

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: 9340201

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ

Thành phố Hồ Chí Minh-2023

Công trình được hoàn thành tại: Trường Đại học Tài chính – Marketing

Người hướng dẫn khoa học 1: PGS.TS. Trần Huy Hoàng

Người hướng dẫn khoa học 2: TS. Phạm Quốc Việt

Phản biện độc lập 1:

Phản biện độc lập 2:

Phản biện 1:

.....

Phản biện 2:

.....

Phản biện 3:

.....

L luận án sẽ được bảo vệ trước Hội đồng chấm luận án cấp trường họp tại

.....

Vào hồi..... giờ ngày tháng năm

Có thể tìm hiểu luận án tại thư viện:

Có thể tìm hiểu luận án tại thư viện:

-Thư viện.....

-Thư viện.....

DANH MỤC CÔNG TRÌNH ĐÃ CÔNG BỐ CỦA NGHIÊN CỨU SINH

Tạp chí trong nước

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.

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 DNNVV 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.

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; Zamzmir & 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. 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:

1. Các yếu tố nào tác động đến quản trị rủi ro tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa?
2. Tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam như thế nào?
3. Các hàm ý chính sách QTRRTC nào phù hợp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động cho doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam trong thời gian tới?

1.3. Đối tượng và phạm vi 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.

Phạm vi nghiên cứu: Các doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam trong khoảng thời gian 13 năm, 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.

1.5. Đóng góp mới của luận án

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, nội dung của luận án được trình bày gồm 5 chương:

Chương 1: Giới thiệu nghiên cứu

Chương 2: Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước

Chương 3: Phương pháp nghiên cứu

Chương 4: Kết quả nghiên cứu-thảo luận

Chương 5: Kết luận và hàm ý chính sách

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 Quản trị rủi ro tài chính

2.1.1.1 Khái niệm

Falkner và Hiebl (2015), quản trị rủi ro có thể giúp các nhà quản trị DNNVV 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 và Mohammad-Zadeh, 1984).

Verbano và 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).

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 và cộng sự, 2008; Hoyt và Liebenberg, 2011; Paape và Speklè, 2012; Yang và 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 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 và Venturini, 2013).

Chance và 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 độ 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.*

2.1.1.2 Mục tiêu của quản trị rủi ro tài chính

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 QTRTC 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 và cộng sự, 2005; Lukianchuk, 2015; Yang và cộng sự, 2018).

2.1.1.3 Quy trình quản trị rủi ro tài chính

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 và cộng sự (1984), Steven Li (2003), Li Zhe, Liu Ke, Wang Kaibi, Shen Xiaoliu (2012), Vũ Thị Hậu (2013), Trịnh Thị Phan Lan (2016), Ahmed, Mukhongo và Datche (2019), de Araújo Lima, Crema và Verbano (2020).

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 và cộng sự, 1984; Andrade và Kaplan, 1998; Kam và cộng sự, 2008; Napp, 2011; Trịnh Thị Phan Lan, 2016; Phạm Tuấn Anh, 2017; Mã Văn Tuệ, 2020; Bùi Hữu Phước, 2020; González và 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 và Kaplan, 1998; Kam và 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_{it} 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 (β) 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 và 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 β 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:

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

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

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 và cộng sự, 1990; Asquith và cộng sự, 1994; Denis và Denis, 1995; Andrade và Kaplan, 1998; Pindado và cộng sự, 2008; Kam và cộng sự, 2008; Tinoco và 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 và cộng sự, 1990; Denis và Denis, 1995; Denis và 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 và 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 và Ansell (2005), Fan và cộng sự (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 và cộng sự (2008), Campbell và cộng sự (2011). 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 và 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.

Sau cùng thì quản trị rủi ro tài chính là sự kết hợp lẫn nhau của hai phương pháp này để quản trị rủi ro.

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 (Li Zhe, Liu Ke, Wang Kaibi, Shen Xiaoliu, 2012; Ernst và Young, 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.

2.1.2. Hiệu quả hoạt động doanh nghiệp

2.1.2.1. Khái niệm

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.

2.1.2.2. Các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động

Đề đo lường hiệu quả hoạt động, luận án dựa vào hai chỉ tiêu ROA và ROE theo giá trị kế toán (các tỷ số về lợi nhuận).

2.1.3. Doanh nghiệp nhỏ và vừa

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) hoặc số lao động bình quân năm

2.1.4. 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 của các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính. Để lựa chọn lý thuyết phù hợp cho nghiên cứu tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động DNNVV Việt Nam.

Từ lý thuyết Modigliani và Miller, nhiều công trình được thực hiện bằng cách lược đi các giả định M và M đã đặt ra. Kraus và Litzenberger (1973) đưa ra lý thuyết đánh đổi và được Myers (1984) phát triển. Theo Kraus và Litzenberger (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 tấm chắn thuế của lãi vay. Tuy nhiên, rủi ro có thể xảy ra khi thu nhập hoạt động của doanh nghiệp không đủ để thanh toán các nghĩa vụ tài chính từ việc sử dụng nợ, khi đó doanh nghiệp sẽ rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính

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 và Stulz (1985), Liebenberg và 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.

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. 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. Ví dụ nếu cơ quan thuế quy định thu nhập trước thuế của DN A từ 50 đến 90 triệu đồng, thuế suất 10% và trên 90 triệu đồng thì thuế suất lũy tiến là 20%. Nếu nền kinh tế suy thoái thì có 50% khả năng công ty có thu nhập trước thuế là 50 triệu đồng (thấp) và nếu nền kinh tế bùng nổ thì có 50% khả năng DN có thu nhập trước thuế 150 triệu (cao). Trong trường hợp phân phối xác suất đơn giản mà chúng ta thường thấy, thu nhập trước thuế thấp và thu nhập trước thuế cao sẽ di chuyển về giá trị trung bình là 100 triệu đồng. Nếu không QTRR, doanh nghiệp sẽ phải nộp khoản thuế trung bình hàng năm là 100 triệu đồng nhân cho thuế suất 20% là 20 triệu đồng.

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. 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 và cộng sự (1993), Opler và cộng sự (1999), Getzy và cộng sự (1997), Haushalter (2000), Allayannis và Ofek (2001), Purnanandam (2008), Bartram và cộng sự (2009), Kouser và cộng sự (2016) đã chứng minh và ủng hộ cho lý thuyết này.

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

Smithson và Simkins (2005), Hoyt và Liebenberg (2011), Trịnh Thị Phan Lan (2016) đều nhận định việc thực hiện quản trị rủi ro tài chính làm tăng hiệu quả doanh nghiệp. 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 doanh nghiệp (QTRR) 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 và các 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 và Soileau, 2017; Florio và Leoni 2017; Zou và 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 và All 2017; Wang và cộng sự 2010). Nhiều nghiên cứu đã thảo luận về tầm quan trọng của thực hành QTRR giữa các doanh nghiệp (Eckles và cộng sự 2014; Florio và Leoni 2017; Yilmaz và Flouris 2017). Trên thực tế, hầu hết các nghiên cứu đã được thực hiện đặc biệt ở các nền kinh tế phát triển (Florio và 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 của doanh nghiệp vừa và nhỏ (Farrell và Gallagher, 2015; Yang và 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 vừa và nhỏ. 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 vừa và nhỏ. Nghiên cứu của luận án này nhằm mục đích kiểm tra tác động của quản trị rủi ro tài chính 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), Haushalter (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 (Trịnh 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 R2 (Gujarati, 2011) để chọn logit hay probit. Thước đo R2 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.

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.

H₁: Đòn bẩy tài chính có mối tương quan cùng chiều với quản trị rủi ro tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa.

H₂: Quy mô có mối tương quan ngược chiều với quản trị rủi ro tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa.

H₃: Tài sản hữu hình có mối tương quan cùng chiều với quản trị rủi ro tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa.

H₄: Thanh khoản có mối tương quan cùng chiều với quản trị rủi ro tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa.

H₅: Thuế có mối tương quan cùng chiều với quản trị rủi ro tài chính của doanh nghiệp nhỏ và vừa.

H₆: 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.

H_n: 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

Mô hình 1:

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

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; ε_{it} : mức độ sai số.

Biến độc lập quản trị rủi ro tài chính (FRM). Đo lường FRM theo năm 2008 đến năm 2020 và theo doanh nghiệp. $FRM = 1$ 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. Biến FL-đòn bẩy tài chính (Tổng nợ/Tổng tài sản) theo cách của Nance và cộng sự (1993), Talat Afza (2011), Hoyt và Liebenberg (2011), Sprcic và Sevic (2012), Nguyễn Khắc Quốc Bảo (2014), SIZE-quy mô (Tổng tài sản), TANGIBLE-Tỷ lệ giữa tài sản cố định hữu hình và tổng tài sản (Bartram và cộng sự, 2009), FS-Tỷ lệ tiền và tương đương tiền/Tổng tài sản (Kouser và cộng sự, 2016), TAX-thuế 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 (Allayannis và Ofek, 2001; Bartram và cộng sự, 2009; Rashid Ameer, 2010), AGE-tuổi cách tính: năm nghiên cứu - năm thành lập +1 (Kouser và cộng sự, 2016).

3.3. 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 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, 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; β : hệ số hồi quy.

ε : 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: β_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 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 ν_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 ε_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 p-value 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.

3.4. Phương pháp phân tích

3.4.1. 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.

3.4.2. 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, Kul và Welsch (1980), VIF phải nhỏ hơn 10. Đồng nghĩa mỗi biến độc lập, $VIF < 10$, không có hiện tượng đa cộng tuyến. Damodar (2004), 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.

3.4.3. 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, GLS, 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 (Damodar N, 2004). 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 và 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 phía 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.

CHƯƠNG 4

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU-THẢO LUẬN

4.1. Kết quả các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính

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 4.24

Bảng 4.24: Các yếu tố tác động đến quản trị rủi ro tài chính

	FRM (Logit)	FRM (Probit)
FL	7.744***	4.210***
	[17.94]	[18.46]
SIZE	-0.494***	0.332***
	[-3.30]	[4.17]
TANGIBLE	5.116***	2.767***
	[13.17]	[13.30]
FS	-4.612***	-2.344***
	[-6.43]	[-6.47]
TAX	0.778***	0.452***
	[3.52]	[3.68]
AGE	0.0324**	0.0192**
	[2.07]	[2.25]
Số quan sát	5200	5200
Chỉ số Pseudo R ²	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 Pi 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^2 (chính là chỉ số Pseudo R^2). Mô hình Logit có giá trị Pseudo $R^2 = 0.2152909$. Mô hình Probit có giá trị Pseudo $R^2 = 0.21300325$. Trong luận án này, mô hình Logit được chọn vì giá trị Pseudo R^2 Logit cho biết độ mạnh hơn giá trị Pseudo R^2 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 cho thấy 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 4.25. Kết quả dự báo 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 dự báo có tỷ lệ dự báo đúng trên tổng thể là 86.32%, trong đó tỷ lệ dự báo đúng trường hợp không QTRRTC là 97.21%, tỷ lệ dự báo có QTRRTC là 35.93%.

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 QTRRTC của DNNVV Việt Nam.

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

Xác định P_0 theo phương trình:

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

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

Như vậy, 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.

4.2. Kết quả nghiên cứu về tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam

Bảng 4.31. Bảng tổng hợp kết quả hồi quy

		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
***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1			

(Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Stata)

Ở bảng bảng 4.31 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:

Quản trị rủi ro tài chính tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa. Theo kết quả nhận thấy quản trị rủi ro tài chính có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa là 1%. Vậy, qua kết quả làm rõ quản trị rủi ro tài chính 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.

Đòn bẩy tài chính tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa. Kết quả biến FL có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa là 1% cho thấy mức độ tác động giữa nợ vay với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa là đáng kể nhưng dấu âm. Cụ thể nếu FL tăng 1 đơn vị thì hiệu quả hoạt động 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 doanh nghiệp nhỏ và vừa. Theo kết quả ta thấy biến SIZE có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhỏ và vừa và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa là 1%. Cụ thể: Nếu quy mô doanh nghiệp tăng 1% sẽ làm hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa tăng lên trung bình 0.08 lần với điều kiện các yếu tố khác không đổi. Điều này được giải thích là do các doanh nghiệp 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 doanh nghiệp càng lớn. Đồng thời, các doanh nghiệp 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 Việt Nam tỷ lệ các doanh nghiệp nhỏ và vừa quản trị rủi ro tài chính ít, hoặc nếu có cũng chỉ xoay quanh các công cụ kỹ thuật truyền thống đơn giản. Tỷ lệ vận dụng quản trị rủi ro tài chính tăng hơn đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa. 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 doanh nghiệp nhỏ và vừa 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. Kết quả thảo luận cũng phù hợp với các nghiên cứu Fok và cộng sự (1997), Spricic 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 quản trị rủi ro tài chính trong doanh nghiệp nhỏ và vừa Việt Nam. 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 Việt Nam, 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 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 doanh nghiệp nhỏ và vừa chưa sử dụng hiệu quả tài sản cố định.

Thanh khoản tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động. Điều này cho thấy, nếu mức độ thiếu hụt tài chính tăng 1% làm tăng khả năng hiệu quả hoạt động 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 doanh nghiệp nhỏ và vừa 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 doanh nghiệp 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 Ngân sách Nhà nước 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 Ngân sách Nhà nước, tạo sự công bằng trong phân phối thu nhập và ổn định xã hội điều tiết nền kinh tế vĩ mô.

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

CHƯƠNG 5

KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

5.1. Kết luận

Kết quả nghiên cứu của luận án cho thấy thực hiện quản trị rủi ro tài chính làm tăng hiệu quả hoạt động, đây là bằng chứng thực nghiệm 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. Luận án đã cung cấp bằng chứng mới đầu tiên về tác động của quản trị rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Việt Nam. Đồng thời, kết quả nghiên cứu này 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 lẫn nhà đầu tư. Kết quả nghiên cứu của luận án đã trả lời được các câu hỏi cũng như giả thuyết nghiên cứu.

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

ng 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 DNNVV Việt Nam. Kết quả nghiên cứu tìm được bằng chứng mới quản trị rủi ro tài chính làm tăng hiệu quả hoạt động DNNVV 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 DNNVV 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 DNNVV 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 DNNVV sẽ gia tăng vấn đề sử dụng nợ. 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.

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.

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 xuyên 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 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 thiểu 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. 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. 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 dòng 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.

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 DN NVV 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 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.

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 tâm 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.

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.