

# ĐÁNH GIÁ SỰ TÁC ĐỘNG CỦA CƠ CẤU VỐN ĐẾN RỦI RO TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

## APPRECIATING THE IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE ON THE FINANCIAL RISKS OF LISTED COMPANIES IN VIETNAM

Vũ Thị Thục Oanh

*Khoa Tài chính Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế - Kỹ thuật Công nghiệp*

Đến Tòa soạn ngày 24/02/2021, chấp nhận đăng ngày 10/03/2021

**Tóm tắt:** Bài báo đề cập tới nghiên cứu sự tác động của cơ cấu vốn đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Số liệu nghiên cứu sử dụng là số liệu thứ cấp được thu thập từ các báo cáo tài chính hàng năm của các doanh nghiệp niêm yết từ năm 2017 đến năm 2020 với 155 mẫu quan sát. Nghiên cứu sử dụng công cụ phân tích hồi quy tác động cố định và mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên để ước lượng và kiểm định sự tác động của cơ cấu vốn đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp. Kết quả ước lượng cho biết cơ cấu vốn có tác động đến rủi ro tài chính, trong đó cơ cấu vốn ảnh hưởng cùng chiều lên cân bằng tài chính và ngược chiều lên khả năng thanh toán ngắn hạn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

**Từ khóa:** Cơ cấu vốn, rủi ro tài chính, doanh nghiệp niêm yết.

**Abstract:** The paper deals with the impact of capital structure on the financial risks of listed companies in Vietnam. The study uses the data of the listed companies from 2017 to 2020 with 155 samples. Using the panel data with the fix effect model regression and random effect model regression, the authors indicate that the capital structure affects the financial risks of listed companies in Vietnam. The results show a positive impact of the capital structure on the financial balance and negative impact on short-term liquidity.

**Keywords:** Capital structure, financial risk, listed companies.

### 1. ĐẶT VẤN ĐỀ

Nghiên cứu về cơ cấu vốn thu hút nhiều sự quan tâm của các nhà khoa học trong và ngoài nước, nhất là trong bối cảnh hội nhập ngày càng sâu rộng đã mở ra nhiều cơ hội phát triển thị trường tiêu thụ sản phẩm các doanh nghiệp Việt Nam, đồng thời cũng làm tăng áp lực cạnh tranh đòi hỏi các doanh nghiệp Việt Nam phải có những chiến lược sản xuất kinh doanh thích hợp, đặc biệt chú trọng nhiều hơn đến quản trị tài chính, nếu không, doanh nghiệp sẽ phải đối mặt với nhiều trở ngại, thậm chí là phá sản. Bên cạnh đó, sự bùng nổ của thị

trường chứng khoán trong những giai đoạn đầu đã tạo cơ hội cho nhiều doanh nghiệp Việt Nam huy động vốn thông qua kênh phát hành cổ phiếu một cách rất dễ dàng, tuy nhiên, việc tăng vốn chủ sở hữu quá nhiều so với nhu cầu mở rộng đầu tư vào tài sản cố định và tài sản lưu động thường xuyên lại là nguyên nhân gây phá vỡ cơ cấu vốn của nhiều doanh nghiệp, tồn kém chi phí sử dụng vốn và hiệu quả sử dụng vốn thấp. Do đó, một cơ cấu vốn được lựa chọn phù hợp không chỉ giúp cho doanh nghiệp tận dụng triệt để tác động tích cực từ đòn bẩy tài chính, mà còn giảm thiểu

khả năng xảy ra tình trạng kiệt quệ tài chính do doanh nghiệp có trách nhiệm thanh toán các nghĩa vụ tài chính đối với chủ nợ, và cuối cùng là góp phần vào sự gia tăng giá trị doanh nghiệp.

## **2. CƠ CỜ LÝ THUYẾT**

### **2.1. Cơ cấu vốn và các thành phần của cơ cấu vốn trong doanh nghiệp**

Cơ cấu vốn đề cập đến mối quan hệ kết hợp giữa các nguồn tài trợ khác nhau trong doanh nghiệp (Baimwera, B. & Muriuki, A.M., 2014; Nguyễn Minh Kiều, 2006) thường là nhấn mạnh đến sự kết hợp giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu, hoặc là sự kết hợp giữa nguồn vốn ngắn hạn với nguồn vốn dài hạn, hay cơ cấu vốn là cơ cấu các loại nguồn vốn hình thành nên các loại tài sản của doanh nghiệp (Nguyễn Minh Kiều, 2006). Như vậy, có nhiều khái niệm về cơ cấu vốn doanh nghiệp, tuy nhiên có thể tóm lại, cơ cấu vốn của doanh nghiệp là mối quan hệ tỷ lệ giữa nợ vay trong tổng nguồn vốn và vốn chủ của doanh nghiệp. Dựa vào bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp, cơ cấu vốn được tiếp cận với các thành phần được sắp xếp theo nguyên tắc tính ổn định tăng dần, bao gồm hai nhóm: nợ phải trả và vốn chủ sở hữu. Ngoài ra, cơ cấu vốn còn được tiếp cận theo thời hạn hoàn trả với 2 thành phần là: nguồn vốn ngắn hạn và nguồn vốn dài hạn. Từ sự khác biệt giữa các thành phần của cơ cấu vốn theo những hướng tiếp cận khác nhau nêu trên cho thấy: quyết định lựa chọn những cơ cấu vốn khác nhau sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận dành cho chủ sở hữu và mục tiêu an toàn, giảm thiểu rủi ro kiệt quệ tài chính, từ đó tác động đến chi phí sử dụng vốn và giá trị doanh nghiệp.

### **2.2. Rủi ro trong doanh nghiệp dưới góc độ quản trị tài chính**

Dưới góc độ quản trị tài chính, rủi ro trong

doanh nghiệp là sự khác biệt giữa lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng (Nguyễn Minh Kiều, 2006) khi thực hiện các quyết định tài chính. Mức độ rủi ro cao hay thấp thể hiện qua khả năng hay xác suất xảy ra khác biệt giữa lợi nhuận thực tế và lợi nhuận kỳ vọng khi lựa chọn thực hiện các quyết định tài chính khác nhau trong doanh nghiệp.

Dựa trên cơ sở phân loại các quyết định tài chính, rủi ro của một doanh nghiệp được phân chia thành hai nhóm: rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính (Baimwera, B. & Muriuki, A.M., 2014; Nguyễn Minh Kiều, 2006).

Rủi ro kinh doanh là biến cố gắn liền với quyết định đầu tư và quyết định quản trị tài sản của doanh nghiệp, là sự không chắc chắn về lợi nhuận hoạt động (Stephen H. Penman, 2001). Như vậy, rủi ro kinh doanh có liên quan mật thiết với những đặc thù của ngành nghề kinh doanh và không thể loại trừ, nó có tác động đến lợi nhuận hoạt động của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có thể không đạt được mức doanh thu bán hàng cần thiết để bù đắp các chi phí hoạt động, nhưng doanh nghiệp cũng có khả năng đạt được mức doanh thu bán hàng rất cao, không chỉ đủ bù đắp được các chi phí hoạt động mà còn mang lại cho mức lợi nhuận hoạt động cao hơn.

Rủi ro tài chính phản ánh các biến cố có thể xảy ra hoặc không xảy ra gắn liền với quyết định tài trợ, đó là rủi ro tăng thêm ngoài rủi ro kinh doanh đối với các chủ sở hữu do doanh nghiệp có sử dụng đòn bẩy tài chính (Baimwera, B. & Muriuki, A.M., 2014). Như vậy, doanh nghiệp tồn tại rủi ro tài chính khi cơ cấu vốn có nguồn tài trợ với chi phí cố định, điển hình là nợ vay. Khác với rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính có thể được loại bỏ bằng cách không sử dụng đòn bẩy tài chính, tức 100% tài sản được hình thành từ vốn chủ sở hữu hay là vốn cổ phần thường đối với

công ty cổ phần.

Doanh nghiệp quyết định sử dụng nợ với kỳ vọng gia tăng thêm lợi nhuận dành cho chủ sở hữu vì có sự xuất hiện của rủi ro tài chính. Như vậy, cơ cấu vốn và rủi ro tài chính có mối quan hệ mật thiết trong tổng thể quản trị tài chính doanh nghiệp, các doanh nghiệp cần thiết lập một cơ cấu vốn thật sự hợp lý và kiểm soát rủi ro tài chính một cách chủ động, tích cực nhằm đảm bảo các mục tiêu quản trị tài chính đề ra. Một cơ cấu vốn càng nghiêng về nợ làm rủi ro tài chính càng tăng lên nhưng đó có thể là cơ cấu vốn hướng đến mục tiêu gia tăng lợi nhuận. Thực tế, suất sinh lời dành cho chủ sở hữu khi doanh nghiệp sử dụng nợ có thể cao hơn, thấp hơn hoặc không đổi so với trường hợp không có nợ; kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Amalendu và Somnath (2012) cho thấy lợi nhuận dành cho chủ sở hữu suy giảm, đạt ở mức thấp góp phần gia tăng rủi ro tài chính cho doanh nghiệp.

### **2.3. Mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và rủi ro tài chính**

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. Ngoài ra, lý thuyết đánh đổi gợi ý doanh nghiệp sử dụng nợ trong cơ cấu vốn có thể phải đối mặt với tình trạng kiệt quệ tài chính do không đảm bảo khả năng thực hiện các cam kết thanh toán với chủ nợ, làm gia tăng chi phí và nếu không tìm được biện pháp xử lý thích hợp sẽ gia tăng nguy cơ phá sản; kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Mohammad và các cộng sự (2013) đã gợi ý rằng sự gia tăng mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ làm tăng khả năng xảy ra tình trạng kiệt quệ tài chính. Như vậy, rủi ro tài chính có thể có tác động tiêu cực đến mục tiêu sinh lời và an toàn

của doanh nghiệp, mức độ phát sinh rủi ro tài chính càng lớn thì doanh nghiệp càng khó thực hiện được các mục tiêu quản trị tài chính.

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 những vẫn đảm bảo được sự an toàn, và cuối cùng đạt được mục tiêu tăng giá trị doanh nghiệp.

Như vậy, doanh nghiệp cần thực hiện phân tích mô phỏng ảnh hưởng của các trường hợp khác nhau về cơ cấu vốn đến suất sinh lời dành cho chủ sở hữu và đánh giá nguy cơ phát sinh rủi ro mất khả năng thanh toán. Kết quả phân tích sẽ giúp nhà quản trị tài chính quyết định lựa chọn được cơ cấu vốn thật sự hợp lý theo mục tiêu đề ra.

Điều kiện cần để các doanh nghiệp quyết định sử dụng nợ góp phần gia tăng lợi nhuận dành cho chủ sở hữu là suất sinh lời trên tổng vốn đầu tư sau thuế lớn hơn chi phí sử dụng nợ bình quân sau thuế (Ngô Kim Phụng và các tác giả, 2013); và điều kiện đủ là các doanh nghiệp quyết định sử dụng nợ phải có các biện pháp kiểm soát nhằm giảm thiểu rủi ro kiệt quệ tài chính. Nhà quản trị cần phải kịp thời điều chỉnh cơ cấu vốn nhằm đảm bảo tối đa hóa lợi nhuận dành cho chủ sở hữu trong giới hạn của ngưỡng an toàn, thể hiện qua việc tuân thủ tiêu chuẩn của các chỉ số tài chính phản ánh khả năng thanh toán nợ gốc và lãi vay.

Như vậy, quyết định sử dụng nợ trong cơ cấu vốn chỉ góp phần đảm bảo mục tiêu gia tăng giá trị doanh nghiệp khi hội đủ cả hai điều kiện nêu trên, doanh nghiệp vừa có tác động tích cực của nợ đến lợi nhuận dành cho chủ sở hữu, vừa kiểm soát được rủi ro kiệt quệ tài

chính nằm trong ngưỡng thích hợp với mục tiêu an toàn và phù hợp chiến lược của nhà quản trị tài chính; như vậy, doanh nghiệp đã giải quyết được hài hòa mối quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro nhằm đạt mục tiêu gia tăng giá trị doanh nghiệp.

### 3. MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Trên cơ sở tổng quan nghiên cứu, cùng với kết quả nghiên cứu của một số nghiên cứu thực nghiệm trước đây như nghiên cứu của Syed Shah Fasih Ur Rehman, 2013; Baimwera, B. & Muriuki, A.M, 2014, đồng thời có sự điều chỉnh để phù hợp hơn với đặc điểm của thị trường chứng khoán Việt Nam, để xem xét cơ cấu vốn ảnh hưởng đến rủi ro tài chính, nghiên cứu sử dụng mô hình dưới đây:

Tác động của cơ cấu vốn đến sự cân bằng tài chính

$$NWC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1.NVTX_{i,t} + \beta_2.TSHH_{i,t} + \beta_3.QMDN_{i,t} + \mu_{i,t} + et$$

Tác động của cơ cấu vốn đến khả năng thanh toán ngắn hạn

$$LIQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1.TDi,t + \beta_2.TSHH_{i,t} + \beta_3.QMDN_{i,t} + \mu_{i,t} + et$$

Trong đó  $i$  là công ty thứ  $i$ ;  $t$  là năm thứ  $t$ ;  $\beta_0$  là hằng số của mô hình hồi quy;  $\beta_1, \beta_2, \beta_3$  là hệ số tương ứng với các biến;  $\mu_{i,t}$  là sai số chéo và chuỗi thời gian kết hợp;  $et$  là sai số chéo.

NWC: vốn lưu động ròng;

LIQ: khả năng thanh toán ngắn hạn;

NVTX: nguồn vốn lưu động thường xuyên;

TD: hệ số nợ;

TSHH: cơ cấu tài sản;

QMDN: quy mô doanh nghiệp.

#### *Giả thuyết nghiên cứu*

Mô hình nghiên cứu trên được sử dụng để

kiểm định các giả thuyết nghiên cứu sau:

Giả thiết 1: NWC có quan hệ ngược chiều với cơ cấu vốn (biến NVTX).

Giả thiết 2: LIQ có quan hệ ngược chiều với cơ cấu vốn (biến TD).

Nghiên cứu sử dụng các mô hình hồi quy dữ liệu bảng để tìm hiểu tác động của cơ cấu vốn đến với rủi ro tài chính.

#### *Biến nghiên cứu*

**Biến rủi ro tài chính:** Đo lường bằng hai chỉ tiêu là vốn lưu động ròng và hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn. Vốn lưu động ròng (NWC) được xác định như sau:

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

Hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn được đo lường bằng tỷ số giá trị tài sản lưu động với nợ ngắn hạn.

**Biến cơ cấu vốn:** Nhằm xem xét mối quan hệ giữa cơ cấu vốn với nguồn vốn lưu động ròng, khả năng thanh toán ngắn hạn, tác giả sử dụng hệ số nguồn vốn lưu động thường xuyên (NVTX) và hệ số nợ (TD). Hệ số nguồn vốn lưu động thường xuyên được xác định bằng tổng vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn trên tổng nguồn vốn của doanh nghiệp. Hệ số nợ được xác định bằng tổng nợ trên tổng tài sản doanh nghiệp.

**Biến kiểm soát:** bao gồm quy mô doanh nghiệp (QMDN), cơ cấu tài sản (TSHH). Cơ cấu tài sản được phản ánh thông qua chỉ tiêu tỷ lệ tài sản hữu hình trên tổng tài sản. Hệ số này cho biết mức đầu tư vào tài sản hữu hình trên tổng tài sản là bao nhiêu phần trăm và cho thấy mức sử dụng vốn đầu tư của doanh nghiệp. Quy mô doanh nghiệp được xác định bằng logarit của trung bình tổng tài sản doanh nghiệp. Hệ số này cho biết mức độ tăng trưởng tài sản của doanh nghiệp.

**Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu**

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính hàng năm của các doanh nghiệp được niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam (HNX, HOSE, UPCOM) trong thời gian từ năm 2017 đến 2020 dưới dạng mô hình bảng (Panel Data). Tổng số mẫu là 155 quan sát. Tác giả sử dụng phương pháp hồi quy tác động cố định (FEM) và hồi quy tác động ngẫu

nhien (REM) để xem xét tác động của các yếu tố đến rủi ro tài chính trong doanh nghiệp.

**4. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN****4.1. Phân tích thống kê mô tả các biến**

Kết quả thống kê mô tả đối với các biến có trong mô hình nghiên cứu được thể hiện ở bảng 1.

**Bảng 1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu**

	TSHH	TD	QMDN	NWC	NVTX	LIQ
Giá trị trung bình	0,374838	0,332097	11,30628	0,155340	0,802648	0,454497
Giá trị trung vị	0,327383	0,281445	11,27385	0,081809	0,846338	0,340519
Giá trị lớn nhất	0,946604	0,848393	12,58434	0,942562	0,992495	2,114040
Giá trị nhỏ nhất	0,012753	0,007505	7,792952	-0,225702	0,337881	-0,519375
Độ lệch chuẩn	0,282864	0,223895	0,662212	0,276416	0,155205	0,479355
Hệ số Skewness	0,334551	0,401491	-2,112108	1,335392	-1,057390	1,042684
Hệ số Kurtosis	1,742460	1,965333	14,05155	4,072891	3,353454	4,003798
Hệ số Jarque-Bera	10,39917	8,790984	717,4014	42,45641	23,56079	27,45140
Giá trị Prob	0,005519	0,012333	0,000000	0,000000	0,000008	0,000001
Tổng	46,10512	39,61787	1390,672	19,10677	98,72565	59,59312
Số lượng mẫu	155	155	155	155	155	155

(Nguồn: Kết quả xử lý trên phần mềm)

Kết quả nghiên cứu ở bảng 1 cho thấy giá trị trung bình của NWC là 0,15 với độ lệch chuẩn là 0,28; giá trị trung bình của LIQ là 0,45 với độ lệch chuẩn là 0,48; điều này chứng tỏ rằng các doanh nghiệp được khảo sát đang trong trạng thái mất cân bằng tài chính và khả năng thanh toán khá thấp. Bên cạnh đó, hệ số nợ của các doanh nghiệp niêm yết là khá cao (trung bình 33,21%) và hệ số nguồn vốn dài hạn cao (trung bình 80%). Điều này cho thấy các doanh nghiệp niêm yết có sử dụng đòn bẩy tài chính khá nhiều trong cơ cấu vốn của mình.

Kiểm tra tính phân phối chuẩn: Giá trị Prob. của kiểm định Jarque-Bera có giá trị nhỏ hơn

mức ý nghĩa  $\alpha = 0,05$ , chứng tỏ các biến đều có phân phối chuẩn. Các biến được sử dụng trong mô hình phân tích có thể được sử dụng vào phân tích hồi quy các biến.

**4.2. Kết quả phân tích tương quan**

Tương quan giữa các biến phụ thuộc và biến độc lập trong mô hình được thể hiện trong bảng dưới đây đã chỉ ra rằng có mối quan hệ tương quan cùng chiều giữa NVTX với NWC, và mối quan hệ ngược chiều giữa LIQ và TD. Các hệ số tương quan giữa tất cả các biến độc lập (TSHH, QMDN, TD và NVTX) đều nhỏ hơn 0,8; do đó, có thể nói rằng không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy.

Bảng 2. Ma trận tương quan

	LIQ	TD	TSHH	QMDN	NWC	NVTX
LIQ	1,000000					
TD	-0,423253	1,000000				
TSHH	-0,523970	-0,036925	1,000000			
QMDN	-0,189149	0,326425	0,020047	1,000000		
NWC	0,816669	-0,422073	-0,539786	-0,148931	1,000000	
NVTX	0,561317	-0,636978	0,199716	-0,334427	0,338033	1,000000

(Nguồn: Kết quả xử lý trên phần mềm)

### 4.3. Kết quả phân tích hồi quy

Để đánh giá sự tác động của cơ cấu vốn đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam, tác giả tiến hành kiểm định dựa trên hai phương pháp phân tích hồi quy theo phương pháp phân tích hồi quy tác động cố định FEM và tác động ngẫu nhiên REM. Tiếp theo, sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn

mô hình phân tích tối ưu. Cuối cùng, để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan, nghiên cứu sử dụng mô hình sai số chuẩn. Khi đó, các kết quả ước lượng sẽ đảm bảo tính chất không chệch và có phương sai nhỏ nhất, từ đó đưa ra kết quả hồi quy chính xác hơn.

Bảng 3. Kết quả ước lượng tác động của cơ cấu vốn đến sự cân bằng tài chính

Phương pháp hồi quy_Biến phụ thuộc: NWC						
Tên biến	FEM		REM		Robust REM	
	Hệ số $\beta$	Prob	Hệ số $\beta$	Prob	Hệ số $\beta$	Prob
Hằng số	-1,297667	0,0000***	-1,277723	0,0000***	-1,277723	0,0000***
NVTX	0,828743	0,0000***	0,840103	0,0000***	0,840103	0,0000***
TSHH	-0,439192	0,0000***	-0,464579	0,0000***	-0,464579	0,0000***
QMDN	0,084240	0,0000***	0,082651	0,0000***	0,082651	0,0000***
Prob>F	0,000000		0,000000		0,000000	
$R^2$	0,941351		0,508938		0,508938	

(Nguồn: Kết quả xử lý trên phần mềm)

Kiểm định lựa chọn mô hình  
Kiểm định 0,0902  
Hausman

Ghi chú: Mức độ ý nghĩa (\*):  $p < 0,1$  có ý nghĩa thống kê thấp; (\*\*):  $p < 0,05$  có ý nghĩa thống kê trung bình;

(\*\*\*):  $p < 0,01$  có ý nghĩa thống kê cao

Với mức ý nghĩa là 0,05, kết quả kiểm định Hausman ở Bảng 4.3 cho thấy kiểm định

Hausman  $> 0,05$  nên mô hình REM là phù hợp. Mô hình REM có giá trị  $R^2$  là 0,509; giá trị  $R^2$  này là khá cao. Điều này cho thấy 50,9% sự thay đổi của sự cân bằng tài chính được giải thích bởi các biến độc lập. Kiểm định sự phù hợp của mô hình có giá trị Prob. của  $F$  là 0,0000, cho thấy mô hình có ý nghĩa. Kết quả ước lượng tác động cơ cấu vốn đến sự

cân bằng tài chính cho thấy đối với các doanh nghiệp thì chỉ tiêu nguồn vốn thường xuyên NVTX có tác động cùng chiều đến sự cân bằng tài chính NWC. Khi NVTX tăng lên 1% thì sự cân bằng tài chính tăng lên 0,84%, rủi ro tài chính giảm xuống. Bên cạnh đó, các yếu tố tác động đến sự cân bằng tài chính là TSHH và QMDN.

Với mức ý nghĩa là 0,05, kết quả kiểm định  $F$  và kiểm định Hausman ở bảng 4 cho thấy mô hình FEM là phù hợp. Mô hình FEM có giá trị  $R^2$  là 0,895; giá trị  $R^2$  rất cao. Điều này cho thấy 89,5% sự thay đổi của khả năng thanh toán được giải thích bởi các biến độc lập.

Kiểm định sự phù hợp của mô hình có giá trị Prob. của  $F$  là 0,0000, cho thấy mô hình có ý nghĩa. Kết quả ước lượng tác động của cơ cấu vốn đến khả năng thanh toán ở bảng 4 cho thấy cơ cấu vốn được phản ánh thông qua chỉ tiêu hệ số nợ phải trả có mối quan hệ ngược chiều với chỉ tiêu khả năng thanh toán. Nói cách khác, khi hệ số nợ giảm 1% thì khả năng thanh toán tăng 1,47%. Điều đó làm cho khả năng thanh toán của doanh nghiệp tăng lên, làm giảm rủi ro tài chính cho doanh nghiệp. Bên cạnh đó, các yếu tố tác động đến sự khả năng thanh toán của doanh nghiệp là TSHH và QMDN.

**Bảng 4. Kết quả ước lượng tác động của cơ cấu vốn đến khả năng thanh toán**

Phương pháp hồi quy_ Biến phụ thuộc: LIQ						
Tên biến	FEM		REM		Robust FEM	
	Hệ số $\beta$	Prob	Hệ số $\beta$	Prob	Hệ số $\beta$	Prob
Hằng số	-0,080729	0,8478	-0,122341	0,7578	-0,080729	0,8440
TD	-1,467878	0,0000***	-1,305750	0,0000***	-1,467878	0,0000***
TSHH	-0,416395	0,0134**	-0,589226	0,0000***	-0,416395	0,0617*
QMTS	0,105614	0,0077***	0,110619	0,0027**	0,105614	0,0171***
Kiểm định F	0,000000		0,000000		0,000000	
$R^2$	0,894570		0,375734		0,894570	

(Nguồn: Kết quả xử lý trên phần mềm)

**Kiểm định lựa chọn mô hình**

**Kiểm định 0,0086**

**Hausman**

Ghi chú: Mức độ ý nghĩa (\*):  $p < 0,1$  có ý nghĩa thống kê thấp; (\*\*):  $p < 0,05$  có ý nghĩa thống kê trung bình;

(\*\*\*):  $p < 0,01$  có ý nghĩa thống kê cao.

#### 4.4. Bàn luận

Như vậy, kết quả ước lượng của hai mô hình

trên cho thấy cơ cấu vốn được phản ánh thông qua hai chỉ tiêu là hệ số nguồn vốn thường xuyên và hệ số nợ đã có tác động đến rủi ro tài chính. Trong đó, hệ số nguồn vốn thường xuyên có mối quan hệ cùng chiều với sự cân bằng tài chính (với mức ý nghĩa thống kê 0,05). Kết quả này trái ngược với giả thiết 1.

Điều này chứng tỏ giai đoạn thu thập dữ liệu đã tác động đến các biến nghiên cứu. Việc điều chỉnh cơ cấu vốn bằng cách tăng nguồn vốn thường xuyên sẽ làm tăng cân bằng tài chính, qua đó giảm được rủi ro tài chính.

Bên cạnh đó, kết quả cũng chỉ ra rằng hệ số nợ có mối quan hệ ngược chiều với khả năng thanh toán, trùng với giả thiết 2. Điều này cho thấy nếu các doanh nghiệp điều chỉnh cơ cấu vốn bằng cách tăng cường sử dụng nợ (đòn bẩy tài chính) sẽ làm giảm khả năng thanh toán, từ đó sẽ làm tăng rủi ro tài chính của các doanh nghiệp niêm yết. Hiện nay, tỷ lệ nợ trung bình của các doanh nghiệp niêm yết là khá cao 32,21% (bảng 1), cho thấy các doanh nghiệp vẫn đang đối mặt với rủi ro tài chính nếu tiếp tục tăng cường sử dụng nợ.

Kết quả ước lượng cũng cho thấy cấu trúc tài sản có mối quan hệ ngược chiều với sự cân bằng tài chính và khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Tức là, nếu mức độ đầu tư vào tài sản cố định hữu hình tăng lên thì sự cân bằng tài chính, khả năng thanh toán ngắn hạn sẽ biến động theo chiều hướng giảm xuống, qua đó gia tăng rủi ro tài chính cho doanh nghiệp. Bên cạnh đó, quy mô doanh nghiệp lại có sự tác động cùng chiều đến khả năng thanh toán và ngược chiều đến sự cân bằng tài chính. Khi quy mô doanh nghiệp tăng lên, các doanh nghiệp huy động được các nguồn vốn để đảm bảo được khả năng thanh toán của doanh nghiệp, rủi ro tài chính giảm xuống. Tuy nhiên, nếu quy mô doanh nghiệp tăng lên,

tức là tổng tài sản tăng lên thì khó đảm bảo sử dụng đúng thời hạn của nguồn tài trợ để hình thành nên tài sản đúng với thời hạn sử dụng tài sản. Các doanh nghiệp có thể sử dụng các nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ hình thành nên tài sản dài hạn, làm khả năng cân bằng tài chính giảm xuống, rủi ro tài chính tăng lên, đặc biệt là trong điều kiện nền kinh tế Việt Nam phát triển mạnh mẽ như hiện nay.

## **5. KẾT LUẬN**

Cơ cấu vốn của doanh nghiệp là một yếu tố quan trọng góp phần cho sự phát triển của doanh nghiệp. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp sử dụng cơ cấu vốn không hợp lý thì rủi ro tài chính sẽ xảy ra trong doanh nghiệp. Bài viết này nghiên cứu sự tác động của cơ cấu vốn đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2017-2020. Biến độc lập phản ánh cơ cấu vốn được nhìn nhận dưới hai góc độ gồm thời gian huy động và sử dụng vốn và theo quan hệ sở hữu. Kết quả của mô hình hồi quy cho thấy rằng cơ cấu vốn có ảnh hưởng đến rủi ro tài chính. Trong đó, cơ cấu vốn có quan hệ ngược chiều với khả năng thanh toán, và quan hệ cùng chiều với sự cân bằng tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Các doanh nghiệp nên điều chỉnh nguồn vốn bằng cách gia tăng nguồn vốn thường xuyên và giảm nợ trong cơ cấu vốn sẽ làm gia tăng sự cân bằng tài chính và khả năng thanh toán của doanh nghiệp, qua đó làm giảm rủi ro tài chính mà các doanh nghiệp phải đối mặt.

## **TÀI LIỆU THAM KHẢO**

- [1] Baimwera, B. & Muriuki, A.M. (2014), Analysis of corporate financial distress determinants: A survey of non-financial firms listed in the NSE. *International Journal of Current Business and Social Sciences*, 1 (2), 58-80.



- [2] Syed Shah Fasih Ur Rehman (2013), *Relationship between Financial Leverage and Financial Performance: Empirical Evidence of Listed Sugar Companies of Pakistan*, Online ISSN: 2249-4588 & Print ISSN: 0975-5853
- [3] Nguyễn Minh Kiều (2006), *Tài chính doanh nghiệp*, NXB Thống kê
- [4] Ngô Kim Phượng, Lê Thị Thanh Hà, Lê Mạnh Hưng, Lê Hoàng Vinh (2013), *Phân tích tài chính doanh nghiệp - tái bản lần 2*, NXB Lao động.
- [5] Stephen H. Penman (2001), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, McGraw-Hill International Edition.

---

Thông tin liên hệ: **Vũ Thị Thục Oanh**

Điện thoại: 090909.1982 - Email: vttoanh@uneti.edu.vn

Khoa Tài chính Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế - Kỹ thuật Công nghiệp.

