủi ro tài chính. Đặc biệt, kết quả khảo sát lại không có DN có câu trả lời “*thường xuyên*” và “*rất thường xuyên*”. Với kết quả khảo sát trên cho thấy DNNVV chủ yếu là do phán đoán chủ quan. Khi mở rộng quy mô kinh doanh thì tính chất đo lường rủi ro tài chính cũng có nhiều biến động do vậy không thể lường trước được. Hơn nữa, kiến thức về tài chính thế giới cũng như kỹ thuật đo lường, ước lượng mô hình cũng biến động trong hoạt động kinh doanh còn rất thiếu và yếu. Chỉ một bộ phận nhỏ các cán bộ trong doanh nghiệp được đào tạo nhưng chưa có sự chuyên môn vừa kinh doanh vừa học dẫn đến những sai lầm mắc phải là không thể tránh khỏi.

**Bảng 4.12. Kết quả sử dụng dịch vụ thuê ngoài để đo lường rủi ro tài chính**

Kết quả	Số lượng	Tỷ lệ (%)
Không bao giờ	204	51.0
Hiếm khi	109	27.3
Thỉnh thoảng	75	18.8
Thường xuyên	12	3.0
Tổng cộng	400	100

(Nguồn: Tác giả tổng hợp khảo sát)

Đối với câu hỏi sử dụng dịch vụ thuê ngoài để đo lường rủi ro tài chính? Kết quả khảo sát đã có 204 DN đều trả lời không bao giờ sử dụng dịch vụ thuê ngoài để đo lường rủi ro tài chính chiếm tỷ lệ 51%. Việc thuê ngoài các doanh nghiệp tư vấn tài



chính gặp một khó khăn là chi phí khá cao, đồng thời cũng do cách suy nghĩ quan ngại rằng thực tế quản lý doanh nghiệp Việt Nam không thể áp dụng những chuẩn mực chung của quốc tế cụ thể Thông tư 210/BTC-2009/TT-BTC, điều này cho thấy sử dụng dịch vụ thuê ngoài để đo lường RRTC đa phần chưa được DN quan tâm và còn quá xa vời đối với họ. Hơn nữa, không phải DNNVV nào cũng có khả năng tài chính để thuê dịch vụ ngoài. Khi thuê dịch vụ ngoài DNNVV phải bỏ ra một phần chi phí tài chính để thuê dịch vụ là rất khó. Trong thời điểm hiện nay đa số vẫn tự chính họ thực hiện, theo tâm lý chung các DNNVV cho rằng những người làm tư vấn chỉ có lý thuyết nhưng không thể có kinh nghiệm bằng chính họ. Đặc biệt, kết quả khảo sát đã có 12 DN trả lời họ thường xuyên sử dụng dịch vụ thuê ngoài để đo lường RRTC chiếm tỷ lệ 3%. Doanh nghiệp nhận định, dịch vụ thuê ngoài đa phần có đội ngũ chuyên nghiệp và có kinh nghiệm trong đo lường, phân tích rủi ro tài chính, cụ thể đo lường với từng thương vụ cho đến toàn bộ hoạt động kinh doanh tổng thể để có thể phát hiện sớm cũng như đo lường các rủi ro tiềm tàng của doanh nghiệp.

#### 4.3.1.3. Kiểm soát rủi ro tài chính tại các DNNVV

**Bảng 4.13. Kết quả sử dụng linh hoạt các biện pháp kiểm soát rủi ro tài chính**

Kết quả	Số lượng	Tỷ lệ (%)
Không bao giờ	239	59.8
Hiếm khi	138	34.5
Thỉnh thoảng	13	3.3
Thường xuyên	10	2.5
Tổng cộng	400	100

(Nguồn: Tác giả tổng hợp khảo sát)

Với câu hỏi doanh nghiệp sử dụng các biện pháp kiểm soát rủi ro tài chính nào sau đây: tránh rủi ro, hạn chế rủi ro, chuyển giao rủi ro? Kết quả khảo sát điều tra cho thấy đã có 239 DN trả lời không bao giờ sử dụng chiếm tỷ lệ 59,8%. Với kết quả khảo sát doanh nghiệp có câu trả lời hiếm khi sử dụng các biện pháp kiểm soát rủi ro tài chính đã chiếm tỷ lệ là 34,5% điều này cho thấy đa phần các doanh nghiệp hiện nay vẫn chưa chú trọng và quan tâm đến các biện pháp để kiểm soát rủi ro. Chỉ có 13 DN có câu trả lời là thỉnh thoảng sử dụng các biện pháp kiểm soát RRTC chiếm tỷ lệ 3,3%. Đặc biệt, kết quả khảo sát điều tra đã có 10 DN có câu trả lời thường xuyên chiếm 2,5% có sử dụng linh hoạt các biện pháp kiểm soát RRTC. Đây là một điều đáng mừng vì doanh nghiệp đã có ý thức và sự chuyển biến đối với các biện pháp để kiểm soát rủi ro. Tuy

nhiên, doanh nghiệp vẫn rất lúng túng và rất khó khăn trong việc kiểm soát và có thể dẫn đến tình trạng phá sản.

**Bảng 4.14. Kiểm soát rủi ro lãi suất, tỷ giá, biến động giá**

Kết quả	Số lượng	Tỷ lệ (%)
Không bao giờ	214	53.5
Hiếm khi	145	36.3
Thỉnh thoảng	29	7.2
Thường xuyên	12	3.0
Tổng cộng	400	100

(Nguồn: Tác giả tổng hợp khảo sát)

Kiểm soát rủi ro sẽ giúp doanh nghiệp giảm thiểu thiệt hại về tài chính, tối đa hóa lợi nhuận, đảm bảo hoạt động kinh doanh hàng ngày được suôn sẻ và tránh được những tổn hại về danh tiếng. Với câu hỏi rủi ro lãi suất, tỷ giá, biến động giá có được kiểm soát tốt tại doanh nghiệp không? Kết quả khảo sát đã có 214 DN trả lời không bao giờ được doanh nghiệp kiểm soát rủi ro chiếm 53,5%. Tiếp theo có 145 DN trả lời là hiếm khi kiểm soát rủi ro chiếm 36,3%. Kết quả khảo sát cho thấy chỉ có 12 DN trả lời thường xuyên kiểm soát rủi ro lãi suất, tỷ giá, biến động giá chiếm 3%. Điều này cho thấy họ chưa quan tâm chú trọng đến kiểm soát rủi ro lãi suất, tỷ giá, biến động giá. Tuy nhiên, khi kiểm soát rủi ro lãi suất, tỷ giá, biến động giá vẫn còn lúng túng và chưa thật sự dựa trên cơ sở khoa học cũng như cách thức thực hiện kiểm soát rủi ro mà chủ yếu là do phán đoán chủ quan có được do tích lũy kinh nghiệm từ nhiều năm, thế hệ trước truyền cho thế hệ sau. Các doanh nghiệp đang đặt trọng tâm vào việc kiểm soát rủi ro khi nó đã thật sự xảy ra chứ không chú trọng đến kiểm soát trước khi rủi ro xảy ra.

**Bảng 4.15. Kết quả kiểm soát rủi ro đầu tư ngoài ngành, rủi ro tín dụng**

Kết quả	Số lượng	Tỷ lệ (%)
Không bao giờ	255	63.7
Hiếm khi	135	33.8
Thỉnh thoảng	10	2.5
Tổng cộng	400	100

(Nguồn: Tác giả tổng hợp khảo sát)

Đối với câu hỏi rủi ro không trả nợ vay, rủi ro đầu tư ngoài ngành, rủi ro tín dụng có được kiểm soát không? Khảo sát đã có 255 DN có câu trả lời không bao giờ kiểm soát rủi ro đầu tư ngoài ngành chiếm tỷ lệ 63,7% với kết quả này rõ ràng DN hiện đang thiếu một quy trình kiểm soát rủi ro và chuẩn mực cho việc đánh giá, báo cáo và kiểm soát rủi ro đầu tư ngoài ngành, rủi ro tín dụng. Kết quả khảo sát đối với câu hỏi này đã

có 10 DN có câu trả lời là thỉnh thoảng chiếm tỷ lệ 2,5%. Đặc biệt, qua kết quả khảo sát tác giả nhận thấy không có doanh nghiệp có câu trả lời nào cho hai mục *thường xuyên* và *rất thường xuyên* với kết quả khảo sát này là khá phù hợp với thực tiễn. Bởi vì, DNNVV Việt Nam hiện nay vẫn rất khó tiếp cận các nguồn lực của xã hội để phục vụ cho sản xuất kinh doanh như tiếp cận đất đai, về vốn tín dụng từ các ngân hàng, nguồn vốn từ các quỹ. Các doanh nghiệp còn yếu trong việc đánh giá hệ số tín nhiệm khách hàng, chưa xây dựng được hệ số chỉ tiêu để đánh giá hệ số tín nhiệm khách hàng trong ngắn hạn cũng như dài hạn. Đặc biệt, sự liên kết giữa các DNNVV là yếu kém, có rất ít mối liên kết giữa các doanh nghiệp có quy mô lớn phần lớn họ phát triển từ quy mô doanh nghiệp gia đình nên việc đầu tư ngoài ngành đối với DNNVV khó thực hiện.

Doanh nghiệp khi được hỏi về vấn đề quản trị rủi ro, thì đa phần có tâm lý đơn giản, đổ lỗi cho “khó khăn chung”, mà không có sự giải thích mang tính khoa học hoặc chuẩn hóa về việc không đạt được các mục tiêu đề ra. Doanh nghiệp không có đủ cơ sở khoa học để đưa quyết định dẫn đến tổn thất nhất định. Với câu hỏi sử dụng như thế nào về công cụ quản trị rủi ro tài chính. Kết quả khảo sát số doanh nghiệp sử dụng công cụ quản trị rủi ro tài chính, cụ thể là các công cụ phái sinh như hợp đồng kỳ hạn, quyền chọn, hoán đổi, tương lai. Kết quả khảo sát cho thấy, phần lớn các doanh nghiệp phần lớn trả lời hoàn toàn không am hiểu công cụ phái sinh đã có 273 DN chiếm tỷ lệ 68,3%. Kế đến kết quả khảo sát DN trả lời câu hỏi ít am hiểu công cụ phái sinh chiếm tỷ lệ bình quân là 27,5%. Đặc biệt, có rất ít doanh nghiệp trả lời câu hỏi am hiểu hợp đồng kỳ hạn chiếm tỷ lệ là 2,3%. Điều đó cho thấy việc am hiểu hợp đồng kỳ hạn vẫn còn mơ hồ và lúng túng cũng như cách thức thực hiện hợp đồng kỳ hạn chủ yếu là do phán đoán chủ quan có được do tích lũy kinh nghiệm. Nguyên nhân lớn nhất cản trở việc sử dụng công cụ phái sinh là chưa am hiểu và nhận thức đầy đủ về sản phẩm phái sinh. Bên cạnh đó, tâm lý ngại trách nhiệm càng làm cho doanh nghiệp thiếu kiên quyết trong việc sử dụng công cụ ngừa rủi ro (*chi tiết trình bày bảng 4.16 ở phụ lục*).

**Bảng 4.17. Kết quả sử dụng công cụ nào quản trị rủi ro lãi suất**

Hợp đồng kỳ hạn	Số lượng	Tỷ lệ (%)
Hoàn toàn không sử dụng	273	68.3
Ít sử dụng	91	22.8
Bình thường	16	4.0
Thường xuyên sử dụng	20	5.0
Tổng cộng	400	100

<b>Hợp đồng hoán đổi</b>		
Hoàn toàn không sử dụng	273	68.3
Ít sử dụng	111	27.8
Bình thường	16	4.0
Tổng cộng	400	100
<b>Hợp đồng quyền chọn</b>		
Hoàn toàn không sử dụng	273	68.3
Ít sử dụng	111	27.8
Bình thường	16	4.0
Tổng cộng	400	100
<b>Hợp đồng tương lai</b>		
Hoàn toàn không sử dụng	273	68.3
Ít sử dụng	116	29.0
Bình thường	11	2.8
Tổng cộng	400	100

(Nguồn: Tác giả tổng hợp kết quả khảo sát)

Trong quá trình hoạt động sản xuất và kinh doanh lãi suất là một nhân tố cơ bản trong những quyết sách tài chính của doanh nghiệp một điều kiện cơ sở để ước lượng mức độ rủi ro trong các quyết định huy động vốn trong hoạt động kinh doanh và sản xuất. Chính sách kinh tế vĩ mô đã phải dựa vào những biện pháp như quy định trần lãi suất hoặc cho phép sử dụng lãi suất thỏa thuận. Lãi suất cơ bản trong thời gian gần đây ít nhiều đang bị lu mờ dưới tư cách là một công cụ điều tiết nền kinh tế. Hơn nữa những biến động ngày càng bất thường của thị trường tài chính, các vấn đề khác như nợ xấu, mất khả năng thanh khoản đối với các khoản nợ đều đang ở những mức độ tương đối tiêu cực. Chính sách kinh tế hạn chế tăng trưởng tín dụng, mặc dù lãi suất cơ bản duy trì ở mức vừa phải, khiến cho việc tiếp cận nguồn vốn giá rẻ thực chất lại không đơn giản với các doanh nghiệp nhỏ và vừa hiện nay. Với câu hỏi doanh nghiệp sử dụng công cụ nào quản trị rủi ro lãi suất. Kết quả khảo sát số doanh nghiệp sử dụng công cụ quản trị rủi ro tài chính, cụ thể là các công cụ phái sinh như hợp đồng kỳ hạn, quyền chọn, hoán đổi, tương lai, kết quả khảo sát đã có 273 DN có câu trả lời hoàn toàn không sử dụng công cụ phái sinh chiếm tỷ lệ 68,3% Tiếp theo kết quả khảo sát đã doanh nghiệp có câu trả lời ít sử dụng công cụ phái sinh chiếm tỷ lệ bình quân là 26,8%. Trong khi đó, khảo sát số doanh nghiệp sử dụng công cụ phái sinh chỉ có 20 DN trả lời thường xuyên sử dụng công cụ phái sinh chỉ chiếm tỷ lệ là 5%. Với tỷ lệ 5% thường xuyên sử dụng hợp đồng kỳ hạn trong quản trị rủi ro tài chính của doanh nghiệp vẫn còn khá thấp nhưng đáng khích lệ. Điều đó cho thấy các doanh nghiệp Việt Nam từng bước làm quen với

hợp đồng kỳ hạn tuy nhiên mức độ hiểu biết và nhận thức về các công cụ tài chính này còn rất hạn chế.

Khi tỷ giá USD/VND có những biến động sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời từ đó dẫn đến rủi ro tài chính cho các doanh nghiệp. Về lý thuyết, biến động tỷ giá có thể tác động đến doanh nghiệp từ nhiều nguồn như các giao dịch thương mại, chi nhánh tại nước ngoài, chiến lược kinh doanh và các khoản vay bằng ngoại tệ. Thông thường các doanh nghiệp có nhiều khả năng tiếp cận với các nguồn vốn bằng các loại ngoại tệ khác với đồng nội tệ của nước mình với các mức lãi suất rất cạnh tranh. Sở dĩ như vậy là do ngày càng có nhiều những quảng cáo cho vay cạnh tranh hơn bằng các đồng tiền khác, hay đơn giản bởi vì các mức lãi suất danh nghĩa của các đồng tiền khác là thấp hơn. Các khoản vay như vậy đã dẫn đến doanh nghiệp có nguy cơ rủi ro tài chính do biến động tỷ giá khi phải thanh toán lãi vay, nhưng quan trọng hơn là khi hoàn trả khoản vốn vay cuối cùng. Nhiều doanh nghiệp đã đối mặt với rủi ro tài chính khi chi phí cho việc dùng đồng nội tệ để hoàn trả các khoản vay mà họ đã vay bằng đồng USD đến ngày trả nợ lại tăng lên đáng kể. Đặc biệt, doanh nghiệp tham gia hoạt động xuất nhập khẩu. Doanh nghiệp nhỏ và vừa hầu như không tham gia hoạt động xuất nhập khẩu nên chịu ảnh hưởng ít nhất hoặc không chịu ảnh hưởng từ những biến động trên thị trường tài chính. Chính vì vậy, thị trường tài chính trong thời gian qua Ngân hàng Nhà nước đã có giải pháp kiểm soát tốt và giữ tỷ giá trong biên độ ổn định cho phép, không gây tác động quá lớn tới doanh nghiệp. Với câu hỏi doanh nghiệp sử dụng công cụ nào quản trị rủi ro tỷ giá. Kết quả khảo sát đã có 276 DN trả lời là hoàn toàn không sử dụng công cụ phái sinh chiếm tỷ lệ 69%, chỉ có rất ít DN có câu trả lời là bình thường chiếm tỷ lệ là 0.5%. Đặc biệt, kết quả khảo sát không có câu trả lời nào cho hai mục *thường xuyên sử dụng* và *rất thường xuyên*. Điều này cho thấy công cụ quản trị rủi ro tỷ giá vẫn còn mơ hồ và chưa thật sự quan tâm của doanh nghiệp cũng như cách thức thực hiện hợp đồng kỳ hạn, quyền chọn, hoán đổi và hợp đồng tương lai chủ yếu là do phán đoán chủ quan có được do tích lũy từ nhiều năm, thế hệ trước truyền cho thế hệ sau. Với kết quả khảo sát này theo tác giả là khá phù hợp bởi vì thị trường tiêu thụ chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa hiện nay vẫn là phục vụ nhu cầu tiêu dùng của người dân trong nước đa phần doanh nghiệp Việt Nam vẫn sản xuất nhỏ lẻ và có năng suất thấp (*chi tiết ở bảng 4.18, phụ lục*).

Với câu hỏi doanh nghiệp sử dụng công cụ nào quản trị rủi ro giá cả hàng hóa? Kết quả khảo sát đã có 276 DN trả lời là hoàn toàn không sử dụng công cụ phái sinh chiếm tỷ lệ 69%. Đặc biệt, kết quả khảo sát không có câu trả lời nào cho mục *rất thường xuyên*. Kết quả khảo sát cho thấy đã có 15 DN có câu trả lời là thường xuyên sử dụng công cụ quản trị rủi ro giá cả hàng hóa từ hợp đồng kỳ hạn chiếm tỷ lệ 3.8%. Tuy hợp đồng kỳ hạn đã tồn tại lâu đời nhưng xem ra DNNVV chưa được hiểu một cách thấu đáo và đầy đủ là một công cụ phòng ngừa rủi ro từ những bất ổn liên quan đến giá cả hàng hóa. Hầu hết các doanh nghiệp đều đối phó với rủi ro biến động giá bằng cách mua vật liệu dự trữ, đồng thời mua hoặc bán hàng với nhiều đối tác. Việc thiết lập kênh phân phối theo chuỗi giá trị giữa nhà cung cấp doanh nghiệp và nhà phân phối còn yếu và thiếu. Theo đánh giá của các chuyên gia tài chính, do sản phẩm phái sinh khá phức tạp nên hiện nay, doanh nghiệp và nhà đầu tư trong nước vẫn ngại sử dụng. Đặc biệt, ngân hàng vẫn còn yếu trong công tác tuyên truyền, tiếp cận khách hàng. Thêm vào đó, hiểu biết của doanh nghiệp và nhà đầu tư về các sản phẩm này vẫn còn khá hạn chế, doanh nghiệp chỉ thực hiện xuất phát từ nhu cầu tìm kiếm nguồn cung ổn định, mua nguyên liệu với chất lượng, số lượng, giá đã thỏa thuận ngày hôm nay (*bảng 4.19, phụ lục*).

**Bảng 4.20. Kết quả doanh nghiệp ưu đãi thuế**

Kết quả	Số lượng	Tỷ lệ (%)
Không ưu đãi	308	77.0
Có ưu đãi	92	23.0
Tổng cộng	400	100

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ khảo sát)

Với câu hỏi doanh nghiệp có ưu đãi về thuế? Kết quả có 308 DN trả lời không có ưu đãi về thuế chiếm tỷ lệ 77%, tiếp đến là có 92 DN trả lời có ưu đãi về thuế chiếm tỷ lệ 23%. Điều này cho thấy ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp là việc Nhà nước tạo điều kiện cho các doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh, cung ứng các dịch vụ mà Nhà nước khuyến khích đầu tư nhằm giảm bớt gánh nặng về thuế. Ngoài ra, còn nhằm thu hút đầu tư; hỗ trợ các doanh nghiệp trong quá trình hoạt động.

**Bảng 4.21. Kết quả số năm hoạt động**

Số năm hoạt động	Số lượng	Tỷ lệ (%)
Trên 5 – 10 năm	203	50.7
Từ 11 – 15 năm	81	20.3
Từ 16 - 20 năm	41	10.3
Trên 20 năm	75	18.8

Tổng cộng	400	100
-----------	-----	-----

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ khảo sát)

Với câu hỏi số năm thành lập doanh nghiệp. Kết quả khảo sát đã có 75 DNNVV có số năm thành lập trên 20 năm chiếm tỷ lệ 18,8% đây là một tỷ lệ đáng mừng, tiếp đến 81 DNNVV có số năm thành lập từ 11-15 năm chiếm tỷ lệ 20.3%. Tiếp đến 203 DNNVV có số năm thành lập trên 5-10 năm chiếm tỷ lệ là 50.7%, các doanh nghiệp nhỏ và vừa có số năm hoạt động dưới 11 năm thường ý tưởng kinh doanh, hiểu biết về thị trường, giá cả cạnh giá tranh còn nhiều hạn chế. Bởi vì, để bắt đầu kinh doanh, đầu tư các doanh nghiệp không có những ứng biến phù hợp hay tránh được những rủi ro thị trường. Thị trường chính là bước để doanh nghiệp xác định về mức độ thành công của ý tưởng kinh doanh. Thêm vào đó, thị trường kinh doanh luôn có rất nhiều biến động khó lường. Hơn nữa, doanh nghiệp nhỏ và vừa có số năm thành lập trên 5-10 năm đa phần thiếu nhân lực, mặt bằng sản xuất, giá thành cao đây là một trong những hạn chế đối với DNNVV hiện nay.

Với những phân tích từ kết quả khảo sát ở trên, tác giả có thể khẳng định quản trị rủi ro tài chính doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam hiện nay tuy có chuyển biến tích cực và đáng khích lệ nhưng vẫn còn bộc lộ nhiều hạn chế. Như doanh nghiệp nhận thức được tầm quan trọng trong hoạt động quản trị rủi ro nói chung và QTRRTC nói riêng đối với tình hình hoạt động kinh doanh và sản xuất. DNNVV vẫn chưa quan tâm và áp dụng Thông tư 210/2009/BTC. Thông tư 210/2009/BTC có tầm quan trọng thúc đẩy quá trình hội nhập kinh tế Việt nam với thế giới và nâng cao tính minh bạch của báo cáo tài chính. Có thể nhận thấy rằng đa số các DNNVV qua kết quả khảo sát vẫn chưa triển khai thực hiện Thông tư 210/2009/BTC mà thực hiện Thông tư 210/2009/BTC do yêu cầu bắt buộc từ phía các cơ quan quản lý, cũng như thực hiện quản trị rủi ro một cách bài bản. Như việc đo lường rủi ro tài chính hiện nay là khâu yếu nhất của DNNVV. Điều này thể hiện ở kết quả khảo sát khi đa số các DN cho rằng không bao giờ áp dụng công nghệ, kỹ thuật đo lường rủi ro. DN cũng chưa sử dụng các mô hình đo lường để đánh giá. Điện hình số lượng doanh nghiệp sử dụng dịch vụ tư vấn còn quá thấp. Doanh nghiệp hầu như không sử dụng các phương pháp định lượng để đo lường. Hơn nữa, doanh nghiệp chưa phân biệt rõ ràng giữa rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính. Rủi ro kinh doanh thường không thể phòng ngừa được bởi chúng “không mua đi bán lại được”. Rủi ro kinh doanh là loại rủi ro tiềm ẩn trong bản thân từng doanh nghiệp, người quản

lý có thể giảm thiểu rủi ro kinh doanh nhưng không thể triệt tiêu. Rủi ro tài chính có thể triệt tiêu được nếu trong cấu trúc tài chính của doanh nghiệp được tài trợ 100% bằng chủ sở hữu. Doanh nghiệp hiện chưa nhận diện đầy đủ các nguy cơ rủi ro có thể đến với doanh nghiệp, chưa nhận diện rủi ro mà mình đang gặp phải, chưa hiểu rõ những rủi ro nào có thể tiến hành phòng ngừa được và những rủi ro thuộc về bản chất kinh doanh của doanh nghiệp. Việc nhận diện rủi ro vẫn mang tính hình thức đã làm cho doanh nghiệp đưa ra các quyết định còn lúng túng, không kịp thời về giải pháp để giảm thiểu những ảnh hưởng bất lợi đến kế hoạch kinh doanh, đồng thời chưa tận dụng những yếu tố thuận lợi trong kinh doanh. Đa số doanh nghiệp chưa lượng hóa được khả năng thiệt hại rủi ro gây ra theo nhiều kịch bản khác nhau. Số lượng các doanh nghiệp thường xuyên sử dụng các phương pháp định lượng để đo lường rủi ro chiếm tỷ lệ rất nhỏ. Các giải pháp mà doanh nghiệp đưa ra mang tính chất xử lý rủi ro nhiều hơn là phòng ngừa và kiểm soát rủi ro. Đặc biệt, với tỷ lệ doanh nghiệp sử dụng công cụ phái sinh tuy còn đơn sơ nhưng thị trường Việt Nam cũng đã triển khai một vài công cụ cho các doanh nghiệp có thể phòng ngừa rủi ro cho mình như hợp đồng kỳ hạn, quyền chọn, hoán đổi và hợp đồng tương lai. Tuy các sản phẩm phái sinh là những công cụ quản trị rủi ro hiệu quả, nhưng do yêu cầu về quy mô hợp đồng giao dịch và chi phí bỏ ra, việc sử dụng các công cụ này để quản trị rủi ro đối với doanh nghiệp cũng rất hạn chế. Việc sử dụng các công cụ phái sinh đúng cách đã tạo ra một hoạt động mới gọi là quản trị rủi ro. Quản trị rủi ro là xác định mức độ rủi ro mà một doanh nghiệp mong muốn, nhận diện được mức độ rủi ro hiện nay của doanh nghiệp đang gánh chịu và sử dụng các công cụ phái sinh hoặc các công cụ tài chính khác để điều chỉnh mức độ rủi ro thực sự theo mức rủi ro mong muốn.

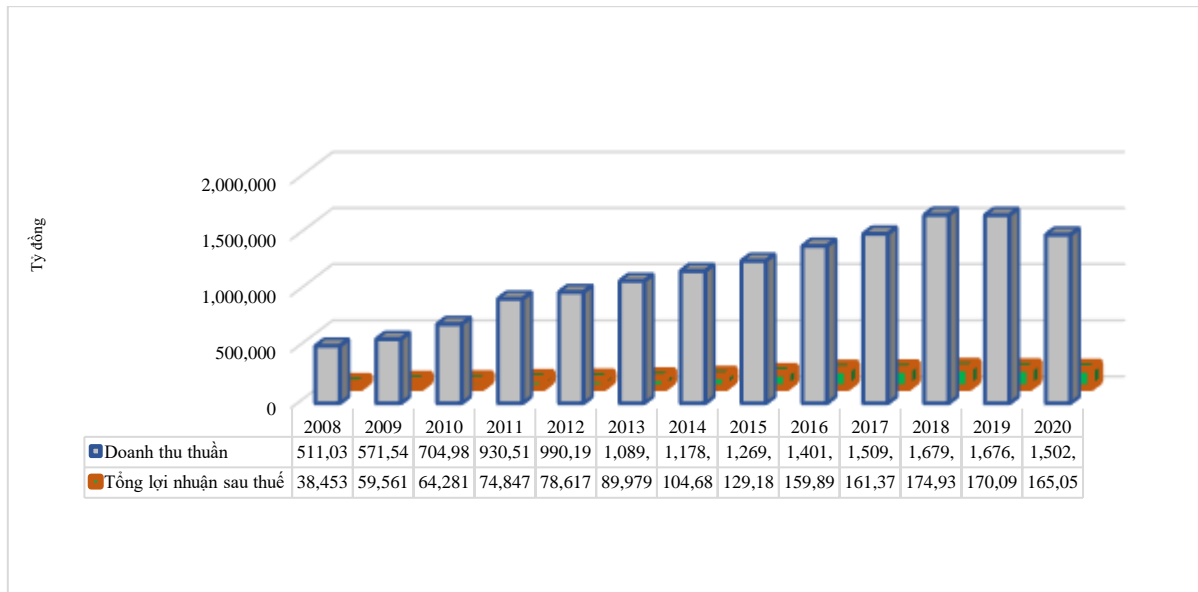
#### **4.3.2. Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam 2008-2020**

Doanh nghiệp nhỏ và vừa có vai trò rất lớn trong quá trình tăng trưởng kinh tế của nhiều quốc gia hay các vùng miền, kể cả ở các quốc gia phát triển và đang phát triển. Doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam thường hoạt động sản xuất kinh doanh trong mọi lĩnh vực của nền kinh tế. Điều này cho thấy DN phải đối mặt với sự khác biệt cũng như những khía cạnh liên quan đến hoạt động kinh doanh, cụ thể tư duy kinh doanh, nhận thức, niềm tin, tâm lý khách hàng, văn hóa ứng xử để đáp ứng được nhu cầu ngày càng đa dạng, phong phú của người tiêu dùng. Do vậy, mỗi DN cần sử dụng có hiệu quả các giải pháp hỗ trợ của chính phủ, của cộng đồng xã hội và của chính bản thân các DN để



phát triển bền vững và thích ứng với yêu cầu của bối cảnh mới. Hiệu quả hoạt động DN trong giai đoạn 2008 - 2020 được phản ánh qua phân tích các chỉ tiêu ở hình 4.12.

**Hình 4.12: Doanh thu-lợi nhuận DNNVV 2008-2020**

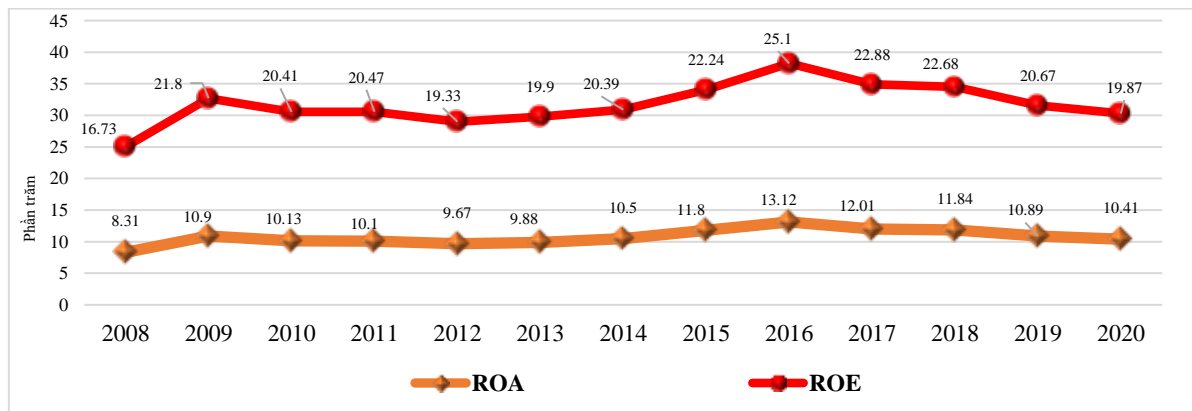


(Nguồn: Tổng Cục Thống kê)

Doanh thu thuần doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam từ 511,030 tỷ đồng năm 2008 lên 1,502,241 tỷ đồng năm 2020 tăng lên gấp 2,94 lần so với năm 2008, chiếm 34,01% so năm 2008. Lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp nhỏ và vừa cũng từ mức 38,453 tỷ đồng năm 2008 lên đến 165,051 tỷ đồng năm 2020 tăng cũng gấp 4,29 lần so với năm 2008 chiếm tỷ lệ 23,30% so năm 2008. Có thể nhận định rằng lợi nhuận sau thuế có sự khởi sắc nhưng chưa có sự đột phá lớn so với kỳ vọng của Chính phủ cũng như sự tăng trưởng doanh thu thuần trong sản xuất kinh doanh và lợi nhuận của doanh nghiệp là xuất phát từ những nguyên nhân chủ yếu chính sách kích cầu và đầu tư công của Chính phủ với mục tiêu là tạo điều kiện thuận lợi cho tất cả các doanh nghiệp. Ngoài ra, lãi suất cho vay cũng có sự hỗ trợ lãi suất từ phía Chính phủ cũng như tạo rất nhiều điều kiện cho DNNVV tiếp cận nguồn vốn dễ dàng, chi phí vốn vay thấp và tạo thuận lợi mở rộng sản xuất. Tuy nhiên, để đánh giá hiệu quả hoạt động; luận án phân tích kết quả hoạt động kinh doanh cụ thể tỷ suất lợi nhuận sau thuế. Theo tác giả đây là tiêu chí quan trọng để đánh giá hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam. Doanh nghiệp có tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) là một tỷ số tài chính dùng để đo lường khả năng sinh lời trên mỗi đồng tài sản. Tỷ số này càng cao thể hiện sự sắp xếp, phân bổ, quản lý tài sản càng hợp lý và hiệu quả cũng như cho biết một đồng tài sản tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận ròng. Doanh nghiệp có tỷ suất sinh lời trên vốn

chủ sở hữu (ROE) là tỷ số tài chính để đo lường khả năng sinh lời trên mỗi đồng vốn chủ sở hữu. Tỷ số này càng cao càng có lợi thế trong việc đi huy động vốn trên thị trường tài chính để hỗ trợ đầu tư vào các kế hoạch sản xuất kinh doanh. Hơn nữa, hệ số này cho biết, một đồng vốn chủ sở hữu sẽ tạo ra được bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế thu nhập. Ngược lại, nếu chỉ tiêu này nhỏ và vốn chủ sở hữu dưới mức vốn điều lệ thì hiệu quả hoạt động kinh doanh thấp, điều này cho thấy doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn trong việc thu hút vốn. Tuy nhiên, sức sinh lời của vốn chủ sở hữu cao không phải lúc nào cũng thuận lợi có thể là do ảnh hưởng của vốn chủ sở hữu nhỏ mà vốn chủ sở hữu càng nhỏ thì mức độ mạo hiểm càng lớn. Để đánh giá hiệu quả hoạt động được biểu hiện thông qua ROA và ROE.

**Hình 4.13: Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa 2008-2020**



(Nguồn: Tổng Cục Thống kê)

Qua hình 4.13, tỷ lệ ROA và ROE có xu hướng dao động trong giai đoạn nghiên cứu của tác giả, Tỷ lệ ROA lại có xu hướng dao động 8,31% - 10,41%. Với tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản tỷ của DNNVV luôn luôn dương (ROA > 0). Nghĩa là, khi DNNVV kinh doanh 100 đồng tài sản bỏ vào để kinh doanh năm 2020 DNNVV thu được 10,41 đồng lợi nhuận sau thuế điều này chứng tỏ tỷ lệ này đang ở mức khá quan trọng và đáng khích lệ cho doanh nghiệp nhỏ và vừa (theo Trung tâm thông tin và dự báo kinh tế xã hội-Bộ Kế hoạch và Đầu tư) cho rằng: thông thường một doanh nghiệp, trừ ngành ngân hàng; và các khả năng nếu có... mà có ROA  $\geq 7.5$  được đánh giá là doanh nghiệp kinh doanh có hiệu quả). Đối với tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu hoạt động kinh doanh tỷ lệ ROE cũng dao động trong khoảng 16,73% - 19,87%. Theo Trung tâm thông tin và dự báo kinh tế xã hội Bộ Kế hoạch và Đầu tư cho rằng: ROE  $\geq 15\%$  mới được đánh giá là doanh nghiệp có hiệu quả. Chỉ số ROE thể hiện mức độ hoạt động kinh doanh hiệu quả khi sử

dụng vốn của họ, hay nói cách khác 1 đồng vốn bỏ ra thì thu được bao nhiêu đồng lời. Theo tác giả hiệu quả hoạt động DNNVV giai đoạn 2008-2020 không chỉ nhìn vào mỗi chỉ số riêng biệt là ROA hay ROE để đánh giá hiệu quả và năng lực tài chính của một doanh nghiệp mà cần kết hợp nhiều chỉ số để đánh giá tổng thể hiệu quả hoạt động.

#### 4.4. Kết quả nghiên cứu

##### 4.4.1. Các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính DNNVV Việt Nam

##### 4.4.1.1. Phân tích tương quan

Kiểm tra mức độ tương quan giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc sẽ xem xét mức độ tương quan cùng chiều hay ngược chiều và độ lớn tương quan của từng biến độc lập lên biến phụ thuộc, thông qua đó đánh giá được ảnh hưởng của các biến trong mô hình lên kết quả hồi quy. Hệ số tương quan ( $r$ ) là chỉ số thống kê phản ánh mức độ quan hệ tuyến tính giữa các biến. Hệ số này biến thiên từ +1 đến -1. Thông qua hệ số tương quan có thể biết chiều tương quan giữa biến phụ thuộc với biến giải thích. Hoàng và Chu (2008), mối quan hệ tuyến tính giữa các biến có thể được ước lượng thông qua giá trị hệ số tương quan:  $r > 0$ : Hai biến số có mối quan hệ cùng chiều;  $r < 0$ : hai biến số có mối quan hệ ngược chiều;  $r = 0$ : hai biến số không có mối quan hệ tuyến tính;  $|r| = 1$ : tương quan tuyến tính tuyệt đối;  $|r| > 0.8$ : Tương quan tuyến tính rất mạnh;  $|r| = 0.6-0.8$ : tương quan tuyến tính mạnh. Để kiểm tra mức độ tương quan khi đưa các biến vào mô hình phân tích tác giả xem xét giá trị của hệ số tương quan giữa các biến để tránh trường hợp có đa cộng tuyến xảy ra, với những cặp có hệ số tương quan  $> 0.8$  thì sẽ có hiện tượng đa cộng tuyến nếu đưa vào mô hình được thể hiện ở bảng 4.23.

**Bảng 4.22: Phân tích tương quan**

	frm	fl	size	tangible	fs	tax	age
frm	1						
fl	0.3480	1					
size	0.0409	0.1176	1				
tangible	0.2975	-0.1149	-0.1102	1			
fs	-0.2203	-0.2063	0.0747	-0.2090	1		
tax	0.1183	0.0545	-0.1176	0.0696	-0.0824	1	
age	0.0983	-0.1432	0.2223	-0.1728	0.0449	-0.1163	1

(Nguồn: Tổng hợp tính toán từ Stata – xem Phụ lục 1.1)

Bảng trên thể hiện mối tương quan dương giữa frm với biến độc lập (fl, size, tangible, tax, age) và ngoại trừ fs (-0.2203) giải thích mối tương quan âm giữa tỷ lệ tiền và tương đương tiền trên tài sản. Tuy nhiên, trong mô hình hồi quy kết hợp từng biến

đại diện của mỗi biến với nhau nên kết quả không bị ảnh hưởng bởi vấn đề này. Kết quả kiểm định độ tin cậy với hệ số các biến độc lập không lớn hơn 0.8 thì không tồn tại vấn đề đa cộng tuyến trong mô hình và cũng được kiểm định lại bằng cách sử dụng VIF khi chạy hồi quy.

**Bảng 4.23: Kết quả kiểm định đa cộng tuyến**

Biến	VIF	1/VIF
FL	1.14	0.1214
SIZE	1.10	0.0907
TANGIBLE	1.12	0.1070
FS	1.12	0.1081
TAX	1.03	0.0304
AGE	1.13	0.1140
VIF trung bình	1.11	

(Nguồn: Kết quả tính toán từ phần mềm Stata - xem phụ lục 1.2)

Kiểm tra các biến FL, SIZE, TANGIBLE, FS, TAX, AGE tương quan tuyến tính với nhau, hệ số VIF của tất cả các biến đều nhỏ hơn 10. Điều này chứng tỏ không có đa cộng tuyến xuất hiện trong mô hình. Có nhiều đề xuất khác nhau cho giá trị của VIF, nhưng phổ biến nhất là 10, theo đó là mức tối đa của VIF mà vượt quá giá trị đó có thể gây ra hiện tượng đa cộng tuyến (Belsley, Kul & Welsch, 1980; Gujarati, 2003).

#### 4.4.1.2. Kiểm định

Kiểm định student's t-test (Bachiller & cộng sự, 2021) được sử dụng là phương pháp kiểm định so sánh khi chưa biết giá trị trung bình (GTTB). Qua việc phân tích đơn biến kiểm định sự khác biệt giữa GTTB có và không, luận án sử dụng p-value và t-test để kiểm định sự khác nhau như:

Kiểm định t-test của FL cho thấy giá trị nợ trung bình có QTRRTC (0.6263) cao hơn không QTRRTC (0.4230), pvalue =0.0000 cho thấy có sự khác biệt trong giá trị trung bình của nợ. Điều này thể hiện ở bảng kết quả sau:

**Bảng 4.24: Kiểm định t test FL**

Nhóm	Số quan sát	Trung bình	Sai số chuẩn	Độ lệch chuẩn	Khoảng tin cậy	
0	4,276	.423037	.0032775	.2143216	.4166114	.4294627
1	924	.6263228	.0060809	.1848437	.6143888	.6382568

Toàn mẫu	5,200	.4591594	.003097	.2233281	.4530879	.4652308
Sự khác biệt		.2032858	.0075963		.2181778	.1883938
					t=26.7610	
					pvalue= 0.0000	

(Nguồn: Tác giả tổng hợp trên phần mềm stata)

Tương tự, đối với t test SIZE bảng kết quả kiểm định t-test chi tiết ở phụ lục A1. SIZE giá trị trung bình của quy mô (12.0350-12.0979) cho thấy doanh nghiệp có quy mô lớn hơn quan tâm đến việc QTRRTC nhiều hơn.

Kiểm định ttest của TANGIBLE cho thấy giá trị trung bình tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản có QTRRTC (0.3806) lớn hơn so với không QTRRTC (0.2161). Ngoài ra, còn có biến FS: tỷ lệ tiền và tương đương tiền trên tổng tài sản cũng đại diện cho tài trợ nguồn bên ngoài có QTRRTC (0.064) không khác biệt nhiều so với không (0.154). Kết quả phân tích t-test của TAX, giá trị trung bình của thuế có QTRRTC (0.1028) lớn hơn so với không (0.0364), điều này cho thấy sự ưu đãi của cơ quan thuế. P-value của kiểm định cho thấy có sự khác biệt trong giá trị trung bình. Biến AGE cũng thấy được có sự khác biệt trong giá trị trung bình thời gian độ tuổi từ 11.0476 đến 12.1936, p-value=0.0000. Nhìn chung doanh nghiệp có tuổi đời hoạt động lâu hơn sẽ thực hiện QTRRTC (bảng kết quả ở Phụ lục A1).

#### 4.4.1.3. Kết quả hồi quy

Để phân tích hồi quy ảnh hưởng của các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính DNNVV Việt Nam, luận án sử dụng mô hình hồi quy xác suất. Kết quả thể hiện ở bảng 4.25 (Chi tiết Phụ lục A2).

**Bảng 4.25: Các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính**

Tên biến	FRM (Logit)	FRM (Probit)
FL	7.744*** [17.94]	4.210*** [18.46]
SIZE	-0.494*** [-3.30]	0.332*** [4.17]
TANGIBLE	5.116*** [13.17]	2.767*** [13.30]
FS	-4.612*** [-6.43]	-2.344*** [-6.47]
TAX	0.778*** [3.52]	0.452*** [3.68]
AGE	0.0324**	0.0192**

	[2.07]	[2.25]
Số quan sát	5200	5200
Chi số Pseudo R <sup>2</sup>	0.2152909	0.21300325
Odds Ratio		
FL	2306.553	2071.344
SIZE	.6100796	.547306
TANGIBLE	166.7251	151.218831
FS	.0099347	.0142546
TAX	2.178098	2.269437
AGE	1.032924	1.035920
* $p < 0.1$ , ** $p < 0.05$ , *** $p < 0.01$		

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Stata)

Mô hình logit và probit về mặt định tính thì các kết quả là tương tự nhau. Mô hình logit sử dụng phân phối xác suất logistic để ước lượng các tham số của mô hình. Mặc dù dường như phi tuyến, nhưng log của tỷ số odds, gọi là logit, làm cho mô hình logit trở thành tuyến tính trong các tham số mô hình là phân phối logistic có các đuôi hơi mỏng hơn phương sai của một biến ngẫu nhiên theo phân phối logistic là khoảng  $\pi^2/3$ , với  $\pi \approx 22/7$ , tức khoảng 3.14, trong khi đó của một biến ngẫu nhiên theo phân phối chuẩn hóa là 1. Điều đó nói lên rằng, xác suất có điều kiện  $P_i$  tiến về 0 và 1 với tốc độ chậm hơn trong mô hình probit so với mô hình logit. Vì thế, nếu chúng ta nhân hệ số của probit cho khoảng 1.81 ( $\approx \pi/\sqrt{3}$ ) thì chúng ta sẽ có xấp xỉ hệ số của logit (Gujarati, 2011). Để so sánh hồi quy Logistic và Probit dựa vào giá trị McFadden's R<sup>2</sup> (chính là chỉ số Pseudo R<sup>2</sup>). Mô hình Logit có giá trị Pseudo R<sup>2</sup> = 0.2152909. Mô hình Probit có giá trị Pseudo R<sup>2</sup> = 0.21300325. Trong luận án này, mô hình Logit được chọn vì giá trị Pseudo R<sup>2</sup> Logit cho biết độ mạnh hơn giá trị Pseudo R<sup>2</sup> của Probit. Theo Gujarati (2011) thì nhiều nghiên cứu thích chọn mô hình Logit hơn vì nó tương đối đơn giản hơn về mặt toán học. Kết quả mô hình hồi quy giá trị Log likelihood = -1505.6031, p-value: 0,0000 < 0,05 cho thấy mô hình có ý nghĩa. Như vậy, mô hình hồi quy nhị phân đưa ra phù hợp với dữ liệu nghiên cứu.

**Bảng 4.26. Kết quả độ chính xác của mô hình**

Số quan sát		Dự đoán		Số dự đoán đúng	Tỷ lệ dự đoán đúng
		Tình trạng DN			
		Không QTRRTC	Có QTRRTC		
Tình trạng DN	Không QTRRTC	4,157	119	4,157	97.21 %
	Có QTRRTC	592	332	332	35.93 %

Tổng thể	5.200	4489	86.32%
----------	-------	------	--------

(Nguồn: Nghiên cứu của tác giả)

Tóm lại, dựa vào bảng 4.24 các yếu tố FL, SIZE, TANGIBLE, FS, TAX, AGE đưa vào mô hình nghiên cứu có giá trị p-value < 0.05 cho thấy các biến độc lập này có ý nghĩa thống kê, tức là có tác động đến biến phụ thuộc (FRM), dấu của các hệ số hồi quy cũng phù hợp với dấu kỳ vọng (tỷ số nợ-biến giải thích cho vấn đề sử dụng nợ, tỷ lệ TSCĐ trên tổng tài sản, thuế, độ tuổi có tác động cùng chiều đến FRM. Ngoại trừ quy mô, tỷ lệ tiền và tương đương tiền trên tổng tài sản tác động ngược chiều). Bảng 4.25, mô hình có tỷ lệ dự đoán đúng trên tổng thể là 86.32%. Từ bảng kết quả hồi quy, luận án xác định mô hình hồi quy phản ánh mức độ ảnh hưởng của các yếu tố đến FRM.

$$\text{Log}(Y=1/Y=0)=7.744*FL-0.494*SIZE+5.116*TANGIBLE-4.612*FS+0.778*TAX+0.0324*AGE+\mu_i +u_{it}$$

Xác định  $P_0$  theo phương trình:

$$e^{7.744*FL-0.494*SIZE+5.116*TANGIBLE-4.612*FS+0.778*TAX+0.0324*AGE+\mu +u_{it}}$$

$$P_0 = \frac{e^{7.744*FL-0.494*SIZE+5.116*TANGIBLE-4.612*FS+0.778*TAX+0.0324*AGE+\mu +u_{it}}}{1+e^{7.744*FL-0.494*SIZE+5.116*TANGIBLE-4.612*FS+0.778*TAX+0.0324*AGE+\mu +u_{it}}}$$

Kết quả nghiên cứu có thể thấy: Khi tỷ số nợ tăng 1% thì log odd của QTRRTC cũng tăng 7.744 đơn vị. Do đó, DNNVV sử dụng nợ càng nhiều, rủi ro vỡ nợ càng tăng, làm tăng rủi ro tài chính. Như vậy, giả thuyết 1 được chấp nhận.

Khi quy mô DN tăng 1 đơn vị thì log odd của QTRRTC sẽ giảm 0,494 đơn vị. Điều này có nghĩa là DN có quy mô càng lớn, càng khẳng định được vị thế cạnh tranh của mình, đồng thời có đủ tiềm lực tài chính để vượt qua khó khăn. Như vậy, giả thuyết 2 được chấp nhận.

Hệ số hồi quy biến TANGIBLE = 5.116 với giá trị p-value < 5% tác động dương có nghĩa là khi tỷ lệ tài sản cố định tăng 1% thì Log Odd của QTRRTC tăng 5.116 đơn vị. Điều này cho thấy việc đầu tư quá mức vào tài sản gây nên sự mất cân đối trong chính sách tài trợ của doanh nghiệp. Như vậy, giả thuyết 3 được chấp nhận.

Hệ số hồi quy biến FS = - 4.612 với giá trị p-value < 5% tác động ngược chiều có nghĩa là khi tỷ lệ tiền và tương đương tiền tăng 1 đơn vị thì Log Odd của QTRRTC sẽ giảm 4.612 đơn vị. Giả thuyết 4 được chấp nhận.

Tiếp theo, thuế tăng 1% thì log odd của QTRRTC cũng tăng 0.778 đơn vị. Giả thuyết 5 được chấp nhận. Cuối cùng độ tuổi tăng 1% thì log odd của QTRRTC cũng tăng 0.0324 đơn vị. Điều này có nghĩa là thời gian hoạt động lâu dài đã xây dựng được

hình ảnh với khách hàng, đối tác, nhà cung cấp thì càng có cơ hội tiếp cận nguồn vốn với chi phí thấp, nhanh chóng nắm lấy thời cơ để vượt lên trên đối thủ. Như vậy, giả thuyết 6 được chấp nhận.

Thảo luận kết quả nghiên cứu, FL có tương quan cùng chiều với quản trị rủi ro tài chính ở mức ý nghĩa 1%, kết quả này trùng khớp với nghiên cứu của Rashid Ameer (2010), Lien và Yang (2008). Kết quả này cũng phù hợp với giả thuyết  $H_1$  đặt ra của tác giả. Bên cạnh đó một DN có mức sử dụng đòn bẩy tài chính càng nhiều thì rủi ro có thể càng gia tăng. Đòn bẩy càng cao, hàm ý doanh nghiệp tài trợ bằng nợ nhiều, khả năng kiệt quệ tài chính càng tăng. Tỷ số về đòn cân nợ được dùng để đo lường phần vốn góp của các chủ sở hữu doanh nghiệp so với phần tài trợ của các chủ nợ đối với doanh nghiệp. Đòn cân nợ tăng làm gia tăng tiềm năng tạo ra lợi nhuận và đồng thời cũng làm tăng rủi ro cho các chủ sở hữu. Vì tăng vốn bằng cách vay nợ làm tăng nguy cơ không thu hồi được nợ của các chủ nợ tăng và nếu doanh nghiệp thu được lợi nhuận từ tiền vay thì lợi nhuận dành cho các chủ doanh nghiệp sẽ tăng đáng kể. Doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính cao đối mặt với rủi ro tài chính, điều này chi phối các cổ đông cần trọng hơn và đưa ra các phương án phòng ngừa để giảm rủi ro. Theo các nghiên cứu Nance và cộng sự (1993), Getzy và cộng sự (1997), Haushater (2000) cho rằng các doanh nghiệp lớn luôn ưa thích phòng ngừa rủi ro tài chính vì các cổ đông lớn luôn chi phối đến hoạt động quản trị rủi ro. Do đó, bất chấp hiệu quả của doanh nghiệp, mức độ đòn bẩy tài chính càng cao có thể dẫn dắt các quản lý của doanh nghiệp để theo dõi càng nhiều chiến lược duy trì đầu tư để làm giảm mức độ chấp nhận rủi ro. Vì vậy, họ sẵn sàng áp dụng các công cụ phòng ngừa để giảm thiểu rủi ro.

Quy mô, dấu hệ số hồi quy âm có ý nghĩa thống kê 1%, kết quả này cũng phù hợp với giả thuyết  $H_1$  đặt ra của tác giả và phù hợp với các nghiên cứu trước đây của Nance và cộng sự (1993), Sprcic và Sevic (2012). Kết quả cho thấy các doanh nghiệp nhỏ có tiến bộ công nghệ thấp và ít chuyên môn hơn để quản lý các công cụ phái sinh, trong khi các doanh nghiệp lớn hơn có nhiều tài chính hơn, thông tin đối xứng và tiến bộ công nghệ nên họ có nhiều khả năng phòng ngừa hơn. Bên cạnh đó các doanh nghiệp lớn hơn có nhiều tài chính hơn, thông tin đối xứng và tiến bộ công nghệ nên họ có nhiều khả năng phòng ngừa hơn và họ phải trả chi phí giao dịch cao khi sử dụng các công cụ phái sinh, nhưng lợi ích của quy mô kinh tế đi kèm với chi phí đó. Vì vậy, chỉ những doanh nghiệp lớn mới có thể phòng ngừa rủi ro một cách hiệu quả. Do quy mô các doanh



ngành tại Việt Nam đa số là các DNNVV, thị trường tài chính Việt Nam là thị trường đang phát triển. Vì thế thị trường tài chính Việt Nam dễ bị ảnh hưởng bởi rủi ro từ nền kinh tế và trở nên biến động hơn khi gặp phải sự bất ổn của nền kinh tế.

TANGIBLE-Tỷ lệ giữa TSCĐ và tổng tài sản dùng để kiểm soát cơ hội đầu tư, các DN có phòng ngừa rủi ro có nhiều khả năng có cơ hội đầu tư lớn hơn, cũng như lập luận về lý thuyết của Froot và cộng sự (1993), Nance và cộng sự (1993) với giả thuyết chính là, nếu việc tiếp cận tài chính bên ngoài tốn kém, các DN có dự án đầu tư đòi hỏi tài trợ sẽ thực hiện phòng ngừa rủi ro cho dòng tiền của họ để tránh tình trạng thiếu hụt quỹ. Tác động của tài sản cố định có tương quan dương đến quản trị rủi ro tài chính ở mức ý nghĩa 1%, kết quả nghiên cứu phù hợp với giả thuyết nghiên cứu của tác giả đồng thời cũng phù hợp với nghiên cứu của Bartram và cộng sự (2009). Tài sản cố định hữu hình là đại diện bảo vệ người cho vay đối với rủi ro về tinh thần do sự xung đột giữa chủ nợ và chủ sở hữu gây ra (Jensen và Meckling, 1976). Vì vậy những doanh nghiệp với mức độ TSCĐHH lớn hơn thì thích dùng mức độ đòn bẩy tài chính cao hơn (Rajan và Zingales, 1995; Titman và Wessels, 1988). Kết quả cho thấy một khi doanh nghiệp có tỷ lệ tài sản cố định hữu hình lớn, tức tỷ lệ đảm bảo trong quá trình vay vốn các tổ chức tín dụng còn hiệu quả.

Thanh khoản tương quan ngược chiều với QTRRTC là 1%. Kết quả này trùng khớp với nghiên cứu Nance và cộng sự (1993), Opler và cộng sự (1999). Kết quả cho thấy một khi doanh nghiệp có sẵn dòng tiền sẽ có thanh khoản cao để giảm bớt chi phí kiệt quệ tài chính, từ đó họ sẽ sử dụng dòng tiền của mình để sử dụng vào các mục đích phòng ngừa nhằm hạn chế rủi ro tài chính. Dòng tiền chính là sự luân chuyển các dòng thu vào và dòng chi ra trong năm tài chính. Dòng tiền được sử dụng để tính toán các thông số như xác định tỷ lệ lợi nhuận hoặc giá trị của một dự án, đánh giá rủi ro trong các sản phẩm tài chính. Chẳng hạn trong bối cảnh gia tăng bất ổn thị trường tài chính toàn cầu thì dòng tiền sẽ gặp phải sự biến động hơn bao giờ hết. Để tránh bỏ lỡ các cơ hội đầu tư, doanh nghiệp sẽ nắm giữ tiền mặt như một biện pháp phòng ngừa rủi ro. Khi nguồn lực tài chính bị thiếu hụt, DN sẽ không thể tiếp cận với các cơ hội đầu tư cũng như thiếu hụt nguồn dự phòng cho rủi ro tài chính có thể xảy ra. Dòng tiền như là xương sống có tác động trực tiếp đến các quyết định quan trọng đó là đầu tư, tài trợ và phân phối lợi nhuận. Các QĐ đầu tư của doanh nghiệp, ngoài việc chú ý vào khả năng sinh lời của các dự án đầu tư, khả năng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài, còn có sự phụ thuộc

lớn vào nguồn tài trợ nội bộ có sẵn. Trong lúc khủng hoảng tài chính xảy ra, khi này dòng tiền sẽ bị sụt giảm, cùng với đó là nguồn tài trợ bên ngoài bị hạn chế do nhiều nguyên nhân thì lúc này doanh nghiệp sẽ nắm giữ tiền mặt nhiều hơn (Almeida và cộng sự, 2004). Ảnh hưởng khủng hoảng kinh tế sẽ làm tăng biến động của dòng tiền thông qua tỷ lệ lợi nhuận. Lượng dự trữ tiền mặt lớn sẽ là một ưu thế giúp DN giữ vị thế chủ động trong các hoạt động kinh doanh và tiếp cận nhanh chóng với cơ hội đầu tư.

Thuế có tương quan cùng chiều ở mức ý nghĩa 1%, kết quả trùng khớp với giả thuyết H<sub>3</sub>. Kết quả trên cho thấy một doanh nghiệp tự phòng ngừa rủi ro, việc tăng thuế trong trường hợp thu nhập đáng lẽ thấp sẽ nhỏ hơn thuế giảm trong các trường hợp mà thu nhập sẽ cao, do đó giảm thuế dự kiến (Graham và Smith, 1999). Theo lý thuyết quản trị rủi ro có thể dẫn đến giảm số lượng thuế phải nộp khi DN phải chịu một hàm thuế lồi (Smith và Stulz, 1985), nghĩa là một hệ thống thuế lũy tiến và/ hoặc chịu các khoản khấu trừ thuế có thể xảy ra hoặc bù đắp cho các khoản lỗ trong các kỳ kế toán trong tương lai. Điều này là do phòng ngừa rủi ro tạo ra sự ổn định với hiệu suất cao hơn và kéo theo việc giảm số lượng thuế phải nộp. Kết quả này cũng trùng khớp với nghiên cứu của Rashid Ameer (2010), Bartram và cộng sự (2009).

Tuổi cũng có tương quan cùng chiều với QTRRTC mức ý nghĩa thống kê 5%. Kết quả nghiên cứu có đủ bằng chứng để kết luận, tuy nhiên có thể thấy rằng doanh nghiệp có tuổi đời càng lớn càng nhận thấy tầm quan trọng của QTRRTC, vì vậy họ sẵn sàng áp dụng các công cụ phòng ngừa để giảm thiểu rủi ro cho đơn vị của mình.

#### **4.4.2. Tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam**

##### **4.4.2.1. Kết quả thống kê mô tả**

**Bảng 4.27: Thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình**

Tên biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	5200	.165	.146	.0000338	1.303895
ROE	5200	.351	.629	.0000934	1.618756
FRM	5200	.177	.382	0	1
FL	5200	.459	.223	.000223	.9878386
SIZE	5200	12.08	.588	8.47628	14.0361
TANGIBLE	5200	.245	.211	0	.9796447
TAX	5200	.048	.214	0	1
FS	5200	.138	.156	.000046	1.43542
AGE	5200	11.99	4.45	4	23

(Nguồn: Tổng hợp và tính toán từ Stata)

Kết quả bảng 4.26, biến ROA và ROE có giá trị trung bình lần lượt là 0.165 và 0.351 cho thấy hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu tương đối thấp, một trong các nguyên nhân chính là do các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn trong cơ chế chính sách để hoạt động hiệu quả hơn.

ROA (tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản) trung bình của các doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam từ năm 2008 đến năm 2020 là 0.165, giá trị nhỏ nhất là 0, giá trị lớn nhất là 1.304, dao động quanh mức 0.1. Tuy nhiên kết quả ROE (tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu) khả quan hơn ROA. ROE trung bình của mẫu nghiên cứu là 0.351, giá trị nhỏ nhất 0, giá trị lớn nhất 1.619, dao động quanh mức 0.6. Kế đến là biến FRM có giá trị trung bình là 0.177, độ lệch chuẩn 0.382. Bên cạnh đó, biến FL trung bình đạt 46% chứng tỏ phụ thuộc nhiều vào hình thức tài trợ tài chính bằng cách nợ, với mức độ lệch chuẩn là 0.223.

Quy mô có giá trị trung bình 12.08, độ lệch chuẩn 0.588 với giá trị 8.476 đến giá trị lớn 14.036. TANGIBLE chi đầu tư tài sản cố định có giá trị trung bình là 0.245, độ lệch chuẩn 0.211 với giá trị nhỏ nhất là 0, lớn nhất 0.979 cũng thấy được DN trong mẫu nghiên cứu từ năm 2008 đến năm 2020 vẫn chưa chú trọng nhiều trong việc đầu tư vào tài sản cố định như văn phòng, nhà xưởng, kho bãi... TSCĐ hữu hình là đại diện bảo vệ người cho vay đối với rủi ro về tinh thần do sự xung đột giữa chủ nợ và chủ sở hữu. Vì vậy, giá trị TSCĐ hữu hình lớn thì thích dùng giá trị đòn bẩy tài chính lớn hơn. FS giá trị trung bình 0.138, độ lệch chuẩn 0.156 với giá trị min là 0, giá trị max 1.435 có thể nhìn thấy nguồn vốn được sử dụng để phát triển. TAX giảm thuế do kết chuyển lỗ có giá trị trung bình là 0.048, độ lệch chuẩn 0.214 DN vẫn chưa được ưu đãi về thuế nhiều. Dữ liệu bao gồm các quan sát có độ tuổi 4 đến 23 với giá trị trung bình là 11.99 và độ lệch chuẩn 4.45. Độ tuổi của doanh nghiệp có giá trị trung bình 12 cho thấy các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu có độ tuổi tương đối cao, doanh nghiệp được thành lập lâu nhất là 23 năm, còn trẻ nhất 4 năm.

#### 4.4.2.2. Phân tích tương quan

**Bảng 4.28: Tương quan giữa các biến trong mô hình**

	ROA	ROE	FRM	FL	SIZE	TANGIBLE	TAX	FS	AGE
ROA	1.0000								
ROE	0.4987	1.0000							
FRM	0.2230	0.0308	1.0000						
FL	-0.3162	0.1752	0.3480	1.0000					
SIZE	0.0810	0.0598	-0.0409	0.1176	1.0000				

TANGIBLE		-0.1276	-0.1191	0.2975	-0.1149	-0.1102	1.0000			
TAX		-0.0875	-0.0367	0.1183	0.0545	-0.1176	0.0696	1.0000		
FS		0.4493	0.1686	-0.2203	-0.2063	0.0747	-0.2090	-0.0824	1.0000	
AGE		0.0226	-0.0530	-0.0983	-0.1432	0.2223	-0.1728	-0.1163	0.0449	1.0000

(Nguồn: Tổng hợp và tính toán từ Stata)

Kết quả dựa vào bảng 4.27, biến phụ thuộc ROA có mối tương quan cùng chiều với biến FRM (0.223), biến SIZE (+0.081), AGE (0.022). Biến ROE có mối tương quan cùng chiều với FRM (+0.031), SIZE (+0.059) và FL (0.175). Trong khi đó, tỷ lệ nợ trên tổng tài sản có mối quan hệ ngược chiều với ROA (-0.316). Kết quả cho thấy, tổng nợ trên tổng tài sản làm giảm khả năng sinh lời. TANGIBLE tương quan âm với ROA (-0.127); ROE (-0.119).

TAX (-0.087; -0.036) có tương quan âm với ROA và ROE. Còn lại biến độc lập khác đều có mối quan hệ tuyến tính dương với ROA và ROE về mức độ tương quan giữa biến độc lập đến biến phụ thuộc trong mô hình cho thấy là không cao. Biến độc lập đều có mối quan hệ tuyến tính với biến phụ thuộc. Tuy nhiên, mối quan hệ tuyến tính này là không mạnh nhỏ hơn 0.8. Quản trị rủi ro tài chính có tương quan cùng chiều đến hiệu quả hoạt động DNNVV được đại diện bởi ROE. Qua đó thấy được việc thực hiện quản trị rủi ro tài chính là rất quan trọng trong hoạt động của DNNVV. Bên cạnh đó, cơ chế chính sách đặc biệt luật hoạt động doanh nghiệp của Việt Nam còn chưa chặt chẽ, tạo nhiều kẽ hở để DN thực hiện các hành vi trốn thuế, khai báo thiếu trung thực. Ngoài việc xét tương quan giữa các biến cũng được kiểm định lại với chỉ số giá trị phóng đại phương sai (VIF) khi chạy hồi quy.

**Bảng 4.29. Kết quả VIF**

Tên biến	VIF	1/VIF
ROA	1.42	0.5050
ROE	1.27	0.3761
FRM	1.16	0.2516
FL	1.27	0.3811
SIZE	1.06	0.1022
TANGIBLE	1.13	0.2102
TAX	1.02	0.0377
FS	1.15	0.2402
AGE	1.07	0.1203
VIF trung bình	1.38	

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Stata)

Với kết quả kiểm định, hệ số phóng đại phương sai các biến đều nhỏ hơn 10 nên không có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra giữa các biến.

#### 4.4.2.3. Kết quả hồi quy

Để đánh giá tác động quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam, luận án sử dụng đồng thời ba phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất thông thường (OLS), phương pháp hồi quy tác động cố định (FEM) và phương pháp hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) với kiểm định F và kiểm định Hausman. Kết quả hồi quy dựa trên hiệu quả hoạt động DNNVV đại diện bởi tỷ lệ sinh lời trên tổng tài sản và tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu:

**Bảng 4.30: Tác động QTRRTC đến hiệu quả hoạt động (ROA)**

	Tên biến	OLS	FEM	REM
ROA	FRM	0.0120** [2.28]	0.0237*** [6.08]	0.0236*** [6.03]
	FL	-0.168*** [-18.72]	-0.143*** [-14.74]	-0.148*** [-15.90]
	SIZE	.00214*** [6.90]	0.0921*** [19.15]	0.0749*** [17.33]
	TANGIBLE	-0.0492*** [-5.32]	-0.0262** [-2.18]	-0.0293*** [-2.64]
	FS	0.347*** [29.32]	0.111*** [9.34]	0.140*** [12.09]
	TAX	-0.0222*** [-2.69]	-0.000500 [-0.09]	-0.00344 [-0.59]
	AGE	0.00226*** [5.46]	0.00396*** [10.43]	0.00337*** [9.24]
	Số quan sát	5200	5200	5200
	Kiểm định Hausman		0.0000	
	Kiểm định F-test	0.0000		
	Kiểm định Wald		0.0000	
	Kiểm định Wooldridge		0.0000	
<i>Sai số chuẩn trong ngoặc</i>				
***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1				

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Stata)

Bảng trên thể hiện kết quả hồi quy sử dụng đồng thời ba phương pháp hồi quy OLS, FEM và REM. Kết quả kiểm định F-test nhằm lựa chọn giữa OLS và FEM cho thấy giá trị p-value < 0.05 chứng tỏ mô hình FEM là mô hình phù hợp để tiến hành hồi quy. Kiểm định Hausman nhằm lựa chọn giữa mô hình FEM và REM cho thấy giá trị p-value < 0.05 chứng tỏ mô hình FEM là phù hợp để tiến hành hồi quy ở các bước sau: Kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi thông qua kiểm định wald mô hình 2 bị hiện tượng phương sai thay đổi và kiểm định wooldridge có hiện tượng tự tương quan. Kiểm

định Durbin Wu-Hausman (p\_value: 0.0000) nhỏ hơn mức ý nghĩa thông kê (1%, 5%, 10%), bác bỏ  $H_0 \Rightarrow$  biến nội sinh. Kết quả kiểm định thì mô hình được kết luận là có nội sinh. Để giải quyết vấn đề này, luận án sử dụng phương pháp GMM được giới thiệu bởi Arellano và Bond (1991).

Tương tự bảng 4.30, bảng 4.31 dưới đây cũng thể hiện kết quả hồi quy bằng ba phương pháp hồi quy là phương pháp hồi quy tuyến tính cổ điển, hồi quy tác động cố định và tác động ngẫu nhiên. Kết quả nhằm đánh giá tác động của QTRRTC đến hiệu quả hoạt động dựa trên biến phụ thuộc ROE

**Bảng 4.31: Tác động QTRRTC đến hiệu quả hoạt động (ROE)**

	Tên biến	OLS	FEM	REM
ROE	FRM	-0.0470* [-1.86]	0.0237 [1.13]	0.0190 [0.92]
	FL	0.534*** [12.36]	0.724*** [13.89]	0.680*** [13.97]
	SIZE	0.0261* [1.74]	0.201*** [7.77]	0.148*** [6.65]
	TANGIBLE	-0.205*** [-4.61]	-0.240*** [-3.73]	-0.217*** [-3.78]
	FS	0.796*** [13.98]	0.0953 [1.49]	0.212*** [3.48]
	TAX	-0.0960** [-2.41]	-0.0236 [-0.76]	-0.0348 [-1.11]
	AGE	0.00749*** [3.75]	0.0108*** [5.29]	0.00897*** [4.69]
	Số quan sát	5200	5200	5200
	Kiểm định Hausman		0.0000	
	Kiểm định F-test	0.0000		
	Kiểm định Wald		0.0000	
Kiểm định Wooldridge		0.1257		
<i>Sai số chuẩn trong ngoặc</i>				
***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1				

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Stata)

Dựa vào bảng 4.30, kiểm định F với pvalue=0%<5% phương pháp hồi quy tác động cố định hiệu quả hơn hồi quy tuyến tính cổ điển. Bên cạnh đó với kiểm định hausman nhằm lựa chọn giữa mô hình FEM và REM cho thấy giá trị p-value=0.0000 < 0.05 chứng tỏ FEM cũng hiệu quả hơn REM. Từ đó có thể thấy, phương pháp hồi quy tác động cố định là phương pháp hồi quy hiệu quả nhất để đánh giá tác động quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa. Kết quả kiểm định wald chứng minh có hiện tượng phương sai thay đổi trong mô hình ảnh hưởng cố định. Tương

tự, kiểm định Wooldridge không xuất hiện hiện tượng tự tương quan ( $\text{prob} > F = 0.1257 > 0.05$ ). Kiểm định Durbin Wu-Hausman ( $p\_value: 0.0015$ ) nhỏ hơn mức ý nghĩa thống kê (5%), bác bỏ  $H_0 \Rightarrow$  biến nội sinh. Để khắc phục hiện tượng nội sinh, trường hợp này tác giả cũng dùng phương pháp hồi quy GMM, kết quả ở bảng sau:

**Bảng 4.32. Kết quả hồi quy**

	Tên biến	ROA	ROE
GMM	FRM	0.0177*** [6.35]	0.0540** [2.27]
	FL	-0.173*** [-9.86]	0.380*** [4.29]
	SIZE	0.0769*** [8.48]	0.153*** [3.94]
	TANGIBLE	-0.0630*** [-3.52]	-0.0962* [-1.68]
	FS	0.103*** [5.32]	0.202*** [4.74]
	TAX	-0.0176** [-2.31]	0.302* [1.82]
	AGE	0.00291*** [5.94]	0.00538*** [3.20]
	Số quan sát	4400	4400
	AR(1)	0.000	0.109
	AR(2)	0.688	0.682
	Sargan test	0.181	0.093
	Hansen test	0.539	0.252
<i>Sai số chuẩn trong ngoặc</i>			
*** $p < 0.01$ , ** $p < 0.05$ , * $p < 0.1$			

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Stata)

Ở bảng 4.32 đó là kết quả kiểm định Hansen về tính hiệu lực của mô hình và kiểm định Abond (AR(2))-kiểm định tương quan chuỗi 2 bậc). Kiểm định Hansen cho thấy giá trị p lớn hơn 0.1 nghĩa là giả thuyết ban đầu bị loại bỏ. Do đó, mô hình có tính hiệu lực. Ngoài ra, kiểm định AR(2) cho kết quả giá trị p lớn hơn 0.1, nghĩa là giả thuyết ban đầu về việc không tồn tại mối tương quan chuỗi 2 bậc bị loại bỏ. Do đó, kết quả GMM đều có ý nghĩa. Sau khi khắc phục mô hình có khuyết tật, luận án xem xét kết quả ước lượng đối với các biến để kiểm định các giả thuyết nghiên cứu đã được đề cập ở chương 3:

Thảo luận kết quả hồi quy, hệ số quản trị rủi ro tài chính (FRM) trong Bảng 4.32 bằng 0.0177 và có mức ý nghĩa thống kê là 1%. Kết quả làm rõ FRM thực sự có tác

động làm tăng hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam với mức ý nghĩa là 1%. Kết quả này phù hợp với giả thuyết đặt ra cho thấy việc thực hiện quản trị rủi ro tài chính cải thiện hiệu quả doanh thu và chi phí do giảm rủi ro, tạo ra động lực để tối đa hóa lợi nhuận doanh nghiệp và tăng giá trị doanh nghiệp. Doanh nghiệp có khả năng nhận ra những lợi ích của phòng ngừa rủi ro thông qua thực hiện quản trị rủi ro tài chính, trong đó các doanh nghiệp sẽ ưu tiên các hoạt động phòng ngừa rủi ro đối với hầu hết các phần trong tổng rủi ro và lựa chọn các công cụ quản trị rủi ro có sẵn bằng cách kết hợp các rủi ro của doanh nghiệp phải đối mặt. Vì vậy, các doanh nghiệp thực hiện quản trị rủi ro tài chính dẫn đến giá trị doanh nghiệp cao hơn, giúp cải thiện đáng kể hiệu quả doanh thu và tiết kiệm chi phí.

Đối với ảnh hưởng của các biến kiểm soát trong mô hình, đòn bẩy tài chính (FL), thuế và tài sản cố định/tổng tài sản (tangible) có tác động ngược chiều với hiệu quả hoạt động. Kết quả FL có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa là 1% cho thấy mức độ tác động giữa nợ vay với HQHĐ DNNVV là đáng kể nhưng dấu âm. Cụ thể nếu FL tăng 1 đơn vị thì HQHĐ giảm đi trung bình từ khoảng 0.2 lần với các yếu tố khác không đổi. Điều này khiến các doanh nghiệp phải đối với rủi ro mất khả năng thanh toán rất cao. Với mức rủi ro này, tất yếu các nhà đầu tư, chủ nợ hoặc nhà cung cấp nguyên vật liệu đầu vào sẽ yêu cầu các mức chi phí, lãi suất cao hơn để bù đắp phần rủi ro mà họ có thể gặp phải, khiến doanh nghiệp gặp nhiều bất lợi, làm tăng chi phí và từ đó làm giảm lợi nhuận.

Quy mô tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động DNNVV. Theo kết quả ta thấy biến SIZE có tác động tích cực đến HQHĐ của DNNVV và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa là 1%. Cụ thể: Nếu quy mô DN tăng 1% sẽ làm hiệu quả hoạt động DNNVV tăng lên trung bình 0.08 lần với điều kiện các yếu tố khác không đổi. Điều này được giải thích là do các DN có quy mô càng lớn thì lợi nhuận càng lớn, khiến cho tỷ suất sinh lời của tài sản càng lớn. Lợi thế về quy mô cũng làm cho chi phí bình quân trên một đơn vị sản phẩm thấp hơn, khiến cho thu nhập của các DN càng lớn. Đồng thời, các DN có quy mô lớn sẽ có nhiều uy tín, cơ hội để tiếp cận với các đầu vào (nguyên vật liệu, nhân công, nguồn vốn...) có chi phí thấp. Quy mô thực tế tại VN tỷ lệ các DNNVV QTRRTC ít, hoặc nếu có cũng chỉ xoay quanh các công cụ kỹ thuật truyền thống đơn giản. Tỷ lệ vận dụng QTRRTC tăng hơn đối với các DNNVV. Điều này có thể diễn giải theo xu hướng là một khi DN lớn mạnh về mặt quy mô như doanh số bán hàng tăng, hay là mở rộng thị trường dẫn đến số lượng nhân viên tăng hoặc phát triển kinh doanh thêm ngành



nghe làm số lượng phòng ban tăng thêm thì dẫn đến nhu cầu đòi hỏi cần phải có các quy chuẩn đánh giá hiệu quả kinh tế, các công cụ quản trị phù hợp hơn; đây là cơ sở để DNNVV có thể mạnh dạn vận dụng các công cụ QTRRTC, cũng như mạnh dạn vận dụng các công cụ kỹ thuật phức tạp hơn nhằm có được các thông tin hỗ trợ quá trình ra quyết định tốt hơn. Kết quả thảo luận cũng phù hợp với các nghiên cứu Fok và cộng sự (1997), Sprcic và Sevic (2012), Nance và cộng sự (1993), Talat Afza (2011), Bartram và cộng sự (2009). Quy mô càng lớn sẽ làm tăng khả năng QTRRTC trong DNNVV VN. Ngoài ra thì quy mô có thể diễn giải dưới biến doanh thu, một biến quan sát khác là tổng số vốn hoạt động bình quân không phù hợp với nghiên cứu vì trong thực tế tại VN, quy định về nguồn vốn hoạt động còn nhiều lỏng lẻo nên tính trung thực, chính xác khi kê khai đăng ký không cao, do đó biến quan sát này không có ý nghĩa nghiên cứu trong thực tiễn. Tuy nhiên, hệ số của tài sản cố định (tangible) có ý nghĩa thống kê 1% trong kết quả hồi quy ngược chiều. Điều này không ủng hộ quan điểm giá trị tài sản cố định cao thì mang lại hiệu quả cho doanh nghiệp, hàm ý các DNNVV chưa sử dụng hiệu quả tài sản cố định.

Thanh khoản tác động cùng chiều đến HQHĐ. Điều này cho thấy, nếu mức độ thiếu hụt tài chính tăng 1% làm tăng khả năng HQHĐ được tăng lên trung bình 0.1 lần với điều kiện các yếu tố khác không đổi. Những doanh nghiệp có nguồn dự trữ thanh khoản dồi dào sẽ dễ dàng chuyển đổi các tài sản thanh khoản thành tiền để đáp ứng cho các nghĩa vụ thanh toán các khoản phải trả của doanh nghiệp.

Đối với thuế tác động ngược chiều có ý nghĩa thống kê cho thấy với DNNVV nộp thuế vào ngân sách nhà nước ít hơn sẽ mang lại hiệu quả tài chính tốt hơn, điều này phù hợp với thực tế tương quan với việc DN có lợi nhuận hiệu quả quản trị tốt hơn sẽ đóng góp vào ngân sách nhiều hơn. Suy cho cùng, tùy vào mỗi góc độ khác nhau thì cách nhìn nhận về thuế khác nhau. Nhưng nhìn chung, thuế là một nguồn thu quan trọng của NSNN được quy định cụ thể qua hệ thống pháp luật, thể hiện là một khoản đóng góp bắt buộc của các đối tượng trong nền kinh tế. Ở khía cạnh là người nộp thuế, theo Luật quản lý thuế số 38/2019/QH14 ngày 13/6/2019, thuế được xem là một khoản tiền bắt buộc mà mỗi tổ chức, hộ gia đình, hộ kinh doanh, cá nhân phải có nghĩa vụ đóng góp để Nhà nước tập trung nguồn tài chính nhằm thực hiện các chức năng chính: đảm bảo nguồn thu NSNN, tạo sự công bằng trong phân phối thu nhập và ổn định xã hội điều tiết nền kinh tế vĩ mô.

Độ tuổi của DN trong mẫu nghiên cứu tương quan cùng chiều với hiệu quả hoạt động. Theo kết quả biến AGE có tác động tích cực đến HQHĐ và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa là 1%. Cụ thể: Nếu độ tuổi của DN tăng 1% sẽ làm HQHĐ DNNVV tăng lên trung bình 0.003 lần với điều kiện các yếu tố khác không đổi. Điều này cho thấy trong thời gian các DNNVV hoạt động lâu năm có lợi thế hơn các DN non trẻ và các DN non trẻ dễ bị tổn thương hơn trước những biến động của nền kinh tế.

Tổng hợp các kết quả trên, luận án tìm thấy các kết quả tương đồng đối với nhiều nghiên cứu trước đây về các biến tỷ số tài sản cố định hữu hình, khả năng sinh lời, nợ và biên số năm thành lập. Đối với khả năng sinh lời, các DN Việt Nam có xu hướng sử dụng để trang trải cho các số nợ mình đang vay hoặc giữ lại để đầu tư, giảm tỷ trọng nợ trên tổng tài sản chứ không có xu hướng vay nợ nhiều hơn. Tác giả đã làm rõ mục tiêu nghiên cứu ban đầu ở doanh nghiệp nhỏ và vừa VN giai đoạn 2008-2020, thông qua việc trả lời câu hỏi: Quản trị rủi ro tài chính tác động như thế nào đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp?

#### ***Kết luận chương 4***

Chương 4 làm rõ được thực trạng quản trị rủi ro tài chính tại doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam trong thời gian từ năm 2008 đến năm 2020. Đánh giá chung theo kết quả ước lượng với đầy đủ các biến kiểm soát cho thấy quản trị rủi ro tài chính có tác động làm tăng hiệu quả hoạt động SME VN với mức ý nghĩa thống kê 1% phù hợp với giả thiết. Từ kết quả đó, luận án xây dựng hướng nghiên cứu với mục tiêu nghiên cứu nhằm làm rõ chiều hướng tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam.

## CHƯƠNG 5: KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

### 5.1. Kết luận

Mục tiêu của luận án nghiên cứu đưa ra bằng chứng thực nghiệm mới. Kết quả nghiên cứu của luận án đồng tình với các kết quả nghiên cứu trước đây cho rằng các yếu tố chi phí kiệt quệ tài chính, tài trợ nguồn bên ngoài, thuế và tuổi có tác động đến quản trị rủi ro tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa. Giả thuyết giải thích quản trị rủi ro tài chính được kiểm định thông qua mối tương quan với các yếu tố chi phí kiệt quệ tài chính, tài trợ nguồn bên ngoài, thuế và độ tuổi doanh nghiệp.

Luận án sử dụng phân tích sự khác biệt trong giá trị trung bình của các biến nghiên cứu trong trường hợp doanh nghiệp nhỏ và vừa có hoặc không quản trị rủi ro tài chính. Đồng thời phân tích mô hình nghiên cứu về các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam sử dụng kiểm định t-test và phân tích hồi quy Logistic. Dựa vào kết quả phân tích hồi quy Logistic các yếu tố chi phí kiệt quệ tài chính, tài trợ nguồn bên ngoài, thuế và tuổi doanh nghiệp có tương quan dương với quản trị rủi ro tài chính.

Như vậy, từ kết quả nghiên cứu có thể kết luận rằng bằng chứng thực nghiệm dựa trên mối tương quan giữa đòn bẩy tài chính, tài trợ nguồn bên ngoài, thuế và tuổi đời doanh nghiệp với quản trị rủi ro tài chính tại các doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam phù hợp với những giả thuyết  $H_1$ ,  $H_2$ ,  $H_3$ ,  $H_4$ ,  $H_5$ ,  $H_6$  cho rằng các yếu tố có tác động đến quản trị rủi ro tài chính.

Khi nghiên cứu tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa. Hướng nghiên cứu này, luận án tiếp cận dựa trên nghiên cứu của Hoyt và Liebenbeg (2011), Trịnh Thị Phan Lan (2016) để kiểm chứng thực nghiệm tại các DNNVV Việt Nam. Quản trị rủi ro tài chính là một vai trò quan trọng của chiến lược quản trị tài chính của doanh nghiệp nói chung và DNNVV nói riêng. Thông qua việc tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm, luận án đã hệ thống lại khái niệm, phân loại, các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính. Bên cạnh đó, luận án phân tích thực trạng quản trị rủi ro tài chính của các DNNVV thông qua nhận diện, đo lường và kiểm soát rủi ro tài chính.

Thông tin số liệu được tổng hợp từ Báo cáo tài chính năm 2008 đến năm 2020 tại DNNVV Việt Nam. Dựa vào các số liệu thu thập được, luận án nghiên cứu tác động của

quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động DNNVV thông qua phân tích các tỷ số tài chính trong báo cáo tài chính SMEs Việt Nam. Kết quả nghiên cứu tìm được bằng chứng mới quản trị rủi ro tài chính làm tăng hiệu quả hoạt động SMEs Việt Nam.

Kết quả nghiên cứu cho thấy mức độ nợ có mối tương quan âm đến hiệu quả hoạt động tính trên tài sản. Điều này hàm ý là, khi SMEs tăng đòn bẩy tài chính, tăng mức độ nợ sử dụng (bất kể là nợ ngắn hạn hay nợ dài hạn) thì vẫn làm giảm khả năng sinh lợi tính trên tài sản. Nguyên nhân là do đặc điểm riêng của SMEs luôn có nhu cầu đầu tư tài sản để đáp ứng trong hoạt động kinh doanh, tình trạng công nợ lớn và kéo dài, trong khi các doanh nghiệp này vẫn phải duy trì hoạt động dẫn đến việc gia tăng nhu cầu vốn để tài trợ cho hoạt động và mua sắm tài sản. Điều này cho thấy khi có nhu cầu về vốn tài trợ thì các SMEs sẽ gia tăng vấn đề sử dụng nợ. Kết quả này cũng phù hợp với nghiên cứu Trịnh Thị Phan Lan. Qua đó, có cơ sở đề xuất hàm ý chính sách nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa trong thời gian tới, phù hợp với những định hướng phát triển của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam.

Trong môi trường kinh doanh, các doanh nghiệp luôn luôn phải đối mặt với các chính sách về nhu cầu vốn để mở rộng hay duy trì hoạt động kinh doanh nhằm mang lại khả năng sinh lời tốt hơn. Đối với các doanh nghiệp kinh doanh có khả năng sinh lời kém (không hiệu quả trong kinh doanh), khả năng cạnh tranh thấp, các khoản nợ ngày càng tăng dẫn tới nguy cơ phá sản sẽ bắt buộc các doanh nghiệp phải giảm tỷ lệ nợ nhằm giảm các khoản tiền phải trả. Với các doanh nghiệp khả năng sinh lời cao (hoạt động hiệu quả cao) thì việc sử dụng đòn bẩy tài chính hay tăng vốn vay làm cho kết quả kinh doanh hiệu quả hơn khi tận dụng được lá chắn thuế. Do đó, các doanh nghiệp ở các tình huống khác nhau có những chiến lược về vốn khác nhau, nhất là vốn vay không hiệu quả sẽ gây ra hiệu ứng ngược của đòn bẩy tài chính. SMEs có quy mô và nguồn lực giới hạn, trong bối cảnh kinh tế biến động và cạnh tranh khắc nghiệt hiện nay, SMEs phải đối mặt với nhiều rủi ro trong hoạt động sản xuất kinh doanh. Để đảm sự phát triển bền vững, SMEs cần triển khai các hoạt động quản trị rủi ro hiệu quả. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu thực trạng cho thấy, trong quy trình quản trị rủi ro, SMEs gặp khó khăn ở 3 bước: nhận diện rủi ro tài chính, đo lường và kiểm soát rủi ro tài chính. Nguyên nhân chính do tình trạng thiếu thốn công cụ, nguồn nhân lực chất lượng trong SMEs để có thể tự triển khai; cũng như nguồn lực tài chính hạn chế để có thể thuê ngoài các hoạt động chuyên môn này.

Thông thường, các doanh nghiệp có quy mô còn hạn hẹp được đánh giá là có rủi ro cao, nhưng nếu các doanh nghiệp này tạo được uy tín với ngân hàng thông qua việc luôn thực hiện tốt nghĩa vụ trả nợ cho các hợp đồng vay trong quá khứ, thì ngân hàng sẽ giảm việc thế chấp các tài sản đảm bảo. Các tài sản đảm bảo này thay vì được sử dụng để thế chấp các hợp đồng vay thì lúc này được doanh nghiệp tận dụng để đưa vào hoạt động sản xuất kinh doanh, góp phần cải thiện quy mô của doanh nghiệp. Từ đó mà các doanh nghiệp có quy mô nhỏ và vừa có thể cải thiện được hiệu quả hoạt động của mình nếu họ duy trì một mức nợ vay từ ngân hàng thường xuyên và luôn thực hiện tốt nghĩa vụ trả nợ, tạo được niềm tin đối với ngân hàng. Vì vậy, SMEs quản trị rủi ro hiệu quả có thể đáp ứng các nghĩa vụ trong hợp đồng và giảm sự thiếu hụt nguồn vốn đầu tư và có thể ký kết các hợp đồng tốt hơn với chi phí đi vay thấp hơn.

## **5.2. Hàm ý chính sách**

### **5.2.1. Hàm ý quản trị rủi ro tài chính cho SMEs Việt Nam**

#### **5.2.1.1. Nhận thức tầm quan trọng về quản trị rủi ro tài chính**

Trong thực tiễn, là hoạt động quản trị rủi ro tài chính có thể ảnh hưởng đến quyền lợi của một số người trong doanh nghiệp nhỏ và vừa, do đó họ có thể tìm cách để không thực hiện hoạt động này. Cho nên, việc nâng cao nhận thức RRTC cần phải:

Tổ chức các buổi tập huấn, đào tạo ngắn hạn, hội thảo về quản trị rủi ro giúp các DN nhận thức đầy đủ về RRTC.

Để thực hiện được QTRRTC, SMEs cần nâng cao nhận thức về RRTC. Thực tế tại các DN do không nhận thức được đầy đủ hoạt động QTRR nên nhiều cơ hội kinh doanh bị bỏ qua hoặc không được đầu tư. Vì vậy không nên né tránh rủi ro hoặc tìm kiếm những hoạt động kinh doanh có rủi ro thấp. Mục đích chính của quản trị rủi ro là nhằm ngăn chặn, kiểm soát rủi ro và giúp nhận biết được các rủi ro tiềm tàng có thể xảy ra, do vậy làm giảm các tình huống không mong muốn gặp phải trong công việc.

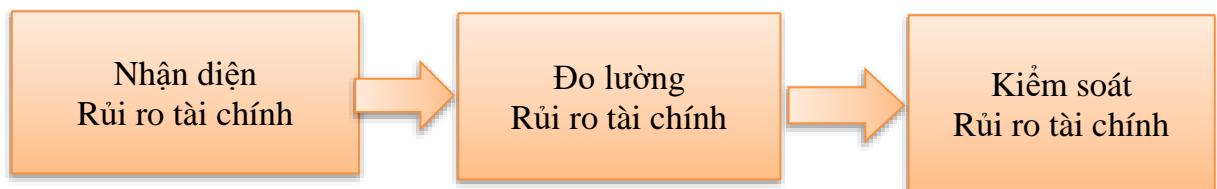
Hiệu quả hoạt động quản trị rủi ro mang lại: Việc đánh giá chi phí và phương thức đánh giá hiệu quả việc QTRR một cách đúng đắn là cơ sở thuyết phục về lợi ích mà quản trị rủi ro mang lại. Đồng thời, để nâng cao hiệu quả quản trị rủi ro tài chính trong hoạt động của DN là tăng cường tuyên truyền, đào tạo nâng cao nhận thức về rủi ro tài chính khi truyền đạt công tác quản trị rủi ro tài chính với mục đích làm cho các bộ phận, các thành viên liên quan nhận thức, hiểu rõ mục tiêu, tầm quan trọng của việc nâng cao năng lực và trình độ quản trị cho DN. Vì vậy, mỗi DN khi thực thi những chiến

lược đều không thể tránh khỏi rủi ro. Quản trị rủi ro hiệu quả không những giúp DN giảm thiểu được các rủi ro tài chính trong kinh doanh mà còn tối đa hóa giá trị cổ đông, nhưng để thực hiện quản trị rủi ro SMEs Việt Nam mang lại lợi ích thì việc nghiên cứu xem các yếu tố nào tác động đến quản trị rủi ro tài chính của SMEs để làm tăng hiệu quả hoạt động doanh nghiệp quan tâm nhiều hơn đến thực hiện quản trị rủi ro nhằm hạn chế rủi ro tài chính. Hàm ý khác, xây dựng bộ máy quản trị rủi ro tài chính chủ yếu nhằm đảm bảo tình hình tài chính SMEs như phân tích ở mục 4.3.2 (bảng 4.3, chương 4) chính việc không có bộ phận quản trị rủi ro tài chính riêng sẽ tăng gánh nặng cho phòng tài chính-kế toán. Ngoài nhiệm vụ liên quan đến chuyên môn còn kiêm nhiệm công việc tham mưu ban giám đốc trong việc xây dựng kế hoạch-tài chính, quy trình nghiệp vụ, cơ sở pháp lý, kiểm tra việc áp dụng các biện pháp đảm bảo hiệu quả tài chính... Do đó, việc có bộ phận thực hiện QTRRTC hay đội ngũ nhân viên có kỹ năng thực hiện quy trình QTRRTC và thiết lập hệ thống quy trình văn bản về FRM là một trong những giải pháp tiên quyết đặt ra với SMEs hiện nay. Thông qua sự tham mưu của bộ phận FRM, Giám đốc hoặc kế toán trưởng sẽ kịp thời cập nhật liên tục các yếu tố rủi ro nào có thể đe dọa đến an toàn tài chính của DN từ đó chủ động các kịch bản đối phó. Đồng thời, quy trình QTRRTC sẽ giúp hoạt động vận hành của doanh nghiệp không phát sinh những yếu tố có thể trở thành rủi ro tài chính trong tương lai.

#### 5.2.1.2. Thực hiện quy trình quản trị rủi ro tài chính

Hàm ý về thực hiện QTRRTC, doanh nghiệp nhỏ và vừa cần tiến hành các bước theo quy trình quản trị rủi ro tài chính gồm nhận diện rủi ro tài chính, đo lường và kiểm soát rủi ro tài chính.

##### Quy trình quản trị rủi ro tài chính



##### Bước 1. Nhận diện rủi ro tài chính

Việc nhận diện các rủi ro thông qua phân tích báo cáo tài chính (các chỉ tiêu tài chính) có tác dụng giúp doanh nghiệp nhận sớm được các rủi ro tiềm ẩn, đánh giá kịp thời về RRTC xảy ra. Chẳng hạn: nhận thấy có gặp rủi ro tín dụng thương mại, thể hiện ở khoản phải thu tăng cao nhưng các rủi ro khác thì không đáng kể và có chương trình

hành động đối phó với những thay đổi của môi trường kinh doanh. Doanh nghiệp nhỏ và vừa cần thường xuyên, liên tục nhận diện rủi ro trong suốt quá trình triển khai kế hoạch, phương án kinh doanh. Việc nhận diện rủi ro không chỉ đơn giản là nêu tên loại rủi ro mà cần am hiểu đầy đủ về những rủi ro tài chính mà doanh nghiệp đang gặp phải như cần ghi rõ khi triển khai kế hoạch, doanh nghiệp đối diện với rủi ro nào. Việc nhận diện phải lưu tâm đến cả các rủi ro chưa bao giờ xảy ra nhưng có thể xảy ra. Một hiện tượng phổ biến là các bộ phận trong doanh nghiệp đã bị tổn thất thường giấu nguyên nhân dẫn đến rủi ro do lo ngại ảnh hưởng đến quyền lợi cá nhân của người gây ra, hay do đội ngũ quản trị chưa đủ bản lĩnh để công khai rủi ro, cũng có thể do chính sách chưa cho phép việc công khai rủi ro hoặc do không có bộ phận đảm nhiệm việc thông tin nội bộ về rủi ro. Điều này càng khó cho công tác nhận diện và làm cho RRTC trở nên trầm trọng hơn. Để nhận diện rủi ro tài chính có chất lượng, bản thân doanh nghiệp nhỏ và vừa cần nâng cao tính minh bạch từ các báo cáo tài chính của chính doanh nghiệp như nhận diện dấu hiệu rủi ro tài chính như rủi ro lãi suất, cách tính lấy chỉ số lợi nhuận trước thuế và lãi vay trên tổng chi phí lãi vay nhỏ hơn một đang gặp vấn đề trong lợi nhuận; không có khả năng thanh toán lãi vay đúng hạn và được nhận diện có rủi ro lãi suất. Điều này cho thấy, các doanh nghiệp có thể sử dụng một số phương pháp sau đây để nhận diện rủi ro tài chính: Đầu tiên, liệt kê các rủi ro gặp phải có liên quan đến hoạt động của mình (lập bảng câu hỏi nghiên cứu về rủi ro và tiến hành điều tra). Tiếp theo, phân tích báo cáo tài chính (bảng kết quả hoạt động kinh doanh, bảng cân đối kế toán, báo cáo lưu chuyển tiền tệ và thuyết minh báo cáo tài chính).

## Bước 2. Đo lường rủi ro tài chính

Tính hữu ích của báo cáo tài chính trong việc đo lường rủi ro tài chính là việc rất quan trọng. Vì từ đó, doanh nghiệp mới xác định được những rủi ro nào gây ra tổn thất và xếp hạng rủi ro theo mức độ ưu tiên cần đối phó. Các doanh nghiệp nhỏ và vừa có thể linh hoạt áp dụng để kiểm mức độ nghiêm trọng trong tình hình tài chính và đưa ra quyết sách đúng đắn, kịp thời nhằm tránh không rơi vào tình trạng phá sản. Đo lường rủi ro bằng mô hình định lượng từ đó lượng hóa các biến trong mô hình được áp dụng phổ biến trên thế giới để các SMEs Việt Nam tham khảo bằng cách sử dụng phân tích tỷ số tài chính từ BCTC cách sử dụng phân tích biệt số đơn biến trong báo cáo tài chính như SME phá sản là những doanh nghiệp nhỏ và vừa có ít tiền mặt, ít hàng tồn kho nhưng có nhiều khoản phải thu. Đề cập đến biến cố có thể xảy ra hoặc không xảy ra rủi

ro tài chính do phải thanh toán các khoản nợ gốc và lãi vay với các chủ nợ đo lường qua tỷ số khả năng trả lãi vay.

Tỷ số khả năng trả lãi cho biết bình quân 1 đồng chi phí lãi vay phát sinh trong kỳ được đảm bảo bởi bao nhiêu đồng lợi nhuận. Nếu lợi nhuận trước thuế và lãi vay gấp càng nhiều lần so với chi phí lãi vay thì khả năng trả lãi vay càng cao, và khả năng xảy ra rủi ro tài chính càng thấp; và ngược lại. Tiêu chuẩn của tỷ số này là lớn hơn 1. Thông thường, doanh nghiệp có tỷ số khả năng trả lãi vay thấp, dẫn đến gia tăng rủi ro tài chính có thể vì hai lý do: (i) sử dụng nhiều nợ vay và làm tăng chi phí lãi vay, và (ii) hiệu quả sinh lời của các khoản đầu tư thấp.

Mô hình hồi quy xác suất (binary logistic regressions). Phương pháp này kết hợp các chỉ số tài chính lại với nhau vào trong một mô hình. Để xây dựng một mô hình đa biến hiệu quả, phải xác định được các chỉ số tài chính tốt nhất có khả năng đo lường được rủi ro tài chính. Có hai phương pháp phân tích phổ biến của mô hình đa biến, đó là hồi quy Logit và Probit.

### Bước 3. Kiểm soát rủi ro tài chính

Để hạn chế rủi ro về giá mà nhiều doanh nghiệp đã áp dụng các biện pháp phòng ngừa là sử dụng các công cụ tài chính phái sinh. Trong nền kinh tế thị trường giá cả hàng hóa, nguyên vật liệu luôn thay đổi tùy thuộc vào quan hệ cung cầu, tâm lý người tiêu dùng, tiềm lực kinh tế của các nước. Nhìn chung các nguyên nhân này khó có thể dự đoán được chính xác. Vì thế, rủi ro về sự biến động giá là loại rủi ro phổ biến ảnh hưởng đến tình hình tài chính của doanh nghiệp. Sự thay đổi của giá cả hàng hóa. Để hạn chế rủi ro này người ta thường dùng các công cụ tài chính phái sinh như: Option (hợp đồng quyền chọn), forward (hợp đồng kỳ hạn), future (hợp đồng tương lai), swap (hợp đồng hoán đổi). Việc nâng cao hiểu biết, sự quan tâm của doanh nghiệp đối với các loại hợp đồng này là điểm đáng lưu ý trong công tác quản trị rủi ro tài chính.

Ngoài công cụ nêu trên, doanh nghiệp có thể sử dụng công cụ tài chính khác (xây dựng cơ cấu vốn mục tiêu với rủi ro đòn bẩy tài chính, xây dựng hệ số tín nhiệm khách hàng đối với rủi ro tín dụng thương mại...). Các hàm ý này thường chi phí không cao, DNNVV có thể áp dụng bằng cách:

### **Xây dựng cơ cấu vốn mục tiêu với rủi ro đòn bẩy tài chính**

*Xác định nguồn vốn.* Dựa vào bảng cân đối kế toán ở phần nguồn vốn phản ánh toàn bộ nguồn vốn hình thành nên tài sản của doanh nghiệp, bao gồm: nợ phải trả (ngắn



hạn và dài hạn) và nguồn vốn chủ sở hữu cần thiết hoạch định cơ cấu tài chính. Sau khi xác định nhu cầu vốn cần thiết cho sản xuất kinh doanh, doanh nghiệp phải bố trí nguồn tài trợ hợp lý cho nhu cầu vốn đó. Có nhiều nguồn tài trợ cho nhu cầu vốn của doanh nghiệp như: nguồn vốn chủ sở hữu (cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu đãi), vay ngắn hạn, dài hạn ngân hàng, phát hành trái phiếu. Tất cả những nguồn tài trợ cho toàn bộ nhu cầu vốn của doanh nghiệp nói lên cơ cấu tài chính. Như thế có thể thấy rằng cơ cấu tài chính gồm cơ cấu vốn và nợ ngắn hạn. Cơ cấu vốn gồm nguồn vốn chủ sở hữu và nợ trung, dài hạn thể hiện nguồn tài trợ thường xuyên, doanh nghiệp có thể an tâm sử dụng trong thời gian tương đối dài không phải lo chi trả. Bố trí cơ cấu tài chính thích hợp có ý nghĩa quan trọng trong việc giảm thấp giá sử dụng vốn của doanh nghiệp. Vì vậy, trong công tác quản trị tài chính cần thiết phải xây dựng cơ cấu tài chính. Trong mỗi doanh nghiệp, nguồn tài trợ ngắn hạn thường xuyên thay đổi theo tình hình thay đổi của tài sản ngắn hạn do đó, trong hoạch định tài chính dài hạn của một doanh nghiệp các nhà quản trị chỉ quan tâm đến cơ cấu vốn. Cơ cấu tài chính có ảnh hưởng đến lợi nhuận dành cho chủ sở hữu vì thế, trong dài hạn doanh nghiệp cần thiết hoạch định cơ cấu vốn mục tiêu. Cơ cấu vốn mục tiêu là sự kết hợp hài hòa giữa nợ và vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp theo mục tiêu đề ra, cơ cấu này làm giảm thiểu rủi ro và tăng hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu. Như vậy, hoạch định chính sách cơ cấu vốn liên quan đến việc đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro.

Khi xác định nguồn vốn cần lưu ý sử dụng nợ nhiều làm giảm đi sự chủ động về tài chính khiến cho những nhà cung cấp vốn ngần ngại cho vay hay đầu tư vốn vào doanh nghiệp. Mặt khác, sử dụng nợ nhiều làm giảm tính thanh khoản, làm tăng rủi ro tài chính. Như vậy, các doanh nghiệp quyết định lựa chọn tài trợ bằng nợ sẽ phải đối mặt với RRTC và nếu xảy ra RRTC cho dù là trường hợp nào thì doanh nghiệp cũng phải chịu thiệt hại, chấp nhận phát sinh những tổn kém, qua đó trở thành yếu tố tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Mặt khác, có thể gia tăng giá trị của doanh nghiệp bằng cách sử dụng tỷ số đòn bẩy tài chính phù hợp. Theo cách tiếp cận này, doanh nghiệp trước tiên có thể hạ thấp chi phí sử dụng vốn thông qua việc gia tăng sử dụng nợ bởi vì chi phí sử dụng nợ thấp hơn do có khoản tiết kiệm thuế. Tuy nhiên, khi tỷ số nợ gia tăng thì rủi ro cũng gia tăng, do đó, nhà đầu tư đòi hỏi gia tăng lợi nhuận, đến lúc nào đó thì lợi ích của việc tiết kiệm thuế không đủ bù đắp cho việc gia tăng của chi phí sử dụng vốn bình quân khiến cho lợi ích của việc sử dụng nợ không còn.

Như vậy, nếu cơ cấu vốn của doanh nghiệp được tài trợ bởi 100% vốn chủ sở hữu thì một mặt cho thấy doanh nghiệp chủ động trong nguồn vốn (không bị phụ thuộc vào nguồn vốn bên ngoài) và không có rủi ro tài chính, nhưng mặt khác doanh nghiệp cũng phải chịu chi phí sử dụng vốn bình quân cao do chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu thường cao hơn chi phí sử dụng nợ vay. Ngược lại, khi doanh nghiệp sử dụng nợ để tài trợ cơ cấu vốn, tuy có thể làm giảm chi phí sử dụng vốn bình quân nhưng lại có thể làm tăng rủi ro tài chính cho doanh nghiệp do tăng rủi ro trong khả năng thanh toán nợ vay, nhất là trong trường hợp doanh nghiệp sử dụng tỷ trọng nợ quá cao vượt một giới hạn nào đó thì ngoài việc làm rủi ro thanh toán tăng cao còn làm cho chi phí sử dụng vốn bình quân tăng. Chính điều này khiến cho doanh nghiệp luôn phải thiết lập cơ cấu vốn sao cho tối ưu nhằm giảm thiểu được rủi ro tài chính và giảm chi phí sử dụng vốn bình quân. Nói cách khác, nếu doanh nghiệp duy trì mức độ sử dụng nợ thấp thì rủi ro kiệt quệ tài chính có thể không đáng kể và giá trị hiện tại của chi phí kiệt quệ tài chính rất nhỏ so với giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế từ lãi vay nên giá trị doanh nghiệp tăng lên, cũng như sẽ tiếp tục gia tăng khi sự gia tăng mức độ sử dụng nợ. Tuy nhiên, chi phí kiệt quệ tài chính sẽ càng cao hơn khi càng gia tăng mức độ sử dụng nợ, và cho đến khi giá trị hiện tại của chi phí kiệt quệ tài chính bằng giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế thì giá trị doanh nghiệp đạt cực đại, tại đó xác định được cơ cấu vốn tối ưu cho doanh nghiệp; nếu doanh nghiệp tiếp tục gia tăng mức độ sử dụng nợ thì giá trị doanh nghiệp sẽ bị giảm xuống bởi giá trị hiện tại của chi phí kiệt quệ tài chính tăng nhiều hơn giá trị hiện tại của khoản tiết kiệm thuế từ lãi vay. Dưới góc độ tài chính, nợ là nguồn tài trợ có thời hạn hoàn trả và doanh nghiệp có trách nhiệm thanh toán nợ gốc và tiền lãi không tùy thuộc vào kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh, đây là những đặc trưng cơ bản của nợ và cũng là mâu thuẫn cơ bản dẫn đến doanh nghiệp phải đối mặt với rủi ro tài chính; vì vậy, phân tích khả năng thanh toán nợ gốc và khả năng đảm bảo lãi vay thường được quan tâm bởi nhiều chủ thể khi doanh nghiệp có sử dụng nợ. Theo đó, các tỷ số tài chính thường được sử dụng nhằm cung cấp thông tin và qua đó cảnh báo khả năng xảy ra rủi ro tài chính của các doanh nghiệp như tỷ số đòn bẩy tài chính, tỷ số khả năng trả lãi, tỷ số khả năng thanh toán hiện thời. Doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính với hy vọng là sẽ gia tăng được lợi nhuận cho chủ sở hữu. Nếu sử dụng phù hợp, doanh nghiệp có thể dùng các nguồn vốn có chi phí cố định, bằng cách phát hành trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi, để tạo ra lợi nhuận lớn hơn chi phí trả cho việc huy

động vốn có lợi tức cố định. Phần lợi nhuận còn lại sẽ thuộc về chủ sở hữu của doanh nghiệp.

Nếu một doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động đầu tư yếu kém kết hợp với quyết định lựa chọn cơ cấu vốn không phù hợp sẽ dễ dàng dẫn đến tác động tiêu cực của đòn bẩy tài chính đến lợi nhuận dành cho chủ sở hữu. Đối với các doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động đầu tư cao kết hợp với quyết định sử dụng đòn bẩy tài chính và thiết lập được các biện pháp hữu hiệu trong việc kiểm soát rủi ro tài chính sẽ giúp doanh nghiệp tận dụng được những tác động tích cực của đòn bẩy tài chính đến lợi nhuận dành cho chủ sở hữu nhưng vẫn đảm bảo được sự an toàn, và cuối cùng đạt được mục tiêu tăng hiệu quả doanh nghiệp.

#### *Xác định thời điểm bỏ vốn, quy mô bỏ vốn*

Ngoài việc hạn chế sử dụng nợ, các DN cần phải sử dụng có hiệu quả nguồn vốn hiện có. Doanh nghiệp cần phải khai thác nguồn lực vốn, không để vốn nhàn rỗi, lãng phí, sử dụng vốn đúng mục đích, tiết kiệm. Để làm được điều này, các DN cần xác định thời điểm bỏ vốn, quy mô bỏ vốn sao cho mang lại hiệu quả cao nhất với chi phí thấp. Một đặc điểm chung của các DN cần hướng đến việc giải quyết tốt việc thu hồi công nợ từ các đơn vị đối tác để đáp ứng kịp thời cho các nhu cầu vốn của DN như trả lương cho nhân viên, trả tiền cho nhà cung cấp. Quản trị tốt các khoản phải thu giúp cho DN chủ động hơn, xoay nhanh đồng vốn trong các hoạt động của mình, không phát sinh các khoản vay ngoài kế hoạch.

#### *Xác định thời gian trả nợ của khách hàng*

Doanh nghiệp nhỏ và vừa cần xây dựng chính sách tín dụng cụ thể, xác định rõ điều kiện về vốn, tình hình kinh doanh, tình hình lợi nhuận, trách nhiệm trả nợ của khách hàng. Tùy vào mối quan hệ với khách hàng mà đưa ra các hình thức tín dụng phù hợp; đồng thời trích lập các khoản dự phòng tài chính. Cần thực hiện tốt các chính sách thu hồi nợ, đối với các khoản nợ đến hạn và quá hạn cần xử lý linh hoạt và mềm dẻo. Ngược lại, đối với những khoản nợ khó đòi cần có các biện pháp cứng rắn hơn.

Do vậy, muốn phòng ngừa, hạn chế rủi ro tài chính, các SMEs cần xây dựng được một cơ cấu nguồn vốn hợp lý theo chiều hướng giảm tỷ lệ nợ, phát huy các kênh huy động vốn khác. Cơ cấu nợ vay cải thiện theo hướng giảm thiểu nguồn vốn tín dụng ngắn hạn, nâng cao dần nguồn vốn trung và dài hạn để giảm bớt áp lực thanh toán như huy động vốn dài hạn bằng cách sử dụng tín dụng thuê mua tài chính, huy động vốn từ các

quỹ đầu tư, huy động vốn từ nguồn vốn nội bộ: Một là, có thể sử dụng một phần lợi nhuận sau thuế để bổ sung tăng vốn, tự đáp ứng nhu cầu đầu tư tăng trưởng. Hai là, tiền trích khấu hao tài sản cố định chủ yếu dùng để tái sản xuất đầu tư tài sản cố định. Tuy nhiên, thời gian sử dụng TSCĐ thường rất dài, phải sau nhiều năm mới cần thay thế đổi mới; trong khi hàng năm doanh nghiệp đều tính khấu hao và tiền khấu hao được tích lũy lại. Trong khi chưa có nhu cầu thay thế tài sản cố định cũ, doanh nghiệp có thể sử dụng số tiền khấu hao đó để đáp ứng nhu cầu đầu tư tăng trưởng. doanh nghiệp để tài trợ vốn cho hoạt động kinh doanh.

### **Xây dựng hệ số tín nhiệm khách hàng đối với rủi ro tín dụng**

Để kiểm soát RRTD thì doanh nghiệp xem xét, quyết định cho vay dựa vào các điều kiện về thực hiện phân loại nợ và nguyên tắc xử lý nợ đối với khách hàng. Phân loại nợ đối với khách hàng theo phương pháp định lượng: DN thực hiện phân loại nợ theo năm nhóm sau: Nhóm 1 (nợ đủ tiêu chuẩn), nhóm 2 (nợ cần chú ý), nhóm 3 (nợ dưới tiêu chuẩn), nhóm 4 (nợ nghi ngờ), nhóm 5 (nợ có khả năng mất vốn). Phân loại nợ đối với khách hàng theo phương pháp định tính áp dụng đối với khách hàng có dư nợ từ 500 triệu đồng trở lên. Căn cứ kết quả xếp hạng khách hàng, các khoản nợ của khách hàng sẽ được phân loại vào các nhóm nợ tương ứng.

Nguyên tắc xử lý nợ: DN để xử lý rủi ro trong trường hợp các khoản nợ thuộc nhóm 5. Doanh nghiệp nhỏ và vừa có thể rút ngắn thời gian thu tiền bán hàng để cải thiện các khoản phải thu bằng cách: Một là, nâng cao chất lượng sản phẩm, tạo vị thế trên thị trường, xây dựng bộ tiêu chuẩn bán chịu phù hợp với điều kiện cụ thể trong từng giai đoạn hoạt động của doanh nghiệp. Hai là, theo đuổi một chính sách tín dụng chặt chẽ trong kỳ hạn thanh toán hợp lý. Khi quyết định thời gian bán chịu, doanh nghiệp phải xem xét các yếu tố như: loại hình DN, khối lượng mua hàng, số dư khoản phải thu, loại hàng hóa, thời gian thu tiền của khách hàng. Ba là, áp dụng chiết khấu bằng tiền khi khách hàng thanh toán trước hạn hoặc chiết khấu theo khối lượng hàng cho những khách hàng sẵn sàng ký hợp đồng mua hàng dài hạn. Bốn là, dịch vụ bao thanh toán có thể xem là một phương thức kết hợp thanh toán, tín dụng, bảo hiểm. Khi sử dụng dịch vụ này, bên mua hàng được lợi là không phải thanh toán tiền hàng ngay, chỉ thanh toán khi hàng hóa dịch vụ thực sự đáp ứng các yêu cầu của hợp đồng mua bán đã ký kết giữa hai bên. Bên bán chấp nhận cho bên mua được trả chậm nhưng vẫn được nhận tiền ngay, được đảm bảo rủi ro do chính sách bán hàng trả chậm trong trường hợp bên mua không

thanh toán tiền, lại giảm bớt gánh nặng khi không phải theo dõi và đòi tiền các khoản phải thu. Bao thanh toán trong nước và quốc tế có thể xem là công cụ do ngân hàng thương mại cung cấp nhằm giúp doanh nghiệp phòng ngừa rủi ro tài chính do chính sách bán hàng trả chậm một cách có hiệu quả.

### **5.2.1.3. Hoàn thiện quản trị rủi ro tài chính**

Đối với rủi ro thị trường: Rủi ro về lãi suất, để hạn chế rủi ro cũng như có được lợi nhuận nên áp dụng đầu tư ngắn hạn tương ứng với khoản vốn phù hợp. Với hình thức đầu tư này doanh nghiệp có thể lựa chọn gửi với kỳ hạn an toàn và tiện lợi khi công ty cần sử dụng nguồn vốn gấp mà vẫn sinh lời. Để giảm thiểu rủi ro lãi suất, doanh nghiệp cần chủ động hạn chế vốn lưu động bằng cách: Thúc đẩy nhanh vòng quay lượng hàng tồn kho, đẩy mạnh hình thức bán hàng thanh toán trực tiếp để giảm số ngày một vòng quay các khoản phải thu, tăng cường số ngày một vòng quay các khoản phải trả. Đối với các khoản vay dài hạn phục vụ hoạt động đầu tư phát triển, doanh nghiệp cần cố gắng phối hợp giữa tiến độ xây dựng ban đầu và tiến độ giải ngân để tăng mức độ hoạt động của vốn vay vì hầu như tất cả các doanh nghiệp đều có vốn vay để đáp ứng nhu cầu hoạt động sản xuất kinh doanh và lãi vay luôn được dự toán trước, nhưng thực tế do ảnh hưởng của nền kinh tế như lạm phát hoặc vốn vay không theo dự toán ban đầu sẽ dẫn đến rủi ro lãi suất.

Rủi ro giá nguyên liệu: Để có thể kiểm soát với rủi ro biến động giá ngày càng gia tăng, tránh những tổn thất do thiếu thông tin hoặc thông tin không chính xác, các doanh nghiệp có thể phòng ngừa rủi ro bằng cách sử dụng công cụ hợp đồng giao sau do ngân hàng cung cấp hoặc ký một hợp đồng giá cố định là một trong giải pháp giúp kiểm soát tốt rủi ro biến động giá nguyên vật liệu. Theo đó, khi ký kết hợp đồng, doanh nghiệp cần cố định mức giá trong khoảng thời gian tương đối dài và có những điều khoản điều chỉnh thích hợp. Bằng việc sử dụng các công cụ này, các DN có thể chuyển bất cứ rủi ro nào họ không mong muốn cho các đối tác khác, thường là các ngân hàng thương mại. Riêng đối với các DNNVV thị trường giao sau trong nước do tiềm lực tài chính không đủ mạnh nên thường không theo được mỗi khi giá biến động bất lợi trong thời gian dài, do vậy lợi ích đem lại đã bị triệt tiêu. Để doanh nghiệp có thể theo đuổi đến cùng chính sách phòng ngừa rủi ro cũng cần có sự hỗ trợ vốn từ phía các ngân hàng để tham gia thị trường giao sau. Thông thường các doanh nghiệp ký hợp đồng trước khi sản xuất theo một mức giá xác định trước và nếu có biến động làm tăng giá nguyên vật

liệu đầu vào sẽ làm cho doanh nghiệp bị thua lỗ. Do vậy, doanh nghiệp cần kiểm soát nhằm khắc phục rủi ro do biến động giá nguyên liệu như chủ động nghiên cứu, nắm bắt và dự báo xu hướng biến động giá nguyên liệu, tối ưu hóa mức dự trữ hàng tồn kho và tiếp tục nâng cao năng lực tự khai thác nguyên liệu, giảm thiểu phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu bên ngoài. Chính vì vậy các doanh nghiệp cần phải thay đổi lại cách nhận thức và tìm hiểu một cách đầy đủ và chính xác các đặc điểm của hợp đồng.

Ngoài việc phản ánh độ nhạy cảm của DN đối với rủi ro tài chính, bảng cân đối kế toán đôi khi còn cung cấp thông tin về lý do căn bản tại sao lại cần phải quản trị rủi ro. Chẳng hạn, bảng cân đối kế toán sẽ cho thấy liệu DN có các khoản khấu trừ thuế đầu tư hoặc các khoản lỗ thuế cộng mang sang mà giá trị có thể được làm tăng lên thông qua các công cụ quản trị rủi ro. Nếu thu nhập trước thuế không ổn định do những biến động trong lãi suất hoặc giá hàng hóa, DN có thể tăng giá trị bằng các phòng ngừa rủi ro.

Đối với rủi ro tín dụng thương mại: Khoản phải thu tăng ảnh hưởng bởi chính sách bán chịu nên cần xem xét vấn đề này. Hàm ý phân tích tín dụng khách hàng, xác định số dư, theo dõi các khoản phải thu để từ đó đưa ra một chính sách tín dụng kịp thời (chiết khấu thanh toán sớm như một công cụ để khách hàng sẽ chủ động trả tiền sớm và doanh nghiệp sẽ giảm thiểu được chi phí do thu hồi nợ).

Đối với rủi ro thanh khoản: Khi đến hạn mà DN không đủ tiền mặt để thanh toán có thể xử lý bằng cách sử dụng một hoặc kết hợp các phương án vay ngắn hạn, bán tài sản hay thanh lý hàng tồn kho.

Đối với đòn bẩy tài chính: Rủi ro xảy ra khi DN sử dụng nguồn vốn từ nợ vay quá nhiều và sử dụng không hiệu quả dẫn đến tình trạng không thể thanh toán nợ và các khoản vay. Sự phát triển luôn đòi hỏi doanh nghiệp phải có một nguồn vốn ổn định do vậy phải tìm kiếm nguồn vốn bằng các khoản vay từ cá nhân, ngân hàng hoặc mua chịu hàng hóa.

### **5.2.2. Hàm ý từ kết quả nghiên cứu ảnh hưởng của các nhân tố đến hiệu quả hoạt động SMEs VN**

- Đối với các biến kiểm soát như đòn bẩy tài chính (FL), thuế và tài sản cố định có tác động ngược chiều với hiệu quả tài chính và có ý nghĩa thống kê. Hàm ý rằng trong điều kiện các yếu tố khác như nhau, một sự gia tăng của FL sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động. Kết quả nghiên cứu cũng không ủng hộ quan điểm giá trị TSCĐ (tangible) cao thì

mang lại hiệu quả; hàm ý SMEs chưa sử dụng có hiệu quả tài sản cố định và nếu DNNVV gia tăng hệ số tangible thì lại giảm hiệu quả. Điều này là do:

Các SME khi đầu tư mở rộng bằng cách gia tăng tài sản chẳng hạn nhà cửa, thiết bị máy móc cần phải cân nhắc một cách thận trọng vì nếu không cân nhắc khi mà sử dụng nguồn vốn tài trợ bên ngoài; chẳng những sẽ không làm gia tăng hiệu quả tài chính mà còn có ảnh hưởng làm giảm đi tính hiệu quả do doanh nghiệp phải đối mặt với áp lực trả nợ trong khi nguồn lực tài chính hạn chế.

Do đó, để gia tăng hiệu quả SMEs cần hạn chế sử dụng nợ để tài trợ cho các hoạt động. Thay vào đó, SMEs có thể sử dụng các hình thức huy động vốn khác như loại hình cho thuê tài chính rất thích hợp trong điều kiện không đủ vốn tự có, thiếu tín nhiệm vay vốn trong các hợp đồng vay để mua tài sản, giải tỏa áp lực về tài sản bảo đảm so với các hình thức tín dụng ngân hàng. Việc cấp tín dụng dưới hình thức cho thuê tài chính không đòi hỏi sự bảo đảm tài sản có trước, tạo điều kiện cho các DN tiếp cận hình thức cấp tín dụng mới, vừa giúp doanh nghiệp tránh được những rủi ro do sự thay đổi của công nghệ, kỹ thuật. Hoạt động cho thuê tài chính này, vừa giúp có được tài sản phục vụ cho hoạt động kinh doanh mà không phải bỏ ra một lượng vốn quá lớn, từ đó giúp doanh nghiệp có khả năng dự trữ các nguồn tín dụng trong tương lai mà còn có thể chủ động xây dựng một kế hoạch thanh toán, trả nợ hợp lý cho bên cho thuê. Bên cạnh đó, ngoài việc hạn chế sử dụng nợ, các DN cần phải sử dụng có hiệu quả nguồn vốn hiện có. DN cần phải khai thác nguồn lực vốn, không để vốn nhàn rỗi, lãng phí, sử dụng vốn đúng mục đích, tiết kiệm. Để làm được điều này, các DN cần xác định thời điểm bỏ vốn, quy mô bỏ vốn sao cho mang lại hiệu quả cao nhất với chi phí thấp.

Một đặc điểm chung của các doanh nghiệp cần hướng đến việc giải quyết tốt việc thu hồi công nợ từ các đơn vị đối tác để đáp ứng kịp thời cho các nhu cầu vốn như trả lương cho nhân viên, trả tiền cho nhà cung cấp. Quản trị tốt các khoản phải thu giúp cho doanh nghiệp chủ động hơn, xoay nhanh đồng vốn trong các hoạt động của mình, không phát sinh các khoản vay ngoài kế hoạch.

Doanh nghiệp nhỏ và vừa cần xây dựng chính sách tín dụng cụ thể, xác định rõ điều kiện về vốn, tình hình kinh doanh, tình hình lợi nhuận, trách nhiệm trả nợ của khách hàng. Tùy vào mối quan hệ với khách hàng mà đưa ra các hình thức tín dụng phù hợp; đồng thời trích lập các khoản dự phòng tài chính. Cần thực hiện tốt các chính sách thu hồi nợ, đối với các khoản nợ đến hạn và quá hạn. Điều này hàm ý là, khi SMEs tăng đòn

bẫy tài chính, tăng mức độ nợ sử dụng (bất kể là nợ ngắn hạn hay nợ dài hạn) thì vẫn làm giảm khả năng sinh lợi tính trên tài sản. Nguyên nhân là do đặc điểm riêng của SMEs luôn có nhu cầu đầu tư tài sản để đáp ứng trong hoạt động kinh doanh, tình trạng công nợ lớn và kéo dài, trong khi các doanh nghiệp này vẫn phải duy trì hoạt động dẫn đến việc gia tăng nhu cầu vốn để tài trợ cho hoạt động và mua sắm tài sản.

Đối với doanh nghiệp có lỗ thuế càng thực hiện quản trị rủi ro tài chính vì khi thực hiện giúp làm giảm thuế dự kiến, tăng thu nhập sau thuế. Vì vậy, tăng hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Hàm ý nếu việc tăng thuế trong trường hợp thu nhập đáng lẽ thấp sẽ nhỏ hơn thuế giảm trong các trường hợp mà thu nhập sẽ cao, do đó giảm thuế dự kiến. Theo lý thuyết quản trị rủi ro có thể dẫn đến giảm số lượng thuế phải nộp khi doanh nghiệp phải chịu một hàm thuế lỗi nghĩa là một hệ thống thuế lũy tiến hoặc chịu các khoản khấu trừ thuế có thể xảy ra hoặc bù đắp cho các khoản lỗ trong các kỳ kế toán trong tương lai. Điều này là do phòng ngừa rủi ro tạo ra sự ổn định với hiệu suất cao hơn và kéo theo việc giảm số lượng thuế phải nộp.

- Đối với các biến quy mô (size), thanh khoản và tuổi (age) có sự tác động cùng chiều với hiệu quả hoạt động, có ý nghĩa thống kê. Hàm ý với SMEs có quy mô đang hoạt động tốt thường có lợi thế trong việc kiểm soát hoạt động hơn trong bối cảnh nền kinh tế gặp khó khăn do đó việc mở rộng quy mô không đồng nghĩa với việc gia tăng rủi ro dẫn đến hiệu quả giảm. Điều này hàm ý rằng khi SMEs ở Việt Nam có quy mô lớn hơn thì họ có khả năng đạt được quy mô kinh tế lớn hơn do khả năng tái đầu tư vào máy móc thiết bị cũng như phát triển các dòng sản phẩm mới càng tốt hơn. Kết quả hồi quy theo hướng là quy mô càng lớn càng khả năng thành công hơn khi QTRRTC. Bên cạnh việc có nhiều lợi thế hơn trong việc tăng hiệu quả, doanh nghiệp có quy mô lớn thường sẽ có xác suất phá sản thấp hơn, từ đó chi phí kiệt quệ tài chính giảm xuống, góp phần làm tăng hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, sự lớn mạnh về quy mô ở đây có thể là sự lớn mạnh qua việc tìm kiếm đối tác trong nước để cùng sát nhập với đối tác có cùng văn hóa tương đồng, ngành nghề mang tính hỗ trợ cho nhau và tránh được điều nguy hiểm hơn là bị thôn tính bởi chính ngay đối tác. Chính sự liên kết sẽ làm cho SMEs có tầm vóc mới, đáp ứng đủ yêu cầu về tài chính, nguồn lực khi làm ăn với các đối tác nước ngoài hay là thuận lợi tiếp cận nguồn vốn vay từ ngân hàng và qua khảo sát được tiến hành trong luận án này một lần nữa khẳng định doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam nếu có quy mô lớn thì khả năng thành công cao hơn khi thực hiện quản trị rủi ro tài chính.



Quy mô thực tế tại VN tỷ lệ các doanh nghiệp QTRRTC ít, hoặc nếu có cũng chỉ xoay quanh các công cụ kỹ thuật truyền thống đơn giản. Tỷ lệ thực hiện QTRRTC tăng hơn đối với các SMEs. Điều này có thể diễn giải theo xu hướng là một khi doanh nghiệp lớn mạnh về mặt quy mô như doanh số bán hàng tăng, hay là mở rộng thị trường dẫn đến số lượng nhân viên tăng hoặc phát triển kinh doanh thêm ngành nghề làm số lượng phòng ban tăng thêm thì dẫn đến nhu cầu đòi hỏi cần phải có các quy chuẩn đánh giá hiệu quả kinh tế, các công cụ quản trị phù hợp hơn; đây là cơ sở để SMEs có thể mạnh dạn vận dụng các công cụ quản trị rủi ro tài chính, cũng như mạnh dạn vận dụng các công cụ kỹ thuật phức tạp hơn nhằm có được các thông tin hỗ trợ quá trình ra quyết định tốt hơn. Hàm ý rằng thay đổi quy mô doanh nghiệp càng lớn càng gia tăng hiệu quả hoạt động SMEs Việt Nam đó cũng là điều mà các doanh nghiệp luôn nỗ lực mở rộng thị phần, mở rộng phân khúc để tăng tính cạnh tranh so với các doanh nghiệp tương đồng.

Số năm thành lập có sự tác động mạnh mẽ mang ý nghĩa thống kê tới HQHĐ của doanh nghiệp nhỏ và vừa trong mẫu. Khi số năm thành lập tăng thêm 1 năm sẽ làm tăng 0,003%. Từ đó có thể nhận thấy rằng số năm thành lập có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê lên HQHĐ của SMEs Việt Nam. Bên cạnh đó, thời gian hoạt động của SMEs lâu dài, đã xây dựng được hình ảnh với khách hàng và các nhà đầu tư từ đó có thể tiếp cận với các nguồn vốn với chi phí thấp, các cơ hội hợp tác kinh doanh, lao động lành nghề, thị trường tiêu thụ ổn định, nắm bắt cơ hội, tận dụng tốt các nguồn lực để nâng cao hiệu quả hàm ý chính sách nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động SMEs trong thời gian tới, phù hợp với những định hướng phát triển của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam.

Thanh khoản: Những lập luận tài trợ nguồn bên ngoài từ nghiên cứu cho thấy khi lựa chọn tăng trưởng trong cơ hội đầu tư của doanh nghiệp gia tăng cần thực hiện nhiều hơn các doanh nghiệp quản trị rủi ro tài chính; còn khi các doanh nghiệp phải đối mặt với sự thiếu hụt trong dòng tiền, các doanh nghiệp sẽ có khuynh hướng gia tăng lượng tiền mặt nắm giữ bằng cách bán tài sản, cắt giảm chi phí hay tìm kiếm các nguồn vốn từ bên ngoài để tài trợ cho các cơ hội đầu tư bằng cách vay nợ hoặc phát hành vốn cổ phần. Tuy nhiên, việc sử dụng các nguồn vốn từ bên ngoài lại có chi phí sử dụng vốn cao hơn do bao gồm cả chi phí giao dịch. Do bất lợi chi phí giao dịch cao hơn, các doanh nghiệp nhỏ và vừa sẽ có xu hướng nắm giữ một lượng tiền mặt và các khoản tương đương tiền nhiều hơn. Hàm ý cũng cho rằng vì tài chính hạn chế, các SMEs nên tăng dự trữ vào tài

sản lưu động để tài trợ cho các cơ hội đầu tư trong tương lai với các quỹ nội bộ. Do đó, đầu tư vào thanh khoản dư thừa có thể được xem như là một chi phí có hiệu quả và hợp lý để giảm sự phụ thuộc của doanh nghiệp vào chi phí tài chính bên ngoài tốn kém.

Mục đích của quản trị rủi ro thanh toán để đảm bảo đủ nguồn vốn để thực hiện các nghĩa vụ tài chính hiện tại và tương lai. Tính thanh khoản của công ty quản trị nhằm đảm bảo mức phụ trội giữa nợ đến hạn và tài sản đến hạn trong năm ở mức được kiểm soát với mức vốn mà công ty cho rằng có thể tạo ra trong năm đó.

### **5.2.3. Hàm ý chính sách với cơ quan Nhà nước**

Giải quyết tình trạng thiếu vốn cho doanh nghiệp. Trong khi doanh nghiệp thiếu vốn thì các ngân hàng và ngay cả Quỹ hỗ trợ phát triển không giải ngân được do những thủ tục quy định quá chặt chẽ của Nhà nước, làm cho các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn khi vay vốn hoặc khi có nhu cầu được bảo lãnh vay vốn. Các SMEs thường thiếu và khó khăn về mặt bằng sản xuất, hầu hết loại hình doanh nghiệp này không được ưu tiên về mặt bằng sản xuất, thường phải sử dụng nhà riêng và thuê mướn của tư nhân với giá thuê đất cao, vẫn còn sự phân biệt các doanh nghiệp lớn thuộc khu vực kinh tế quốc doanh thường được ưu đãi về địa điểm và diện tích. Vì vậy cần có những quy định thông thoáng hơn để có sự bình đẳng trong chính sách vay vốn.

Hoàn thiện hệ thống các văn bản pháp quy để tạo môi trường pháp lý rõ ràng, minh bạch, thuận lợi cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Hoàn thiện hệ thống luật pháp một cách đồng bộ phù hợp với hệ thống luật pháp và thông lệ quốc tế, nhằm hình thành môi trường kinh doanh thuận lợi, hạn chế rủi ro tài chính.

Rà soát, bổ sung, sửa đổi kịp thời những văn bản pháp luật liên quan nhưng cần tránh khuynh hướng thay đổi quá nhanh hệ thống pháp luật, chính sách kinh tế gây ra sự lo ngại cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Kịp thời ban hành các quy định liên quan đến ghi nhận và xác định giá trị của công cụ tài chính như năm 2009. Bộ Tài chính ban hành Thông tư số 210 hướng dẫn trình bày báo cáo tài chính về báo cáo rủi ro tài chính là minh chứng về vai trò của chuẩn mực kế toán quốc tế trong quá trình hội nhập cũng như các yêu cầu của chuẩn mực kế toán quốc tế đối với sự thay đổi trong quản trị theo chuẩn mực quốc tế.

Sớm triển khai hỗ trợ tài chính và cải thiện hoạt động của Quỹ Bảo lãnh tín dụng để tạo điều kiện cho các SMEs tiếp cận các nguồn tài chính. Cần đa dạng hóa các nguồn tài chính phục vụ SMEs kết nối với việc phát triển “Cơ sở hạ tầng mềm” là các dịch vụ

phát triển kinh doanh để hỗ trợ cho nhau trong quá trình hỗ trợ các SMEs tiếp cận các nguồn lực. Có chính sách phù hợp để giảm lãi suất cho vay về mức hợp lý, giảm chi phí cho vay. Ưu đãi về thuế đối với doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp nhỏ và vừa nói riêng. Ngoài ra, nhà nước cần tăng thêm hỗ trợ đào tạo đối với các SMEs, cung cấp và tạo điều kiện cho họ tiếp cận được các nguồn thông tin, mở rộng hệ thống dịch vụ tư vấn và có chính sách hợp lý về các vấn đề như chính sách thuế, thủ tục hải quan, tín dụng ngân hàng... Các cấp chính quyền địa phương, các hiệp hội, câu lạc bộ, tổ chức các đợt tham quan học hỏi kinh nghiệm mô hình doanh nghiệp làm ăn giỏi, điển hình cho các chủ doanh nghiệp khác, người buôn bán nhỏ có tiềm năng.

### **5.3. Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo**

Nghiên cứu tuy đã cố gắng để hoàn thiện, nhưng vì thời gian và hiểu biết của nghiên cứu sinh còn hạn hẹp vẫn không tránh khỏi thiếu sót trong quá trình thực hiện, điều này dẫn đến những hạn chế của luận án.

Doanh nghiệp nhỏ và vừa chưa được niêm yết hạn chế về dữ liệu. Chính vì số liệu hạn chế nên các báo cáo tài chính SMEs Việt Nam được thu thập từ Tổng Cục Thống kê cung cấp. Khi nghiên cứu về quản trị rủi ro tài chính chưa xem xét tác động trong từng ngành khác nhau đến hiệu quả hoạt động SMEs Việt Nam. Đó sẽ là định hướng nghiên cứu tiếp theo về chủ đề này trong tương lai.

Mẫu nghiên cứu chỉ giới hạn 400 SMEs VN từ năm 2008 đến năm 2020. Do đó, với hướng nghiên cứu tiếp theo điều chỉnh cỡ mẫu nghiên cứu.

Thứ nhất, điều chỉnh cỡ mẫu về thời gian, các nghiên cứu tương lai nên thực hiện trong khoảng thời gian dài hơn nữa để đảm bảo độ tin cậy cao với kết quả nghiên cứu.

Thứ hai, điều chỉnh cỡ mẫu về không gian, các nghiên cứu trong tương lai khi nghiên cứu tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động với nhiều doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam, kể cả doanh nghiệp siêu nhỏ là cần thiết cho các nghiên cứu mở rộng sau này.

**DANH MỤC CÔNG TRÌNH ĐÃ CÔNG BỐ CỦA NGHIÊN CỨU SINH**

1. Mai Thị Tuyết Nhung (2023). Quản trị rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam. *Tạp chí Công thương*, 2(1), 228-233.
2. Mai Thị Tuyết Nhung (2021). Tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam. *Tạp chí Công thương*, 3(2), 280-289.
3. Mai Thị Tuyết Nhung (2021). Các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam. *Tạp chí Công thương*, 1(1), 300-309.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

### Tài liệu tiếng Việt:

- Bộ Tài chính (2009), Thông tư 210/2009/TT-BTC: *Hướng dẫn áp dụng chuẩn mực kế toán quốc tế về trình bày báo cáo tài chính và thuyết minh thông tin đối với công cụ tài chính*, Hà Nội.
- Bộ Tài chính (2014), Thông tư 78/2014/TT-BTC: *Hướng dẫn thi hành Nghị định số 218/2013/NĐ-CP ngày 26/12/2013 của Chính phủ quy định và hướng dẫn thi hành Luật Thuế thu nhập doanh nghiệp*, Hà Nội.
- Bộ Tài chính (2015), Thông tư 200/2015/TT-BTC: *Hướng dẫn một số nội dung về giám sát đầu tư vốn nhà nước vào doanh nghiệp, giám sát tài chính, đánh giá hiệu quả hoạt động và công khai thông tin tài chính của doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp có vốn nhà nước*, Hà Nội.
- Bộ Tài chính (2016), Thông tư 133/2016/TT-BTC: *Hướng dẫn chế độ kế toán doanh nghiệp nhỏ và vừa*, Hà Nội.
- Bùi Hữu Phước (2020). *Tài chính doanh nghiệp* (tái bản lần thứ 2). Nhà xuất bản Tài chính. ISBN: 978-604-79-2547-6.
- Chính phủ (2013). *Nghị định số 218/2013/NĐ-CP hướng dẫn thi hành Luật thuế thu nhập doanh nghiệp*, ban hành ngày 26/12/2013.
- Chính phủ. (2009). *Nghị định về trợ giúp phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa số 56/2009/NĐ-CP ngày 30/6/2009*.
- Đoàn Thị Hồng Vân và cộng sự (2013). *Quản trị rủi ro và khủng hoảng*. Nhà xuất bản Lao động – Xã hội, Hà Nội.
- Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc (2008). *Phân tích dữ liệu nghiên cứu với SPSS*. (tập 1,2). TP. Hồ Chí Minh. Nhà xuất bản Hồng Đức.
- Tung, D. D. (2021). Lập bảng hỏi, xác định cỡ mẫu và phương pháp chọn mẫu- Designing questionnaires, determine sample size, and sampling techniques in research.
- Lưu Hữu Đức (2018). *Quản trị rủi ro tài chính tại các công ty cổ phần xây dựng niêm yết ở Việt Nam*. Luận án tiến sĩ kinh tế. Học viện Tài chính.
- Mã Văn Tuệ (2020). *Quản trị rủi ro tài chính doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Thành phố Hồ Chí Minh*. Nhà xuất bản Tài chính. ISBN: 978-604-79-2546-9.

- Nguyễn Thị Bảo Hiền (2016). *Tăng cường quản trị rủi ro tài chính các doanh nghiệp được ở Việt Nam*. Luận án tiến sĩ kinh tế, Học viện Tài chính.
- Nguyễn Thị Ngọc Trang (2007). *Quản trị rủi ro tài chính*. Nhà xuất bản Thống kê.
- Trang, N.T.N. (2009). Quản trị rủi ro tài chính trong các doanh nghiệp Việt Nam thời kỳ hậu WTO. Đề tài nghiên cứu khoa học cấp Bộ. Mã số: B2007-09-26
- Nguyễn Trường Sơn (2014). *Phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Việt Nam hiện nay*. Nhà xuất bản Chính trị Quốc gia-Sự thật, Hà Nội.
- Son, T. H., & Hoàng, T. V. (2020). Cơ cấu vốn và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp của các công ty niêm yết trên Sở giao dịch Chứng khoán TP. HCM. *Tạp chí phát triển kinh tế*, 44-47.
- Vũ, M. (2013). Quản trị rủi ro tài chính trong các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay. *Vnu Journal of Economics and Business*, 29(3).
- VCCI-Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (2020), *Báo cáo thường niên doanh nghiệp Việt Nam*, Nhà xuất bản Thông tin và Truyền thông
- Bảo, N. K. Q. (2020). Các yếu tố tác động đến động cơ quản trị rủi ro tài chính của các doanh nghiệp VN. *Tạp chí phát triển kinh tế*, 74-91.
- Lan, T. T. P. (2016). Quản trị rủi ro tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam. (Doctoral dissertation, Học Viện Tài Chính).
- Hậu, V. T. (2013). *Nghiên cứu rủi ro tài chính tại các doanh nghiệp công nghiệp Việt Nam* (Doctoral dissertation, Trường Đại học Bách Khoa Hà Nội).
- Ernst & Young (2012). Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Báo cáo khảo sát về tình hình thực tiễn hoạt động quản trị rủi ro ở các doanh nghiệp Việt Nam, Hà Nội.

### **Tài liệu tiếng Anh:**

- Abdulhafedh, A. (2017). Incorporating the multinomial logistic regression in vehicle crash severity modeling: A detailed overview. *Journal of Transportation Technologies*, 7(03), 279.
- Abeyrathna, G. M., & Kalainathan, 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*, 15(7), 16-22.
- Adam Hayes (2023). Financial risk, truy cập ngày 15/3/2023 từ <https://www.investopedia.com/terms/f/financialrisk.asp>
- Adam Smith (1776), *The Wealth of Nations*, Strahan and Cadell, London.

- Adam, T. R., & Fernando, C. S. (2006). Hedging, speculation, and shareholder value. *Journal of financial economics*, 81(2), 283-309.
- Adam, T. R., Fernando, C. S., & Salas, J. M. (2017). Why do firms engage in selective hedging? Evidence from the gold mining industry. *Journal of Banking & Finance*, 77, 269-282.
- Afza, T., & Alam, A. (2011a). Determinants of extent of financial derivative usage. *African Journal of Business Management*, 5(20), 8331.
- Afza, T., & Alam, A. (2011b). Corporate derivatives and foreign exchange risk management: A case study of non-financial firms of Pakistan. *The Journal of Risk Finance*, 12(5), 409-420.
- Afza, T., & Alam, A. (2011c). Determinants of corporate hedging policies: A case of foreign exchange and interest rate derivative usage. *African Journal of Business Management*, 5(14), 5792.
- Ahmed, H., Azevedo, A., & Guney, Y. (2014). The effect of hedging on firm value and performance: Evidence from the nonfinancial UK firms. *European Financial Management Association*, 44, 1-5.
- Alam, A., & Afza, T. (2017). Impact of derivative usage on firm's risk and value: a comparative analysis of Pakistan and Malaysia.
- Aldrich, J. H., & Nelson, F. D. (1984). *Linear probability, logit, and probit models* (No. 45). Sage.
- Alkeböck, P., Hagelin, N., & Pramborg, B. (2006). Derivative usage by non-financial firms in Sweden 1996 and 2003: what has changed?. *Managerial Finance*, 32(2), 101-114.
- Allayannis, G., & Ofek, E. (2001). Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives. *Journal of international money and finance*, 20(2), 273-296.
- Allayannis, G., & Weston, J. P. (2001). The use of foreign currency derivatives and firm market value. *The review of financial studies*, 14(1), 243-276.
- Alpkan, L., Yilmaz, C., & Kaya, N. (2007). Market orientation and planning flexibility in SMEs: performance implications and an empirical investigation. *International Small Business Journal*, 25(2), 152-172.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The journal of finance*, 23(4), 589-609.
- Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (1993). *Corporate financial distress and bankruptcy* (Vol. 1998, pp. 105-110). New York: John Wiley & Sons.

- Ameer, R. (2010). Determinants of corporate hedging practices in Malaysia. *International Business Research*, 3(2), 120-130.
- Andrade, G., & Kaplan, S. N. (1998). How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. *The journal of finance*, 53(5), 1443-1493.
- Anggadwita, G., & Mustafid, Q. Y. (2014). Identification of factors influencing the performance of small medium enterprises (SMEs). *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 115, 415-423.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, 58(2), 277-297.
- Arena, M., Arnaboldi, M., & Azzone, G. (2010). The organizational dynamics of enterprise risk management. *Accounting, Organizations and Society*, 35(7), 659-675.
- Asquith, P., Gertner, R., & Scharfstein, D. (1994). Anatomy of financial distress: An examination of junk-bond issuers. *The quarterly journal of economics*, 109(3), 625-658.
- Ayturk, Y., Gurbuz, A. O., & Yanik, S. (2016). Corporate derivatives use and firm value: Evidence from Turkey. *Borsa Istanbul Review*, 16(2), 108-120.
- Bachiller, P., Boubaker, S., & Mefteh-Wali, S. (2021). Financial derivatives and firm value: What have we learned? *Finance Research Letters*, 39, 101573.
- Balogun, O. A., Nazeem, A., & Agumba, J. N. (2016). Determinants Predicting Credit Accessibility within Small and Medium-Sized Enterprises in the South African Construction Industry. *Procedia engineering*, 164, 473-480
- Bartram, S. M., Brown, G. W., & Conrad, J. (2011). The effects of derivatives on firm risk and value. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(4), 967-999.
- Bartram, S. M., Brown, G. W., & Fehle, F. R. (2009). International evidence on financial derivatives usage. *Financial management*, 38(1), 185-206.
- Belghitar, Y., Clark, E., & Mefteh, S. (2013). Foreign currency derivative use and shareholder value. *International Review of Financial Analysis*, 29, 283-293.
- Belsley, D. A., Kuh, E., & Welsch, R. E. (2005). *Regression diagnostics: Identifying influential data and sources of collinearity*. John Wiley & Sons.



- Bessembinder, H. (1991). Forward contracts and firm value: Investment incentive and contracting effects. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26(4), 519-532.
- Bhunja, 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.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2020). Essentials of financial management.
- Brunzell, T., Hansson, M., & Liljeblom, E. (2011). The use of derivatives in Nordic firms. *The European Journal of Finance*, 17(5-6), 355-376.
- Brustbauer, J. (2014). Enterprise risk management in SMEs: Towards a structural model. *International Small Business Journal*, 34(1), 70-85.
- Bryman, A., & Cramer, D. (1997). *Quantitative data analysis with SPSS for Windows: A guide for social scientists*. Routledge
- Burgstaller, J., & Wagner, E. (2015). How do family ownership and founder management affect capital structure decisions and adjustment of SMEs? Evidence from a bank-based economy. *The Journal of Risk Finance*, 16(1), 73-101.
- Butt, A. A., Rizavi, S. S., Nazir, M. S., & Ali, M. (2021). Corporate derivatives use and firm value: evidence from Pakistan stock exchange. *International Journal of Management (IJM)*, 12(3).
- Callahan, C., & Soileau, J. (2017). Does enterprise risk management enhance operating performance? *Advances in Accounting*, 37, 122-139.
- Campbell, J. Y., Hilscher, J. D., & Szilagyi, J. (2011). Predicting financial distress and the performance of distressed stocks. *Journal of Investment Management*, 9 (2), 14-34
- Carter, D. A., Rogers, D. A., & Simkins, B. J. (2006). Does hedging affect firm value? Evidence from the US airline industry. *Financial Management*, 35(1), 53-86.
- Carter, D. A., Rogers, D. A., & Simkins, B. J. (2006). Hedging and value in the US airline industry. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(4), 21-33.
- Chance, D. M., & Brooks, R. (2015). *Introduction to derivatives and risk management*. Cengage Learning.
- Chen, Y. L., Chuang, Y. W., Huang, H. G., & Shih, J. Y. (2019). The value of implementing enterprise risk management: Evidence from Taiwan's financial industry. *The North American Journal of Economics and Finance*, 100926.

- Cicea, C., Popa, I., Marinescu, C., & Cătălina Ștefan, S. (2019). Determinants of SMEs' performance: evidence from European countries. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 32(1), 1602-1620.
- Committee of the Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. (2004). Enterprise Risk Management, Integrated Framework (*COSO-ERM Report*). New York: AICPA.
- Copeland, T. E., & Joshi, Y. (1996). Why derivatives don't reduce FX risk. *Mckinsey Quarterly*, 66-79.
- Cox, D. R. (1958). The regression analysis of binary sequences. *Journal of the Royal Statistical Society: Series B (Methodological)*, 20(2), 215-232.
- Crockford, N. (1986). *An Introduction to Risk Management*. Cambridge, UK: Woodhead-Faulkner (p. 18). ISBN 0-85941-332-2.
- Damodaran, A (2014). *Applied Corporate Finance*: Fourth edition, Wiley.
- DeMarzo, P. M., & Duffie, D. (1995). Corporate incentives for hedging and hedge accounting. *The review of financial studies*, 8(3), 743-771.
- Denis, D. J., & Denis, D. K. (1995). Causes of financial distress following leveraged recapitalizations. *Journal of financial economics*, 37(2), 129-157.
- Denis, D. J., & Kruse, T. A. (2000). Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines. *Journal of financial economics*, 55(3), 391-424.
- Dolde, W. (1995). Hedging, leverage, and primitive risk. *Journal of financial engineering*, 4(2).
- Eckles, D. L., Hoyt, R. E., & Miller, S. M. (2014). The impact of enterprise risk management on the marginal cost of reducing risk: Evidence from the insurance industry. *Journal of Banking & Finance*, 49, 409-423.
- El-Masry, A. A. (2006). Derivatives use and risk management practices by UK nonfinancial companies. *Managerial Finance*, 32(2), 137-159.
- Falkner, E. M., & Hiebl, M. R. (2015). Risk management in SMEs: a systematic review of available evidence. *The Journal of Risk Finance*, 16(2), 122-144.
- Fan, J. P., Huang, J., & Zhu, N. (2013). Institutions, ownership structures, and distress resolution in China. *Journal of Corporate Finance*, 23, 71-87.
- Farrell, M., & Gallagher, R. (2019). Moderating influences on the ERM maturity-performance relationship. *Research in International Business and Finance*, 47, 616-628.

- Fauver, L., & Naranjo, A. (2010). Derivative usage and firm value: The influence of agency costs and monitoring problems. *Journal of corporate finance*, 16(5), 719-735.
- Florio, C., & Leoni, G. (2017). Enterprise risk management and firm performance: The Italian case. *The British Accounting Review*, 49(1), 56-74.
- Fok, R. C., Carroll, C., & Chiou, M. C. (1997). Determinants of corporate hedging and derivatives: A revisit. *Journal of Economics and Business*, 49(6), 569-585.
- Froot, K. A., Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1993). Risk management: Coordinating corporate investment and financing policies. *The Journal of Finance*, 48(5), 1629-1658.
- Gang, F., & Dan, L. (2012). Research on the influence factors of financial risk for small and medium-sized enterprise: An empirical analysis from 216 companies of small plates. *ShenZhen stock exchange, China. Journal of Contemporary Research in Business*, 3(9), 380-387.
- Géczy, C., Minton, B. A., & Schrand, C. (1997). Why firms use currency derivatives. *The Journal of Finance*, 52(4), 1323-1354.
- Gilbert, L. R., Menon, K., & Schwartz, K. B. (1990). Predicting bankruptcy for firms in financial distress. *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(1), 161-171.
- Giraldo-Prieto, C. A., González Uribe, G. J., Vesga Bermejo, C., & Ferreira Herrera, D. C. (2017). Financial hedging with derivatives and its impact on the Colombian market value for listed companies. *Contaduría y administración*, 62(SPE5), 1553-1571.
- Glowka, G., Kallmünzer, A., & Zehrer, A. (2020). Enterprise risk management in small and medium family enterprises: the role of family involvement and CEO tenure. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 1-19.
- Glunk, U., & Wilderom, C. P. (1996). Organizational effectiveness= corporate performance? Why and how two research traditions need to be merged. *Research Memorandum*, 715, 1-29.
- González, L. O., Santomil, P. D., & Herrera, A. T. (2020). The effect of Enterprise Risk Management on the risk and the performance of Spanish listed companies. *European Research on Management and Business Economics*, 26(3), 111-120.

- Gopang, M. A., Nebhwani, M., Khatri, A., & Marri, H. B. (2017). An assessment of occupational health and safety measures and performance of SMEs: An empirical investigation. *Safety science*, 93, 127-133.
- Govori, A. (2013). Factors affecting the growth and development of SMEs: Experiences from Kosovo. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 4(9), 701.
- Graham, J. R., & Rogers, D. A. (2002). Do firms hedge in response to tax incentives?. *The Journal of finance*, 57(2), 815-839.
- Graham, J. R., & Smith, C. W. (1999). Tax incentives to hedge. *The Journal of Finance*, 54(6), 2241-2262.
- Greene, W. (2012) *Econometric Analysis*. 7th Edition, Prentice Hall, Upper Saddle River.
- Gujarati, D. N. (2011). *Econometrics by example*. New York: Palgrave Macmillan.
- Gupta, V. K., & Batra, S. (2016). Entrepreneurial orientation and firm performance in Indian SMEs: Universal and contingency perspectives. *International Small Business Journal*, 34(5), 660-682.
- Hagelin, N., & Pramborg, B. (2004). Hedging foreign exchange exposure: risk reduction from transaction and translation hedging. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 15(1), 1-20.
- Hagelin, N., Holmén, M., Knopf, J. D., & Pramborg, B. (2007). Managerial stock options and the hedging premium. *European Financial Management*, 13(4), 721-741.
- Haushalter, G. D. (2000). Financing policy, basis risk, and corporate hedging: Evidence from oil and gas producers. *The Journal of Finance*, 55(1), 107-152.
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 1251-1271.
- Henschel, T. (2008). Risk management practices of SMEs. *Evaluating and implementing effective risk management systems*. Berlin: Erich Schmidt.
- Hernaus, T., Pejić Bach, M., & Bosilj Vukšić, V. (2012). Influence of strategic approach to BPM on financial and non-financial performance. *Baltic Journal of Management*, 7(4), 376-396.
- Hollman, K. W., & Mohammad-Zadeh, S. (1984). Risk management in small business. *Journal of Small Business Management*, 22(1), 47-55.

- Hornig, Y. S., & Wei, P. (1999). An empirical study of derivatives use in the REIT industry. *Real Estate Economics*, 27(3), 561-586.
- Hosmer, D. W., & Lemeshow, S. (2000). *Applied Logistic Regression* 2nd edn John Wiley & Sons. Inc.: New York, NY, USA, 160-164.
- Hoyt, R. E., & Liebenberg, A. P. (2011). The value of enterprise risk management. *Journal of risk and insurance*, 78(4), 795-822.
- Hsu, S., Ko, P. S., Wu, C. C., Cheng, S. R., & Chen, Y. S. (2009). Hedging with derivatives by Taiwanese listed non-financial companies. *International Journal of Electronic Finance*, 3(3), 211-234.
- Hu, C., & Wang, P. (2005). The determinants of foreign currency hedging—evidence from Hong Kong non-financial firms. *Asia-Pacific Financial Markets*, 12, 91-107.
- Hu, Y. C., & Ansell, J. (2005). Developing financial distress prediction models. *A Study of US, Europe and Japan Retail Performance*. University of Edinburgh, UK.
- Hult, G. T. M., Ketchen, D. J., Griffith, D. A., Chabowski, B. R., Hamman, M. K., James, H.S. & Mark, W. W. (2019). *Introduction to econometrics*. 4<sup>th</sup> ed.: Boston: Pearson/Addison Wesley.
- Jin, Y., & Jorion, P. (2005). Firm value and hedging: Evidence from US oil and gas producers. *The journal of Finance*, 61(2), 893-919.
- Kallunki, J. P., Laitinen, E. K., & Silvola, H. (2011). Impact of enterprise resource planning systems on management control systems and firm performance. *International Journal of Accounting Information Systems*, 12(1), 20-39.
- Kam, A., Citron, D., & Muradoglu, G. (2008). Distress and restructuring in China: Does ownership matter? *China Economic Review*, 19(4), 567-579.
- Kapitsinas, S. K. (2008). *The Impact of derivatives usage on firm value: Evidence from Greece*, 10947. Disponible en
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (2005). *The balanced scorecard: measures that drive performance* (Vol. 70, pp. 71-79). US: Harvard business review.
- Kevany, K. (2010). 'Riskier Business', *NZ Business*, 24(9): 44-47
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest, and money*. London: Macmillan.

- Khan, S. N., & Ali, E. I. E. (2017). The moderating role of intellectual capital between enterprise risk management and firm performance: A conceptual review. *American Journal of Social Sciences and Humanities*, 2(1), 9-15.
- Kim, Y. S., Mathur, I., & Nam, J. (2006). Is operational hedging a substitute for or a complement to financial hedging? *Journal of corporate finance*, 12(4), 834-853.
- Knopf, J. D., Nam, J., & Thornton Jr, J. H. (2002). The volatility and price sensitivities of managerial stock option portfolios and corporate hedging. *The Journal of Finance*, 57(2), 801-813.
- Kouser, Bano, Mahmood (2016). Determinants of Financial Derivatives Usage: A Case of Financial Sector of Pakistan. *Pakistan Journal of Social Sciences*.641-652
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, 28(4), 911-922.
- Kucuk Yilmaz, A., Flouris, T., Yilmaz, A. K., & Flouris, T. (2017). Enterprise risk management in terms of organizational culture and its leadership and strategic management. *Corporate risk management for international business*, 65-112.
- Lavia Lopez, O. and Hiebl, M.R.W. (2014). Management Accounting in Small and Mediumsized Enterprises: Current Knowledge and Avenues for Further Research. *Journal of Management Accounting Research*, 27(1), 81-119.
- Lee, K. W. (2019). The usage of derivatives in corporate financial risk management and firm performance. *International Journal of Business*, 24(2), 113-131.
- Leland, H. E. (1998). Agency costs, risk management, and capital structure. *The Journal of Finance*, 53(4), 1213-1243.
- Li, S. (2003). Future trends and challenges of financial risk management in the digital economy. *Managerial Finance*. 111-125.
- Liebenberg, A. P., & Hoyt, R. E. (2003). The determinants of enterprise risk management: Evidence from the appointment of chief risk officers. *Risk management and insurance review*, 6(1), 37-52.
- Lukianchuk, G. (2015). The impact of enterprise risk management on firm performance of small and medium enterprises. *European Scientific Journal*, 11(13), 408-427.
- Malik, M. F., Zaman, M., & Buckby, S. (2020). Enterprise risk management and firm performance: Role of the risk committee. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 16(1).

- Marcelino-Sádaba, S., Pérez-Ezcurdia, A., Lazcano, A. M. E., & Villanueva, P. (2014). Project risk management methodology for small firms. *International journal of project management*, 32(2), 327-340.
- Mayers, D. and Smith Jr., C.W. (1982) On the Corporate Demand for Insurance. *Journal of Business*, 55, 281-296.
- Menard, S. (2002). *Applied logistic regression analysis* (Vol. 106). Sage.
- Mian, S. L. (1996). Evidence on corporate hedging policy. *Journal of Financial and quantitative Analysis*, 31(3), 419-439.
- Miller, K. D. (1992). A framework for integrated risk management in international business. *Journal of international business studies*, 23(2), 311-331.
- Minton, B. A., & Schrand, C. (1999). The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing. *Journal of Financial Economics*, 54(3), 423-460.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 433-443.
- Morgan, N. A., Vorhies, D. W., & Mason, C. H. (2009). Market orientation, marketing capabilities, and firm performance. *Strategic management journal*, 30(8), 909-920.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), 574-592
- Nance, D. R., Smith Jr, C. W., & Smithson, C. W. (1993). On the determinants of corporate hedging. *The journal of Finance*, 48(1), 267-284.
- Napp, A. K. (2011). Financial management in SME-the use of financial analysis for identifying analysing and monitoring internal financial risks. *Aarhus School of Business, Aarhus University*.
- Nguyen, H., & Faff, R. (2002). On the determinants of derivative usage by Australian companies. *Australian Journal of Management*, 27(1), 1-24.

- Ninh, B. P. V., Do Thanh, T., & Hong, D. V. (2018). Financial distress and bankruptcy prediction: An appropriate model for listed firms in Vietnam. *Economic Systems*, 42(4), 616-624.
- Ohlson, J. A. (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of accounting research*, 109-131.
- Opler, T., Pinkowitz, L., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46
- Paape, L., & Speklé, R. F. (2012). The adoption and design of enterprise risk management practices: An empirical study. *European Accounting Review*, 21(3), 533-564.
- Pagach, D. P., & Warr, R. S. (2010). The effects of enterprise risk management on firm performance. Available at SSRN 1155218.
- Pindado, J., Rodrigues, L., & De la Torre, C. (2008). Estimating financial distress likelihood. *Journal of Business Research*, 61(9), 995-1003.
- Purnanandam, A. (2008). Financial distress and corporate risk management: Theory and evidence. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 706-739.
- Ramdhani, M. P. (2021). Analysis of cost of sales and sales on net income. *Inovbiz: Jurnal Inovasi Bisnis*, 9(1), 133-140.
- Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen (2008), Principles of Corporate Finance 9<sup>th</sup> (ninth) edition, Mc Graw- Hill.
- Rodrigues, M., & Franco, M. (2019). Composite index to measure cities' creative performance: An empirical study in the Portuguese context. *Sustainability*, 11(3), 774.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The bell journal of economics*, 23-40.
- Seok, S. I., Kim, T. H., Cho, H., & Kim, T. J. (2020). Determinants of hedging and their impact on firm value and risk: after controlling for endogeneity using a two-stage analysis. *Journal of Korea Trade*, 24(1), 1-34.
- Sheedy, E. (2006). Corporate risk management in Hong Kong and Singapore. *Managerial Finance*, 32(2), 89-100.
- Sheehan, M. (2013). Human resource management and performance: Evidence from small and medium-sized firms. *International Small Business Journal*, 32(5), 545-570.



- Siddika, A., & Haron, R. (2020). Capital regulation and ownership structure on bank risk. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 28(1), 39-56.
- Smith, C. W., & Stulz, R. M. (1985). The determinants of firms' hedging policies. *Journal of financial and quantitative analysis*, 20(4), 391-405.
- Smithson, C., & Simkins, B. J. (2005). Does risk management add value? A survey of the evidence. *Journal of applied corporate finance*, 17(3), 8-17.
- Sprcic, D. M., & Sevic, Z. (2012). Determinants of corporate hedging decision: Evidence from Croatian and Slovenian companies. *Research in International Business and Finance*, 26(1), 1-25.
- Stulz, R. M. (1984). Optimal hedging policies. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 19(2), 127-140.
- Stulz, R. M. (1996). Rethinking risk management. *Journal of applied corporate finance*, 9(3), 8-25.
- Tinoco, M. H., & Wilson, N. (2013). Financial distress and bankruptcy prediction among listed companies using accounting, market and macroeconomic variables. *International review of financial analysis*, 30, 394-419.
- Urciuoli, V., & Crenca, G. (1989). *Risk management: strategie e processi decisionali nella gestione dei rischi puri d'impresa*. Istituto studi bancari e aziendali.
- Venkatraman, N., & Ramanujam, V. (1986). Measurement of business performance in strategy research: A comparison of approaches. *Academy of management review*, 11(4), 801-814.
- Verbano, C., & Venturini, K. (2011). Development paths of risk management: approaches, methods and fields of application. *Journal of Risk Research*, 14(5), 519-550.
- Verbano, C., & Venturini, K. (2013). Managing risks in SMEs: A literature review and research agenda. *Journal of technology management & innovation*, 8(3), 186-197.
- Wang, H., Barney, J. B., & Reuer, J. J. (2006). Stimulating firm-specific investment through risk management. *Long Range Planning*, 36(1), 49-59.
- Wang, P. F., Li, S., & Zhou, J. (2010). Financial risk management and enterprise value creation: Evidence from non-ferrous metal listed companies in China. *Nankai Business Review International*, 1(1), 5-19.
- Yamane, T. (1973). *Statistics: An introduction analysis*. Harper & Row.

- Yang, S., Ishtiaq, M., & Anwar, M. (2018). Enterprise risk management practices and firm performance, the mediating role of competitive advantage and the moderating role of financial literacy. *Journal of Risk and Financial Management*, 11(3), 35.
- Zamzamin@ Zamzamin, Z., Haron, R., & Othman, A. H. A. (2021). Hedging, managerial ownership and firm value. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 28(4), 263-280.
- Zhe, L., Ke, L., Kaibi, W., & Xiaoliu, S. (2012). Research on financial risk management for electric power enterprises. *Systems Engineering Procedia*, 4, 54-60.
- Zimon, G. (2018). Influence of group purchasing organizations on financial situation of Polish SMEs. *Oeconomia Copernicana*, 9(1), 87-104.
- Zou, X., & Hassan, C. H. (2017). Enterprise risk management in China: the impacts on organisational performance. *International Journal of Economic Policy in Emerging Economies*, 10(3), 226-239.

## DANH MỤC PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Mô hình 1 và 2

Phụ lục A1: Kết quả kiểm định T-TEST

Phụ lục A2: Kết quả hồi quy các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam

Phụ lục A3: Kết quả hồi quy tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam

## PHỤ LỤC

### Phụ lục 1: Mô hình 1

#### Phụ lục 1.1: Phân tích tương quan

	FRM	FL	SIZE	TANGIBLE	FS	TAX	AGE
FRM	1.0000						
FL	0.3480	1.0000					
SIZE	0.0409	0.1176	1.0000				
TANGIBLE	0.2975	-0.1149	-0.1102	1.0000			
FS	-0.2203	-0.2063	0.0747	-0.2090	1.0000		
TAX	0.1183	0.0545	-0.1176	0.0696	-0.0824	1.0000	
AGE	0.0983	-0.1432	0.2223	-0.1728	0.0449	-0.1163	1.0000

#### Phụ lục 1.2: Kiểm định đa cộng tuyến

File Myfile.doc already exists, option append was assumed  
(obs=5,200)

##### Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared
FL	1.14	1.07	0.8786	0.1214
SIZE	1.10	1.05	0.9093	0.0907
TANGIBLE	1.12	1.06	0.8930	0.1070
FS	1.12	1.06	0.8919	0.1081
TAX	1.03	1.02	0.9696	0.0304
AGE	1.13	1.06	0.8860	0.1140
Mean VIF	1.11			

### PHỤ LỤC A1: KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH T-TEST

#### Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]
0	4,276	.423037	.0032775	.2143216	.4166114 .4294627
1	924	.6263228	.0060809	.1848437	.6143888 .6382568
combined	5,200	.4591594	.003097	.2233281	.4530879 .4652308
diff		.2032858	.0075963		.2181778 .1883938

diff = mean(0) - mean(1) t = 26.7610  
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 5198

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 0.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 1.0000

#### Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]
0	4,276	12.09791	.0087577	.5726737	12.08074 12.11508
1	924	12.03503	.0215248	.6542963	11.99278 12.07727
combined	5,200	12.08673	.0081601	.5884299	12.07074 12.10273
diff		.0628823	.0213315		.0210637 .104701

diff = mean(0) - mean(1) t = 2.9479  
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 5198

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 0.9984 Pr(|T| > |t|) = 0.0032 Pr(T > t) = 0.0016

. ttest TANGIBLE,

## Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	4,276	.216187	.0027662	.180884	.2107639	.2216102
1	924	.380602	.0091708	.2787668	.3626041	.3986
combined	5,200	.2454023	.0029303	.2113078	.2396577	.251147
diff		-.164415	.0073196		-.1787645	-.1500655
diff = mean(0) - mean(1)					t = -22.4623	
Ho: diff = 0					degrees of freedom = 5198	
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.0000		Pr( T  >  t ) = 0.0000		Pr(T > t) = 1.0000		

. ttest ES,

## Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	4,276	.1548371	.0024878	.1626826	.1499596	.1597145
1	924	.0648007	.0029892	.0908626	.0589343	.070667
combined	5,200	.1388383	.0021667	.1562449	.1345906	.143086
diff		.0900364	.0055296		.0791961	.1008767
diff = mean(0) - mean(1)					t = 16.2827	
Ho: diff = 0					degrees of freedom = 5198	
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 1.0000		Pr( T  >  t ) = 0.0000		Pr(T > t) = 0.0000		

ttest TAX,

## Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	4,276	.0364827	.0028675	.1875098	.0308609	.0421045
1	924	.1028139	.0099969	.3038801	.0831945	.1224332
combined	5,200	.0482692	.0029726	.2143552	.0424417	.0540967
diff		-.0663312	.0077226		-.0814707	-.0511917
diff = mean(0) - mean(1)					t = -8.5893	
Ho: diff = 0					degrees of freedom = 5198	
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.0000		Pr( T  >  t ) = 0.0000		Pr(T > t) = 1.0000		

ttest AGE,

## Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	4,276	12.19364	.0684144	4.473696	12.05951	12.32777
1	924	11.04762	.1401005	4.258686	10.77267	11.32257
combined	5,200	11.99	.0618135	4.457434	11.86882	12.11118
diff		1.14602	.1609406		.8305086	1.461531
diff = mean(0) - mean(1)					t = 7.1208	
Ho: diff = 0					degrees of freedom = 5198	
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 1.0000		Pr( T  >  t ) = 0.0000		Pr(T > t) = 0.0000		

**PHỤ LỤC A2: KẾT QUẢ HỒI QUY CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN QTRRTC DNNVV VIỆT NAM**

Random-effects logistic regression      Number of obs = 5,200  
 Group variable: id                      Number of groups = 400

Random effects u\_i ~ Gaussian              Obs per group:  
    min = 13  
    avg = 13.0  
    max = 13

Integration method: mvaghermite              Integration pts. = 12

Log likelihood = -1505.6031                      Wald chi2(6) = 501.34  
    Prob > chi2 = 0.0000

FRM	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
FL	7.74351	.4315482	17.94	0.000	6.897691	8.589328
SIZE	-.4941658	.1496969	-3.30	0.001	-.7875662	-.2007653
TANGIBLE	5.116346	.3885142	13.17	0.000	4.354872	5.87782
FS	-4.611719	.7173154	-6.43	0.000	-6.017632	-3.205807
TAX	.7784519	.2214501	3.52	0.000	.3444176	1.212486
AGE	.032394	.0156605	2.07	0.039	.0017001	.063088
/lnsig2u	.9453381	.1371606			.6765084	1.214168
sigma_u	1.60427	.1100213			1.402497	1.835072
rho	.4389291	.0337786			.3741769	.5058298

LR test of rho=0: chibar2(01) = 403.16                      Prob >= chibar2 = 0.000

**Chỉ số odds Logistic**

FRM	Odds Ratio	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
FL	2306.553	995.3889	17.94	0.000	989.9858	5374.004
SIZE	.6100796	.091327	-3.30	0.001	.4549507	.8181044
TANGIBLE	166.7251	64.77507	13.17	0.000	77.85688	357.0301
FS	.0099347	.0071263	-6.43	0.000	.0024354	.0405262
TAX	2.178098	.48234	3.52	0.000	1.411168	3.361832
AGE	1.032924	.0161761	2.07	0.039	1.001702	1.065121

Random-effects probit regression      Number of obs = 5,200  
 Group variable: id                      Number of groups = 400

Random effects u\_i ~ Gaussian              Obs per group:  
    min = 13  
    avg = 13.0  
    max = 13

Integration method: mvaghermite              Integration pts. = 12

Log likelihood = -1509.3137                      Wald chi2(6) = 548.84  
    Prob > chi2 = 0.0000

FRM	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
FL	4.209922	.2280137	18.46	0.000	3.763024	4.656821
SIZE	.3323115	.0797426	4.17	0.000	.4886042	.1760189
TANGIBLE	2.76697	.2080667	13.30	0.000	2.359167	3.174774
FS	-2.34352	.3621766	-6.47	0.000	-3.053373	-1.633667
TAX	.451832	.1229306	3.68	0.000	.2108924	.6927716
AGE	.0191568	.0084984	2.25	0.024	.0025004	.0358133
/lnsig2u	-.216471	.13291			-.4769699	.0440279
sigma_u	.8974162	.0596378			.7878205	1.022258
rho	.4460926	.0328413			.3829679	.5110052

LR test of rho=0: chibar2(01) = 432.74                      Prob >= chibar2 = 0.000

## Chi số odds Probit

FRM	Odds Ratio	Hệ số theo mô hình	Hệ số chuyển đổi theo Oddr
FL	2071.344	4.209922	7.635953
SIZE	.547306	.3323115	.602746
TANGIBLE	151.2188	2.76697	5.018728
FS	.0142546	2.34352	4.250675
TAX	2.269437	.451832	.819532
AGE	1.035920	.019156	.03529

FRM FL SIZE TANGIBLE FS TAX AGE,fe

(File Myfile.doc already exists, option append was assumed)

Fixed-effects (within) regression  
 Group variable: id  
 Number of obs = 5,200  
 Number of groups = 400

R-sq:  
 within = 0.1305  
 between = 0.4047  
 overall = 0.2376

Obs per group:  
 min = 13  
 avg = 13.0  
 max = 13

F(6,4794) = 119.91  
 Prob > F = 0.0000

corr(u\_i, Xb) = 0.0058

FRM	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
FL	.6593011	.0346626	19.02	0.000	.5913466 .7272557
SIZE	-.0927014	.0177627	-5.22	0.000	-.1275244 -.0578784
TANGIBLE	.493971	.0437874	11.28	0.000	.4081276 .5798144
FS	-.1659945	.0440021	-3.77	0.000	-.2522587 -.0797302
TAX	.0896768	.0213212	4.21	0.000	.0478775 .1314761
AGE	.0049665	.0014022	3.54	0.000	.0022175 .0077155
_cons	.8333735	.2064713	4.04	0.000	.428595 1.238152

sigma\_u | .18459557  
 sigma\_e | .28976219  
 rho | .28868352 (fraction of variance due to u\_i)

F test that all u\_i=0: F(399, 4794) = 5.02  
 Prob > F = 0.0000  
 Click to Open File: Myfile.doc

FRM FL SIZE TANGIBLE FS TAX AGE, re

(File Myfile.doc already exists, option append was assumed)

Random-effects GLS regression  
 Group variable: id  
 Number of obs = 5,200  
 Number of groups = 400

R-sq:  
 within = 0.1294  
 between = 0.4306  
 overall = 0.2470

Obs per group:  
 min = 13  
 avg = 13.0  
 max = 13

Wald chi2(6) = 1014.59  
 Prob > chi2 = 0.0000

corr(u\_i, X) = 0 (assumed)

FRM	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
FL	.6493183	.0286178	22.69	0.000	.5932286 .7054081
SIZE	-.053794	.0124428	-4.32	0.000	-.0781814 -.0294065
TANGIBLE	.5424741	.0329668	16.46	0.000	.4778604 .6070878
FS	-.1622518	.0382056	-4.25	0.000	-.2371334 -.0873703
TAX	.1002843	.0207459	4.83	0.000	.059623 .1409456
AGE	.0036751	.0012105	3.04	0.002	.0013025 .0060477
_cons	.3702422	.1455194	2.54	0.011	.0850295 .6554549

sigma\_u | .1611532  
 sigma\_e | .28976219  
 rho | .23623912 (fraction of variance due to u\_i)

Click to Open File: Myfile.doc.

Random-effects logistic regression  
 Number of obs = 5,200





FRM	Odds Ratio	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
FL	2306.553	995.3889	17.94	0.000	989.9858	5374.004
SIZE	.6100796	.091327	-3.30	0.001	.4549507	.8181044
TANGIBLE	166.7251	64.77507	13.17	0.000	77.85688	357.0301
FS	.0099347	.0071263	-6.43	0.000	.0024354	.0405262
TAX	2.178098	.48234	3.52	0.000	1.411168	3.361832
AGE	1.032924	.0161761	2.07	0.039	1.001702	1.065121
_cons	.1815705	.3143106	-0.99	0.324	.0061032	5.401718
/lnsig2u	.9453381	.1371606			.6765084	1.214168
sigma_u	1.60427	.1100213			1.402497	1.835072
rho	.4389291	.0337786			.3741769	.5058298

Note: Estimates are transformed only in the first equation.

Note: \_cons estimates baseline odds (conditional on zero random effects).

LR test of rho=0: chibar2(01) = 403.16 Prob >= chibar2 = 0.000

### PHỤ LỤC A3: KẾT QUẢ HỒI QUY TÁC ĐỘNG CỦA QUẢN TRỊ RỦI RO TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG DNNVV VIỆT NAM

#### Mô hình 2

#### ROA

#### Thống kê mô tả

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROA	5,200	.1653849	.1467986	.0000338	1.303895
FRM	5,200	.1776923	.3822903	0	1
FL	5,200	.4591594	.2233281	.000223	.9878386
SIZE	5,200	12.08673	.5884299	8.476288	14.03614
TANGIBLE	5,200	.2454023	.2113078	0	.9796447
TAX	5,200	.0482692	.2143552	0	1
FS	5,200	.1388383	.1562449	.000046	1.435426
AGE	5,200	11.99	4.457434	4	23

#### Phân tích tương quan

	ROA	FRM	FL	SIZE	TANGIBLE	TAX	FS	AGE
ROA	1.0000							
FRM	-0.2230	1.0000						
FL	-0.3162	0.3480	1.0000					
SIZE	0.0810	-0.0409	0.1176	1.0000				
TANGIBLE	-0.1276	0.2975	-0.1149	-0.1102	1.0000			
TAX	-0.0875	0.1183	0.0545	-0.1176	0.0696	1.0000		
FS	0.4493	-0.2203	-0.2063	0.0747	-0.2090	-0.0824	1.0000	
AGE	0.0226	-0.0983	-0.1432	0.2223	-0.1728	-0.1163	0.0449	1.0000

## Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT		R-Squared
		VIF	Tolerance	
ROA	1.37	1.17	0.7292	0.2708
FRM	1.33	1.15	0.7505	0.2495
FL	1.42	1.19	0.7057	0.2943
SIZE	1.11	1.05	0.8990	0.1010
TANGIBLE	1.27	1.12	0.7903	0.2097
TAX	1.04	1.02	0.9625	0.0375
FS	1.31	1.15	0.7611	0.2389
AGE	1.14	1.07	0.8798	0.1202
Mean VIF	1.25			

	Eigenval	Cond Index
1	5.6700	1.0000
2	1.1694	2.2020
3	0.8587	2.5697
4	0.4667	3.4857
5	0.3831	3.8473
6	0.2640	4.6340
7	0.1443	6.2682
8	0.0427	11.5177
9	0.0011	71.4380

Condition Number 71.4380  
 Eigenvalues & Cond Index computed from scaled raw sscp (w/ intercept)  
 Det(correlation matrix) 0.4090

## OLS FEM và REM

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	5,200
Model	30.3391728	7	4.33416754	F(7, 5192)	=	275.44
Residual	81.698393	5,192	.015735438	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.2708
				Adj R-squared	=	0.2698
Total	112.037566	5,199	.02154983	Root MSE	=	.12544

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
FRM	.0119621	.0052506	2.28	0.023	.0016688 .0222555
FL	-.1679851	.0089753	-18.72	0.000	-.1855805 -.1503898
SIZE	.0214117	.0031041	6.90	0.000	.0153264 .027497
TANGIBLE	-.0491662	.0092359	-5.32	0.000	-.0672724 -.03106
FS	.3466378	.0118221	29.32	0.000	.3234615 .3698141
TAX	-.0222321	.008267	-2.69	0.007	-.0384389 -.0060253
AGE	.0022634	.0004149	5.46	0.000	.00145 .0030768
_cons	-.1471362	.0433302	-3.40	0.001	-.2320817 -.0621908

Fixed-effects (within) regression Number of obs = 5,200  
 Group variable: id Number of groups = 400

R-sq: within = 0.1520 between = 0.1353 overall = 0.1386  
 Obs per group: min = 13 avg = 13.0 max = 13

corr(u\_i, Xb) = -0.1005 F(7,4793) = 122.71  
 Prob > F = 0.0000

ROA	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
FRM	.0237001	.0039002	6.08	0.000	.0160539 .0313464
FL	-.1430437	.0097073	-14.74	0.000	-.1620744 -.124013
SIZE	.0921057	.0048104	19.15	0.000	.0826752 .1015362
TANGIBLE	-.0261691	.0119805	-2.18	0.029	-.0496564 -.0026817
FS	.1110968	.0119002	9.34	0.000	.0877669 .1344267
TAX	-.0004999	.0057683	-0.09	0.931	-.0118084 .0108087
AGE	.0039553	.0003792	10.43	0.000	.0032119 .0046986
_cons	-1.060999	.0659432	-16.09	0.000	-1.190278 -.9317202
sigma_u	.11436617				
sigma_e	.0782492				
rho	.68113946	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u\_i=0: F(399, 4793) = 21.43 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression           Number of obs   =    5,200
Group variable: id                     Number of groups =    400

R-sq:                                  Obs per group:
    within = 0.1483                      min =          13
    between = 0.1935                     avg =         13.0
    overall = 0.1795                     max =          13

corr(u_i, X) = 0 (assumed)              Wald chi2(7)    =    937.97
                                           Prob > chi2     =    0.0000

```

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
FRM	.023618	.0039147	6.03	0.000	.0159452 .0312907
FL	-.1480747	.0093105	-15.90	0.000	-.1663229 -.1298264
SIZE	.0748715	.0043206	17.33	0.000	.0664034 .0833397
TANGIBLE	-.0293312	.0111149	-2.64	0.008	-.051116 -.0075464
FS	.1400586	.0115817	12.09	0.000	.1173589 .1627583
TAX	-.0034373	.0058077	-0.59	0.554	-.0148201 .0079456
AGE	.003373	.0003652	9.24	0.000	.0026573 .0040888
_cons	-.8312886	.0594718	-13.98	0.000	-.9478511 -.7147261
sigma_u	.09215287				
sigma_e	.0782492				
rho	.58105367	(fraction of variance due to u_i)			

```

F test that all u_i=0: F(399, 4793) = 21.43           Prob > F = 0.0000

```

	fe_roa	re_roa	Difference	S.E.
FRM	.0237001	.023618	.0000822	.
FL	-.1430437	-.1480747	.005031	.0027469
SIZE	.0921057	.0748715	.0172342	.0021148
TANGIBLE	-.0261691	-.0293312	.0031621	.0044713
FS	.1110968	.1400586	-.0289618	.0027348
TAX	-.0004999	-.0034373	.0029374	.
AGE	.0039553	.003373	.0005822	.000102

```

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

```

```

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```

```

chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        = 192.49
Prob>chi2 = 0.0000

```

```

=> Chọn FEM

```

```

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

```

```

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

```

```

chi2 (400) = 1.2e+05
Prob>chi2 = 0.0000

```

```

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

```

```

H0: no first-order autocorrelation
F( 1, 399) = 92.607
Prob > F = 0.0000

```

```

=> Phương sai thay đổi và tự tương quan

```

### Kiểm tra nội sinh (ROA)

```

Tests of endogeneity
Ho: variables are exogenous

```

```

Durbin (score) chi2(1) = 72.451 (p = 0.0000)
Wu-Hausman F(1,4791) = 73.4234 (p = 0.0000)

```

```

⇨ Có nội sinh

```

## GMM

Favoring space over speed. To switch, type or click on mata: mata set matafavor speed, perm.  
Warning: Two-step estimated covariance matrix of moments is singular.

Using a generalized inverse to calculate optimal weighting matrix for two-step estimation.  
Difference-in-Sargan statistics may be negative.

Dynamic panel-data estimation, two-step difference GMM

Group variable: id		Number of obs	=	4400
Time variable : Năm		Number of groups	=	400
Number of instruments = 18		Obs per group: min	=	11
F(8, 400)	=	56.46	avg	= 11.00
Prob > F	=	0.000	max	= 11

ROA	Coef.	Corrected Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ROA						
L1.	.4370509	.0429791	10.17	0.000	.3525578	.521544
FRMp	.0177006	.0027869	6.35	0.000	.0122218	.0231794
FL	-.1727213	.0175149	-9.86	0.000	-.2071541	-.1382885
SIZE	.0768658	.0090692	8.48	0.000	.0590365	.0946951
TANGIBLE	-.0630177	.0179273	-3.52	0.000	-.0982611	-.0277743
FS	.1031544	.0193807	5.32	0.000	.0650537	.1412551
TAX	-.0176136	.0076283	-2.31	0.021	-.0326102	-.002617
AGE	.0029071	.0004897	5.94	0.000	.0019445	.0038698

Instruments for orthogonal deviations equation

Standard

FOD. (FRMp FL SIZE TANGIBLE FS TAX AGE)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(1/.) .L.ROA collapsed

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -8.04 Pr > z = 0.000  
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.40 Pr > z = 0.688

Sargan test of overid. restrictions: chi2(10) = 13.83 Prob > chi2 = 0.181  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(10) = 8.93 Prob > chi2 = 0.539  
(Robust, but can be weakened by many instruments.)

Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:

iv(FRMp FL SIZE TANGIBLE FS TAX AGE)

Hansen test excluding group: chi2(3) = 1.89 Prob > chi2 = 0.595

Difference (null H = exogenous): chi2(7) = 7.04 Prob > chi2 = 0.425

Arellano-Bond AR(2) cho thấy không có tự tương quan xảy ra với mức ý nghĩa 5% . Hausen test, có p-value > 0.05 không nội sinh.

## ROE

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROE	5,200	.3513421	.6297135	.0000934	1.618756
FRM	5,200	.1776923	.3822903	0	1
FL	5,200	.4591594	.2233281	.000223	.9878386
SIZE	5,200	12.08673	.5884299	8.476288	14.03614
TANGIBLE	5,200	.2454023	.2113078	0	.9796447
TAX	5,200	.0482692	.2143552	0	1
FS	5,200	.1388383	.1562449	.000046	1.435426
AGE	5,200	11.99	4.457434	4	23

	ROE	FRM	FL	SIZE	TANGIBLE	TAX	FS	AGE
ROE	1.0000							
FRM	0.0308	1.0000						
FL	0.1752	0.3480	1.0000					
SIZE	0.0598	-0.0409	0.1176	1.0000				
TANGIBLE	-0.1191	0.2975	-0.1149	-0.1102	1.0000			
TAX	-0.0367	0.1183	0.0545	-0.1176	0.0696	1.0000		
FS	0.1686	-0.2203	-0.2063	0.0747	-0.2090	-0.0824	1.0000	
AGE	-0.0530	-0.0983	-0.1432	0.2223	-0.1728	-0.1163	0.0449	1.0000

## Collinearity Diagnostics

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared
ROE	1.09	1.04	0.9190	0.0810
FRM	1.33	1.15	0.7507	0.2493
FL	1.37	1.17	0.7318	0.2682
SIZE	1.10	1.05	0.9067	0.0933
TANGIBLE	1.26	1.12	0.7914	0.2086
TAX	1.04	1.02	0.9627	0.0373
FS	1.17	1.08	0.8549	0.1451
AGE	1.13	1.06	0.8825	0.1175
Mean VIF	1.19			

	Eigenval	Cond Index
1	5.3791	1.0000
2	1.0907	2.2207
3	0.8363	2.5362
4	0.7213	2.7309
5	0.4260	3.5535
6	0.3545	3.8956
7	0.1442	6.1081
8	0.0468	10.7205
9	0.0011	69.4938

Condition Number 69.4938

Eigenvalues &amp; Cond Index computed from scaled raw sscp (w/ intercept)

Det(correlation matrix) 0.5154

Variable	VIF	SQRT VIF	Tolerance	R- Squared
ROA	2.02	1.42	0.4950	0.5050
ROE	1.60	1.27	0.6239	0.3761
FRM	1.34	1.16	0.7484	0.2516
FL	1.62	1.27	0.6189	0.3811
SIZE	1.11	1.06	0.8978	0.1022
TANGIBLE	1.27	1.13	0.7898	0.2102
TAX	1.04	1.02	0.9623	0.0377
FS	1.32	1.15	0.7598	0.2402
AGE	1.14	1.07	0.8797	0.1203
Mean VIF	1.38			

## OLS FEM và REM

Source	SS	df	MS	Number of obs =	5,200
Model	166.996186	7	23.856598	F(7, 5192) =	65.38
Residual	1894.61037	5,192	.364909547	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.0810
				Adj R-squared =	0.0798
Total	2061.60655	5,199	.396539056	Root MSE =	.60408

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
FRM	-.0469605	.0252849	-1.86	0.063	-.0965295 .0026085
FL	.5341425	.0432217	12.36	0.000	.4494098 .6188751
SIZE	.0260585	.0149481	1.74	0.081	-.003246 .0553631
TANGIBLE	-.204867	.0444765	-4.61	0.000	-.2920596 -.1176743
FS	.7956704	.0569309	13.98	0.000	.684062 .9072789
TAX	-.0960032	.0398108	-2.41	0.016	-.174049 -.0179573
AGE	.0074898	.0019981	3.75	0.000	.0035728 .0114069
_cons	-.5105099	.2086622	-2.45	0.014	-.9195757 -.1014441

Fixed-effects (within) regression  
 Group variable: id  
 Number of obs = 5,200  
 Number of groups = 400  
 R-sq: within = 0.0644  
 between = 0.0369  
 overall = 0.0424  
 Obs per group: min = 13  
 avg = 13.0  
 max = 13  
 F(7,4793) = 47.12  
 corr(u\_i, Xb) = -0.2006 Prob > F = 0.0000

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
FRM	.0236661	.0209284	1.13	0.258	-.0173631	.0646952
FL	.7237258	.0520886	13.89	0.000	.6216081	.8258434
SIZE	.2005566	.0258121	7.77	0.000	.1499531	.2511601
TANGIBLE	-.2395845	.0642869	-3.73	0.000	-.3656163	-.1135526
FS	.0953398	.0638559	1.49	0.135	-.029847	.2205266
TAX	-.0235581	.0309524	-0.76	0.447	-.0842391	.0371229
AGE	.0107658	.0020345	5.29	0.000	.0067772	.0147544
_cons	-2.787013	.3538474	-7.88	0.000	-3.480716	-2.09331
sigma_u	.476249					
sigma_e	.41988055					
rho	.56265422	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(399, 4793) = 14.92 Prob > F = 0.0000

Random-effects GLS regression  
 Group variable: id  
 Number of obs = 5,200  
 Number of groups = 400  
 R-sq: within = 0.0630  
 between = 0.0502  
 overall = 0.0518  
 Obs per group: min = 13  
 avg = 13.0  
 max = 13  
 Wald chi2(7) = 330.75  
 corr(u\_i, X) = 0 (assumed) Prob > chi2 = 0.0000

ROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
FRM	.0189714	.02073	0.92	0.360	-.0216586	.0596014
FL	.6797345	.0486447	13.97	0.000	.5843926	.7750764
SIZE	.1475419	.0221801	6.65	0.000	.1040696	.1910142
TANGIBLE	-.2173195	.0575481	-3.78	0.000	-.3301117	-.1045274
FS	.2116883	.0607528	3.48	0.000	.0926149	.3307616
TAX	-.0343186	.0307885	-1.11	0.265	-.0946629	.0260257
AGE	.0089709	.001913	4.69	0.000	.0052215	.0127204
_cons	-2.075053	.3052116	-6.80	0.000	-2.673257	-1.476849
sigma_u	.42454271					
sigma_e	.41988055					
rho	.50552095	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(399, 4793) = 14.92 Prob > F = 0.0000

Hausman

	fe_roe	re_roe	Difference	S.E.
FRM	.0236661	.0189714	.0046947	.0028747
FL	.7237258	.6797345	.0439913	.0186258
SIZE	.2005566	.1475419	.0530147	.0132024
TANGIBLE	-.2395845	-.2173195	-.022265	.0286535
FS	.0953398	.2116883	-.1163485	.0196638
TAX	-.0235581	-.0343186	.0107605	.0031816
AGE	.0107658	.0089709	.0017949	.0006926

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)' [(V\_b-V\_B)^(-1)] (b-B)  
 = 73.99  
 Prob>chi2 = 0.0000

=> Chọn FEM

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity  
in fixed effect regression model

H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all  $i$

chi2 (400) = 2.8e+06  
Prob>chi2 = 0.0000

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation  
F( 1, 399) = 2.354  
Prob > F = 0.1257

### Nội sinh

Tests of endogeneity

Ho: variables are exogenous

Durbin (score) chi2(1) = 10.0321 (p = 0.0015)  
Wu-Hausman F(1,4791) = 10.0343 (p = 0.0015)

### GMM

Favoring space over speed. To switch, type or click on `mata: mata_set matafavor speed, perm.`  
Warning: Two-step estimated covariance matrix of moments is singular.

Using a generalized inverse to calculate optimal weighting matrix for two-step estimation.  
Difference-in-Sargan statistics may be negative.

Dynamic panel-data estimation, two-step difference GMM

Group variable: id	Number of obs =	4400
Time variable : Năm	Number of groups =	400
Number of instruments = 83	Obs per group: min =	11
F(8, 400) = 18.56	avg =	11.00
Prob > F = 0.000	max =	11

ROE	Coef.	Corrected Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ROE						
L1.	.5003707	.1852051	2.70	0.007	.1362737	.8644677
FRM	.0539922	.0237391	2.27	0.023	.0073232	.1006612
FL	.3802522	.0887166	4.29	0.000	.2058432	.5546612
SIZE	.1525068	.0386641	3.94	0.000	.0764966	.2285169
TANGIBLE	-.0961814	.0574183	-1.68	0.095	-.2090607	.0166979
FS	.2020778	.0426128	4.74	0.000	.1183048	.2858508
TAX	.3015868	.1661317	1.82	0.070	-.0250136	.6281872
AGE	.0053785	.0016803	3.20	0.001	.0020752	.0086819

Instruments for orthogonal deviations equation

Standard

FOD.(L.ROE FL SIZE TANGIBLE FS AGE)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(1/.)FRM

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -1.60 Pr > z = 0.109  
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.41 Pr > z = 0.682

Sargan test of overid. restrictions: chi2(75) = 91.67 Prob > chi2 = 0.093  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(75) = 82.78 Prob > chi2 = 0.252  
(Robust, but can be weakened by many instruments.)

Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:

iv(L.ROE FL SIZE TANGIBLE FS AGE)

Hansen test excluding group: chi2(69) = 76.50 Prob > chi2 = 0.250

Difference (null H = exogenous): chi2(6) = 6.27 Prob > chi2 = 0.393

**KHAO SÁT****Bảng 4.16. Kết quả mức độ sử dụng công cụ quản trị rủi ro tài chính**

<b>Hợp đồng kỳ hạn</b>	<b>Số lượng</b>	<b>Tỷ lệ (%)</b>
Hoàn toàn không am hiểu	273	68.3
Ít am hiểu	102	25.5
Bình thường	16	4.0
Am hiểu	9	2.3
Tổng cộng	400	100
<b>Hợp đồng hoán đổi</b>		
Hoàn toàn không am hiểu	273	68.3
Ít am hiểu	111	27.8
Bình thường	16	4.0
Tổng cộng	400	100
<b>Hợp đồng quyền chọn</b>		
Hoàn toàn không am hiểu	273	68.3
Ít am hiểu	111	27.8
Bình thường	16	4.0
Tổng cộng	400	100
<b>Hợp đồng tương lai</b>		
Hoàn toàn không am hiểu	273	68.3
Ít am hiểu	116	29.0
Bình thường	11	2.8
Tổng cộng	400	100

**Bảng 4.18. Kết quả sử dụng công cụ nào quản trị rủi ro tỷ giá**

<b>Hợp đồng kỳ hạn</b>	<b>Số lượng</b>	<b>Tỷ lệ (%)</b>
Hoàn toàn không sử dụng	276	69.0
Ít sử dụng	119	29.8
Bình thường	5	1.3
Tổng cộng	400	100
<b>Hợp đồng hoán đổi</b>		
Hoàn toàn không sử dụng	276	69.0
Ít sử dụng	121	30.3
Bình thường	3	.8
Tổng cộng	400	100
<b>Hợp đồng quyền chọn</b>		
Hoàn toàn không sử dụng	276	69.0
Ít sử dụng	122	30.5
Bình thường	2	.5
Tổng cộng	400	100
<b>Hợp đồng tương lai</b>		
Hoàn toàn không sử dụng	276	69.0
Ít sử dụng	122	30.5
Bình thường	2	.5
Tổng cộng	400	100

**Bảng 4.19. Kết quả sử dụng công cụ nào quản trị rủi ro giá cả hàng hóa**

<b>Hợp đồng kỳ hạn</b>	<b>Số lượng</b>	<b>Tỷ lệ (%)</b>
Hoàn toàn không sử dụng	276	69.0
Ít sử dụng	93	23.3
Bình thường	16	4.0
Thường xuyên sử dụng	15	3.8



Tổng cộng	400	100
<b>Hợp đồng hoán đổi</b>		
Hoàn toàn không sử dụng	278	69.5
Ít sử dụng	113	28.2
Bình thường	9	2.3
Tổng cộng	400	100
<b>Hợp đồng quyền chọn</b>		
Hoàn toàn không sử dụng	278	69.5
Ít sử dụng	113	28.2
Bình thường	9	2.3
Tổng cộng	400	100
<b>Hợp đồng tương lai</b>		
Hoàn toàn không sử dụng	276	69.0
Ít sử dụng	116	29.0
Bình thường	8	2.0
Tổng cộng	400	100