

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Nguyễn Thị Phương Liên** - Giải pháp phát triển thanh toán không dùng tiền mặt tại Việt Nam. *Mã số: 152.1FiBa.12* 2
Solutions to Developing Non-Cash Payment in Vietnam
- 2. Nguyễn Hoài Nam** - Cơ chế sử dụng nguồn lực tài chính từ ngân sách nhà nước cho xây dựng nông thôn mới ở Tỉnh Nghệ An. *Mã số: 152.1Deco.11* 9
Mechanism of Using Financial Resources from the State Budget for New Rural Construction in Nghe An Province
- 3. Phạm Văn Hồng và Phạm Minh Đạt** – Chính thức hóa khu vực hộ kinh doanh cá thể: thực trạng và kiến nghị. *Mã số: 152.1SMET.12* 18
Formalizing Household Sector: Situation and Suggestions
- 4. Phan Anh Tú và Hứa Thanh Nghị** - Các nhân tố tác động đến vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài tại Thành phố Cần Thơ. *Mã số: 152.1IIEM.12* 24
Factors Affecting FDI in Can Tho City
- 5. Nguyễn Đức Kiên** - Nhân tố ảnh hưởng đến lựa chọn áp dụng mô hình sử dụng đất nông nghiệp thích ứng biến đổi khí hậu: Nghiên cứu trường hợp của nông hộ ở vùng cát nội đồng tỉnh Quảng Bình. *Mã số: 152.1GEMg.12* 33
Factors Influencing the Adoption of Agricultural Land Use Models Towards Adaptation to Climate Change: A Case Study of Farmers in the Sandy Area of Quang Binh Province

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 6. Phan Chí Anh và Nguyễn Thu Hà** - Phát triển sản phẩm mới tại các doanh nghiệp sản xuất Châu Á: tiếp cận ở góc độ thị trường. *Mã số: 152.2BMkt.22* 41
Developing New Products in Asian Producing Enterprises: from Market Perspective
- 7. Lưu Thị Minh Ngọc** - Tác động của đổi mới công nghệ ngân hàng lõi đến kết quả hoạt động của ngân hàng thương mại - nghiên cứu trường hợp ngân hàng thương mại cổ phần Công thương Việt Nam. *Mã số: 152.2FiBa.21* 49
Impact of Core Banking Technology Innovation on Commercial Bank Performance – Case Study at Vietinbank
- 8. Đỗ Thị Vân Trang** - Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến cấu trúc kỳ hạn nợ giữa các ngành kinh doanh. *Mã số: 152.2FiBa.22* 57
Determinants of the Debt Maturity Structure in Different Sectors
- 9. Đàm Thị Thanh Huyền** - Các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính tại các công ty thành viên thuộc Tập đoàn Công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam. *Mã số: 152.2FiBa.22* 65
Factors Affecting Financial Risk at Member Firms of Vietnam Coal - Mineral Industry Group

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 10. Phạm Hùng Cường và Hoàng Ngọc Bảo Châu** - Ý định lựa chọn sản phẩm thương mại điện tử của người tiêu dùng khi mua sắm hàng hóa ngoài lãnh thổ Việt Nam. *Mã số: 152.3BAadm.31* 76
Intention to Select E-Commerce Products of Consumers Shopping Outside Vietnam

CÁC YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN RỦI RO TÀI CHÍNH TẠI CÁC CÔNG TY THÀNH VIÊN THUỘC TẬP ĐOÀN CÔNG NGHIỆP THAN - KHOÁNG SẢN VIỆT NAM

Đàm Thị Thanh Huyền
Trưởng Đại học Thương mại
Email: damthithanhhuyen@tmu.edu.vn

Ngày nhận: 15/01/2021

Ngày nhận lại: 05/03/2021

Ngày duyệt đăng: 08/03/2021

*B*ài viết phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính tại các công ty thành viên thuộc Tập đoàn công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam (TKV), sử dụng dữ liệu bảng cân bằng từ 33 doanh nghiệp thuộc TKV, giai đoạn 2013 - 2019. Bằng những kiểm định lựa chọn kỹ thuật hồi quy phù hợp với bộ dữ liệu, nghiên cứu phát hiện các yếu tố ảnh hưởng rủi ro tài chính tại các công ty thành viên thuộc TKV là: Khả năng thanh toán nhanh (QR), tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu (ROS), hiệu năng hàng tồn kho (IT), hiệu năng tài sản cố định (FAT), hiệu năng tổng tài sản (TAT) và hiệu năng các khoản nợ phải thu (RT), cơ cấu nguồn vốn (ES), cơ cấu tài sản cố định (FAS), tỷ lệ sở hữu nhà nước (STATE), tuổi của doanh nghiệp (AGE). Trên cơ sở đó khuyến nghị các chính sách thích hợp để phòng ngừa rủi ro tài chính tại các công ty thành viên thuộc TKV.

Từ khóa: Rủi ro tài chính, tỷ lệ sở hữu nhà nước, tuổi doanh nghiệp.

JEL Classifications: M41, G32, G35

1. Đặt vấn đề

Trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế, quản trị rủi ro tài chính (RRTC) trong các tập đoàn kinh tế nhà nước (TĐKTNN) có ý nghĩa quan trọng, quyết định sự phát triển của các TĐKTNN nói riêng và của cả nền kinh tế nói chung. Quản trị RRTC là công cụ quan trọng để các chủ sở hữu và các chủ thể quản lý thực hiện mục tiêu quản lý chung toàn TĐKTNN, đặc biệt là sự quản lý của công ty mẹ đối với các công ty con trong mối quan hệ đầu tư vốn. Do đó, nếu có nhiệm vụ cốt yếu nào mà nhà quản trị tài chính cần phải gánh vác thì đó là nhiệm vụ của quản trị rủi ro tài chính, kịp thời phát hiện những vấn đề phát sinh và có những biện pháp thích ứng với tín hiệu của thị trường nhằm giảm thiểu tối đa những thiệt hại cho doanh nghiệp.

Trong những năm qua, Tập đoàn Công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam (TKV) đã khai thác trên 700 triệu tấn, trở thành một trong những TĐKT mạnh của đất nước, được Nhà nước giao trọng trách chính trong việc thực hiện quy hoạch phát triển

ngành than, ngành công nghiệp khai thác Bauxit - alumin - nhôm, ngành công nghiệp Titan và một số ngành công nghiệp khai thác khoáng sản khác. Tập đoàn công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam là một TĐKT đa ngành, đa lĩnh vực được xếp hạng trong 10 doanh nghiệp Nhà nước lớn nhất trong giai đoạn 2005-2020. Tuy nhiên, ban lãnh đạo thấy TKV có nhiều thành công trong hoạt động kinh doanh nhưng còn tiềm ẩn nhiều nguy cơ rủi ro tài chính cao như cơ cấu nguồn vốn, sử dụng đòn bẩy tài chính, khả năng cân đối dòng tiền đảm bảo khả năng thanh toán, nợ phải thu khó đòi cao, hoạt động đầu tư tài chính..., việc nhận dạng những yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính để giảm thiểu những tổn thất là cần thiết, có ý nghĩa thiết thực đối với TKV trong điều kiện nền kinh tế tiềm ẩn nhiều yếu tố gây ra bất ổn trong hoạt động của doanh nghiệp như hiện nay. Do đó, việc nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến RRTC tại các công ty thành viên thuộc TKV ra đời với mong muốn tìm hiểu được nguyên nhân, lý do tại sao dẫn đến RRTC tại doanh nghiệp. Từ đó đưa

ra được các chính sách, khuyến nghị, chiến lược phù hợp và hiệu quả, giúp cho việc thúc đẩy quá trình quản trị hiệu quả RRTC tại các công ty thành viên thuộc TKV nói riêng và RRTC tại các doanh nghiệp nói chung.

2. Tổng quan lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm

Trong hoạt động kinh doanh, các doanh nghiệp luôn phải đối mặt với những biến cố không chắc chắn trong tương lai có thể gây tổn thất thiệt hại, chẳng hạn như các yếu tố lạm phát và giá cả, lãi suất, tỷ giá... đã tác động mạnh mẽ đến môi trường kinh doanh, từ đó ảnh hưởng đến giá trị tài sản, công nợ và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Chúng ta thường gọi đó là rủi ro. Quan điểm của Knight (1957), cho rằng rủi ro là sự không chắc chắn có thể đo lường được. Trong từ điển Webster rủi ro là một mối nguy hại, nguy cơ gây ra thiệt hại hoặc tổn thất. Vì vậy, khi nói đến rủi ro là nói đến những sự kiện, tình huống, khả năng bất lợi xảy ra. Trong tác phẩm “Quản trị tài chính” của nhóm tác giả Eugene F. Brigham & Houston (2009) cho rằng rủi ro là khả năng các sự kiện không mong đợi sẽ xảy ra. Trong cuốn “Risk management and insurance” - Bảo hiểm rủi ro và quản trị rủi ro đã có khái niệm về rủi ro một cách chi tiết hơn, rủi ro là sự biến động tiềm ẩn của các kết quả (William & cộng sự 1998).

Trong rủi ro nói chung thì rủi ro tài chính có vai trò đặc biệt quan trọng. Tuy nhiên, thực tế lại đang tồn tại nhiều quan niệm khác nhau về rủi ro tài chính của DN. Nghiên cứu của Steven Li (2003) cho rằng: Rủi ro tài chính liên quan đến sự không chắc chắn của các yếu tố như lãi suất, tỷ giá, giá cổ phiếu, và giá cả hàng hóa gọi là rủi ro tài chính. Trong khi đó, Cao Defan (2005) lại phân chia rủi ro tài chính theo phạm vi. Theo nghĩa rộng, rủi ro tài chính liên quan đến tất cả các yếu tố phản ánh trong tình hình tài chính của DN. Theo nghĩa hẹp, rủi ro tài chính đề cập đến khả năng không thanh toán được các khoản nợ tài chính khi đến hạn. Từ các quan điểm nêu trên, theo ý kiến của tác giả, rủi ro tài chính là những rủi ro phát sinh do sự biến động của môi trường bên ngoài và những rủi ro phát sinh từ việc sử dụng đòn bẩy tài chính - sử dụng nguồn vốn vay làm ảnh hưởng đến khả năng sinh lời và khả năng thanh toán của DN, xấu nhất sẽ dẫn đến khả năng phá sản DN.

Fu & cộng sự (2012) phân tích các yếu tố rủi ro tài chính của Trung Quốc các doanh nghiệp vừa và

nhỏ (SME), sử dụng Mô hình Alexander Bathory cho dữ liệu hiện có của doanh nghiệp vừa và nhỏ ở Sở giao dịch chứng khoán Thâm Quyển. Rủi ro tài chính được đo lường bằng mô hình Alexander Bathory. Rủi ro tài chính có mối tương quan đáng kể và tiêu cực với tỷ số khả năng thanh toán ngắn hạn, tỷ số khả năng sinh lợi doanh thu, tỷ số tự tài trợ, tỷ số đầu tư vào TSCĐ còn liên quan yếu đến vòng quay tài sản cố định, vòng quay tổng tài sản thì không có mối quan hệ.

Okelo (2015) cho thấy mức độ đòn bẩy ảnh hưởng tích cực đến RRTC của các công ty niêm yết trên NSE nhiều hơn thông tin tài chính, chi phí vốn, cơ cấu vốn và các quy định và giám sát thận trọng như được thể hiện bằng hệ số beta không chuẩn. Khả năng tiếp cận thông tin tài chính có thể ảnh hưởng tiêu cực tới RRTC của các công ty niêm yết trên NSE không giống như mức độ đòn bẩy, chi phí vốn, cấu trúc vốn và các quy định và giám sát thận trọng có ảnh hưởng tích cực đến RRTC.

Gunarathna (2016) xem xét cách sử dụng đòn bẩy tài chính ảnh hưởng đến rủi ro tài chính dựa trên dữ liệu được thu thập trong mười năm, từ năm 2006 đến 2015 liên quan đến 15 công ty trong khách sạn và du lịch và các ngành công nghiệp hóa chất, được phân loại liệt kê trong thị trường chứng khoán Colombo. Các phát hiện cho thấy đòn bẩy tài chính tương quan tích cực với rủi ro tài chính. Tuy nhiên, quy mô doanh nghiệp ảnh hưởng tiêu cực đến rủi ro tài chính. Điều quan trọng, các công ty khách sạn và du lịch có rủi ro tài chính cao hơn so với các công ty hóa chất và dược phẩm. Do đó, đòn bẩy tài chính và quy mô doanh nghiệp có thể được xem xét là yếu tố quyết định rủi ro tài chính. Những phát hiện này ngụ ý rằng các công ty có rủi ro tài chính cao hơn có thể tránh được rủi ro bằng cách thay đổi cấu trúc vốn khi điều kiện thị trường thuận lợi.

Fang (2016), trong nghiên cứu về RRTC của công ty sản xuất niêm yết ở Trung Quốc đã nhận diện RRTC theo nghĩa rộng thông qua bốn loại rủi ro: rủi ro về tài chính, rủi ro đầu tư, rủi ro thu hồi vốn, rủi ro phân phối thu nhập. Rủi ro về tài chính liên quan đến trách nhiệm của DN với kết quả tài chính không chắc chắn.

Nghiên cứu của Hu Meihui (2004) cũng áp dụng mô hình Logit để nghiên cứu RRTC của các DN ở miền Trung Đài Loan bằng phương pháp sử dụng bảng hỏi (trích dẫn trong Fu Gang & Liu Dan,

2012). Kết quả nghiên cứu cho thấy một số vấn đề tác động tới RRTC của DN: kiến thức chuyên môn của nhà quản trị, môi trường kinh doanh thay đổi gây ra quản lý yếu kém khiến RRTC gia tăng, môi trường tài chính lành mạnh giúp giảm thiểu RRTC, hệ thống giám sát có tác động ngược chiều với RRTC. Khi DN thực hiện tốt các giải pháp tác động tới các nhân tố trên sẽ giảm thiểu RRTC phát sinh.

Defang & Murong (2005), lại nhận diện RRTC theo nghĩa hẹp. Họ cho rằng RRTC của DN có liên quan tới quy mô nợ và cơ cấu nợ mà DN phải có trách nhiệm. Các tác giả nhận diện RRTC qua hệ số đòn bẩy tài chính và cho rằng RRTC có mối quan hệ tiêu cực với khả năng sinh lợi và hiệu năng hoạt động của DN. Nghiên cứu của MacKay & Phillips (2005) và Vijitha Gunarathna (2016), cũng đồng quan điểm với Defang & Murong khi nhận diện RRTC thông qua đòn bẩy tài chính. Các nghiên cứu cùng thống nhất việc đầu tư vào tài sản của DN bằng nguồn vốn bên ngoài là một quyết định quan trọng. Vì, khi sử dụng nguồn vốn vay không có hiệu quả sẽ có nguy cơ vay nhiều hơn nữa làm gia tăng đòn bẩy tài chính và RRTC tăng lên.

Brigham & Houston (2009), có nội dung nghiên cứu xoay quanh các vấn đề về quản trị tài chính được chia làm bảy phần. Trong đó, các nội dung nghiên cứu về nhận diện RRTC thông qua: rủi ro lãi suất, rủi ro lãi suất tái đầu tư, rủi ro vỡ nợ; rủi ro về tỷ suất lợi nhuận... được trình bày rõ ràng. Bên cạnh đó, các biện pháp áp dụng công cụ tài chính phái sinh trong quản lý rủi ro trong đầu tư cũng được trình bày kỹ lưỡng.

Madura (2012), nhà nghiên cứu trình bày năm nội dung chính với mục đích cung cấp cho người đọc các kiến thức toàn diện về phân tích tài chính quốc tế và quản trị rủi ro tỷ giá hối đoái.

Nghiên cứu của Li Zhe & cộng sự (2012) về quản lý RRTC trong các DN điện lại nhận diện RRTC thông qua năm nhóm chỉ số phản ánh khả năng trang trải các khoản nợ, năng lực điều hành, năng lực phát triển, khả năng thanh toán, khả năng sinh lợi. Tuy nhiên, nghiên cứu mới chỉ nhận diện RRTC cho Công ty cung cấp điện Lifeng trong hai năm 2008 - 2009 mà thôi.

Mô hình phân tích RRTC của Alexander Bathory được áp dụng tại Trung Quốc với nghiên cứu của Gang & Liu Dan (2012), tại Ấn Độ với nghiên cứu của Bhunia & Mukhuti (2012). Kết quả của hai

nghiên cứu đều chỉ ra RRTC có mối quan hệ tương quan tiêu cực với khả năng thanh toán ngắn hạn, khả năng sinh lợi của doanh thu thuần, hệ số TSCĐ. RRTC không có mối quan hệ tương quan tuyến tính rõ ràng với cơ cấu nợ, với khả năng quản lý tại các DN vừa và nhỏ.

Các biến kiểm soát được tổng hợp từ các nghiên cứu trước đây sử dụng là: lãi suất, độ tuổi công ty, quy mô của công ty có chiều tác động tới RRTC chưa thống nhất. Nguyên nhân có thể do đặc thù nền kinh tế của mỗi nước cũng như của từng ngành kinh tế.

Vũ Thị Hậu (2017) cũng chỉ ra RRTC có mối quan hệ tiêu cực với khả năng thanh toán và cơ cấu vốn. RRTC không có mối quan hệ với cơ cấu nợ, hiệu năng hoạt động và khả năng sinh lợi tại các công ty niêm yết ngành Bất Động sản.

Nguyễn Thị Mai Chi (2020) nghiên cứu đã chỉ ra rủi ro tài chính (RRTC) tại các doanh nghiệp niêm yết thông niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (DNVT) có mối quan hệ với các nhân tố: lãi suất, hiệu năng các khoản phải thu và độ tuổi của công ty. Kết quả của các nghiên cứu trước đã không tìm thấy được mối quan hệ hiệu năng hoạt động cũng như lãi suất tới RRTC. Cùng với đó, mối quan hệ của biến độ tuổi của công ty tới RRTC cũng chưa được xem xét đến trong các nghiên cứu trước.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu quan sát của mô hình nghiên cứu gồm 33 công ty trực thuộc TKV được thu thập từ Báo cáo tài chính đã được kiểm toán, Báo cáo thường niên và dữ liệu liên quan khác trong khoảng thời gian từ năm 2013 đến năm 2019. Dữ liệu trong bài nghiên cứu này là dữ liệu bảng cân bằng, gồm 231 quan sát.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Mô hình xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến RRTC của TKV như sau:

$$FR_{it} = \alpha + \beta F_{it} + \varepsilon$$

Trong đó:

- FR_{it} : rủi ro tài chính tại các công ty thành viên thuộc TKV vào năm t.
- F_{it} là tập hợp các nhân tố quan sát tại các công ty thành viên thuộc TKV vào năm t.
- α là hệ số tự do của phương trình hồi quy.
- ε là số hạng nhiễu (hay sai số ngẫu nhiên) đại diện cho các yếu tố khác cũng ảnh hưởng đến RRTC nhưng không được xét tới trong mô hình.

Có 2 phương pháp ước lượng tiếp cận dữ liệu bảng thường được sử dụng là: ước lượng các yếu tố không ngẫu nhiên (FEM - Fixed Effect Model) và ước lượng các yếu tố ngẫu nhiên (REM - Random Effect Model). Tuy nhiên, do dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu được thu thập trong thời gian ngắn nên việc sử dụng REM là không phù hợp. Vì vậy, bài nghiên cứu chủ yếu tập trung vào phương pháp còn lại.

3.3. Mô hình và giả thuyết nghiên cứu

Các nghiên cứu trên thế giới đã sử dụng nhiều phương pháp cũng như các mô hình để đo lường rủi ro tài chính của doanh nghiệp như: tỷ lệ tài sản/nợ phải trả, phân tích xác suất, hệ số đòn bẩy tài chính... Alexander Bathory (1984) phân tích 25 chỉ số bao gồm nhóm chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời, cơ cấu vốn... sau đó tập trung vào 5 chỉ số giải thích rủi ro tài chính (FR_{it}) của doanh nghiệp: FR_{it} = SZL_{it} + SY_{it} + GL_{it} + YF_{it} + YZ_{it}. Trong đó, SZL_{it}: (Lợi nhuận trước thuế + Khấu hao tài sản cố định + Thuế thu nhập hoãn lại)/Nợ ngắn hạn; SY_{it}: Lợi nhuận trước thuế/Tổng nguồn vốn; GL_{it}: Vốn cổ phần/Nợ ngắn hạn; YF_{it}: Giá trị còn lại của tài sản cố định/Nợ phải trả; YZ_{it}: Vốn lưu động/Tổng tài sản. Đặc điểm của mô hình này là có thể áp dụng cho tất cả các loại hình doanh nghiệp vì nó rất đơn giản trong tính toán và dự báo khả năng phá sản cũng như đo lường năng lực tài chính của doanh nghiệp. Alexander Bathory (1984) cho rằng giá trị của mô hình (FR_{it}) càng nhỏ, thể hiện rủi ro tài chính của doanh nghiệp càng cao và ngược lại.

Dựa trên các nghiên cứu thực nghiệm và lý

thuyết liên quan, tác giả đề xuất các giả thuyết nghiên cứu sau:

- H1: Cơ cấu nợ (DS) của TKV ảnh hưởng ngược chiều có ý nghĩa thống kê tới FR_{it}.
- H2: Khả năng thanh toán (CR, QR, IGS) của TKV ảnh hưởng thuận chiều có ý nghĩa thống kê tới FR_{it}.
- H3: Khả năng sinh lợi (ROA, ROS) của TKV ảnh hưởng thuận chiều có ý nghĩa thống kê tới FR_{it}.
- H4: Hiệu năng hoạt động (FAT, TAT, RT) của TKV ảnh hưởng thuận chiều có ý nghĩa thống kê tới FR_{it}.

Bảng 1: Mô tả các biến trong mô hình

STT	Nhóm biến	Biến	Công thức	Tương quan
Biến phụ thuộc				
	Biến phụ thuộc	FR _{it}	SZL _{it} + SY _{it} + GL _{it} + YF _{it} + YZ _{it}	
Biến độc lập				
01	Cơ cấu nợ	DS	<u>Nợ ngắn hạn</u> Nợ phải trả	(-)
02	Khả năng thanh toán	CR	<u>Tài sản ngắn hạn</u> Nợ ngắn hạn	(+)
03		QR	<u>Tài sản NH - HTK</u> Nợ ngắn hạn	(+)
04		IGS	<u>Tổng tài sản</u> Tổng nợ phải trả	(+)
05	Khả năng sinh lợi	ROS	<u>Lợi nhuận sau thuế</u> Doanh thu thuần	(+)
06		ROA	<u>Lợi nhuận sau thuế</u> Tổng tài sản BQ	(+)
07	Hiệu năng hoạt động	IT	<u>Giá vốn hàng bán</u> Hàng tồn kho BQ	(+)
08		FAT	<u>Doanh thu thuần</u> TSCĐ BQ	(+)
09		TAT	<u>Doanh thu thuần</u> Tổng tài sản BQ	(+)
10		RT	<u>Doanh thu thuần</u> Nợ phải thu BQ	(+)
11	Cấu trúc tài chính	ES	<u>VCSH</u> Tổng nguồn vốn	(+)
12		FAS	<u>Giá trị TSCĐ</u> Tổng tài sản	(+)
Biến kiểm soát				
01	Lãi suất	IR	Lãi suất cho vay BQ của ngân hàng thương mại	(-)
02	Độ tuổi doanh nghiệp	AGE	Thời gian tính theo năm kể từ khi doanh nghiệp thành lập	(+)
03	Tỷ lệ sở hữu nhà nước	STATE	Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	(-)
04	Quy mô HĐTV, HDQT	BOD	Số lượng thành viên HĐTV/HDQT	(+)

Nguồn: Kết quả phân tích tổng quan nghiên cứu

- H5: Cấu trúc tài chính (ES, FAS) của TKV ảnh hưởng thuận chiều có ý nghĩa thống kê tới FR_{it} .
- H6: Lãi suất (IR) cho vay của TKV ảnh hưởng ngược chiều có ý nghĩa thống kê tới FR_{it} .
- H7: Độ tuổi (AGE) của TKV ảnh hưởng thuận chiều có ý nghĩa thống kê tới FR_{it} .
- H8: Quy mô HDTV/ HDQT (BOD) của TKV ảnh hưởng thuận chiều có ý nghĩa thống kê tới FR_{it} .
- H9: Tỷ lệ sở hữu nhà nước (STATE) ảnh hưởng ngược chiều có ý nghĩa thống kê tới FR_{it} .

4. Kết quả nghiên cứu

Tác giả đã thực hiện kiểm định độ phân phối chuẩn của biến phụ thuộc FR_{it} , kết quả kiểm định được thể hiện qua hình 1a.

Hình 1a là đồ thị mô tả tần suất của biến phụ thuộc FR_{it} cho thấy số liệu của biến FR_{it} phân bố không đều. Số liệu của FR_{it} ko tập trung về phía đuôi trái và ít dần về phía đuôi phải. Vì vậy, biến phụ thuộc không có độ phân phối chuẩn. Để khắc phục phân phối không chuẩn của FR_{it} tác giả sử dụng $\ln(FR_{it})$, kết quả của việc khắc phục sẽ cung cấp biến phụ thuộc $\ln(FR_{it})$ có phân phối chuẩn thể hiện qua hình 1b.

4.1. Thống kê mô tả

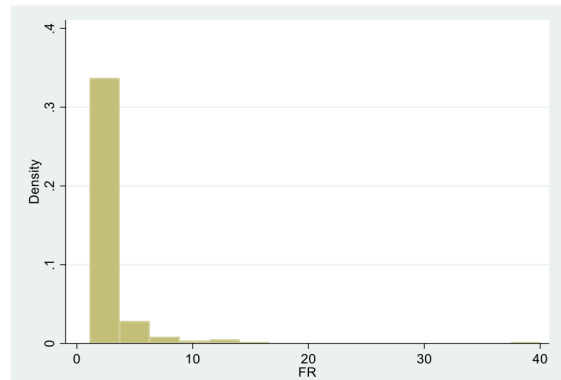
Bảng 2 cho thấy số quan sát của mẫu nghiên cứu là 231 với các đặc điểm nổi bật của một số biến như sau:

+ Biến phụ thuộc $\ln FR_{it}$ có sự biến động lớn giữa các doanh nghiệp thuộc TKV, trị số lớn nhất đạt đến 3,689 còn nhỏ nhất lại

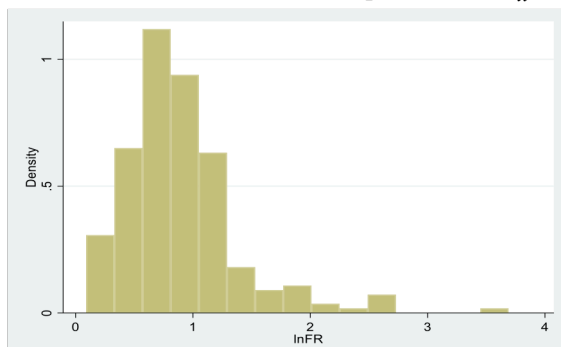
là 0,09. Cho thấy sự chênh lệch về mức độ RRTC giữa TKV là tương đối lớn.

+ Biến phản ánh cơ cấu nợ là DS có giá trị lớn nhất là 39,97 và giá trị nhỏ nhất là 0,99 cho thấy sự chênh lệch nhau với khoảng cách khá lớn. Điều này cho thấy việc sử dụng nợ ngắn hạn của TKV có sự khác biệt rất nhiều.

+ Các chỉ tiêu phản ánh khả năng thanh toán: CR, QR, IGS có khoảng cách chênh lệch rất lớn. Giá trị trung



Hình 1a: Tần suất của biến phụ thuộc FR_{it}



Hình 1b: Tần suất của biến phụ thuộc $\ln(FR_{it})$

bình của các chỉ tiêu này đều nhỏ hơn 2 cho thấy TKV chưa đảm bảo khả năng tổng quát, khả năng thanh toán nợ ngắn hạn và khả năng thanh toán nhanh.

Bảng 2: Kết quả phân tích thống kê mô tả biến nghiên cứu

	VarName	Obs	Mean	Min	Max	SD
RRTC giữa TKV là tương đối lớn.	lnFRit	231	0.893	0.090	3.689	0.495
	DS	231	1.848	0.995	39.969	2.765
+ Biến phản ánh cơ cấu nợ là DS có giá trị lớn nhất là 39,97 và giá trị nhỏ nhất là 0,99 cho thấy sự chênh lệch nhau với khoảng cách khá lớn. Điều này cho thấy việc sử dụng nợ ngắn hạn của TKV có sự khác biệt rất nhiều.	CR	231	1.102	0.118	8.980	0.943
	QR	231	0.763	0.030	8.923	0.931
	IGS	231	1.723	0.531	37.668	2.616
	ROS	231	-0.663	-95.945	0.176	6.872
	ROA	231	0.029	-0.126	0.233	0.039
	IT	231	67.893	0.021	3125.011	274.849
	FAT	231	57.240	-1.944	6503.160	450.585
	TAT	231	2.155	-0.741	17.169	2.052
	RT	231	15.868	-9.562	438.521	36.254
	ES	231	0.303	-0.005	0.975	0.188
	FAS	231	0.364	0.001	0.876	0.244
+ Các chỉ tiêu phản ánh khả năng thanh toán: CR, QR, IGS có khoảng cách chênh lệch rất lớn. Giá trị trung	BOD	231	4.675	4.000	6.000	0.641
	STATE	231	0.722	0.510	1.000	0.205
	AGE	231	32.152	4.000	60.000	17.569
	IR	231	7.895	6.960	10.374	1.150

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu nghiên cứu

+ Các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả sinh lợi của công ty: ROS, ROA cũng có sự chênh lệch khá lớn giữa giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất. Đồng thời giá trị nhỏ nhất của cả hai chỉ tiêu đều âm, chứng tỏ có ít nhất một công ty trong một năm có lợi nhuận trước và sau thuế bị âm, đặc biệt ROS có giá trị nhỏ nhất - 95,95%. Điều này cho thấy trong giai đoạn 2013 - 2019, hiệu quả kinh doanh của TKV có sự khác biệt khá nhiều.

+ Các chỉ tiêu phản ánh hiệu năng hoạt động: IT, FAST, TAT và RT cũng có sự chênh lệch rất lớn. Các chỉ tiêu có giá trị trung bình lần lượt là: 67,89;57,24;2,15;15,86 cho thấy hiệu năng hoạt động của TKV tương đối cao. Nguyên nhân do doanh thu của TKV cao hơn nhiều so với giá trị tài sản được đầu tư.

+ Các chỉ tiêu phản ánh cấu trúc tài chính: Cấu trúc nguồn vốn: Chỉ tiêu ES có giá trị lớn nhất đạt 0,975 lần, giá trị nhỏ nhất là - 0,005 lần, giá trị trung bình giữa TKV đạt 0,3 lần cho thấy việc sử dụng VCSH tài trợ cho hoạt động kinh doanh của TKV không đồng đều. Có doanh nghiệp bị lỗ lũy kế dẫn đến âm VCSH. Đồng thời việc tận dụng lá chắn thuế của các DN cũng có sự khác biệt lớn.

Cấu trúc tài sản: Chỉ tiêu FAS có giá trị lớn nhất đạt 0,87 lần và giá trị nhỏ nhất chỉ đạt 0,001 lần thể hiện việc đầu tư phát triển theo chiều sâu của TKV cũng không có sự thống nhất. Nguyên nhân bắt nguồn từ đặc thù kinh doanh của TKV là ngành khai thác nên phải đầu tư TSCĐ nhiều hơn.

+ Chỉ tiêu phản ánh độ tuổi của công ty (AGE) cũng có sự khác biệt. Chỉ tiêu có giá trị lớn nhất là 60 năm và nhỏ nhất là 4 năm tính từ khi các DN thuộc TKV thành lập. Giá trị trung bình của chỉ tiêu là 32,15 năm. Cho thấy tuổi các doanh nghiệp này tương đối dài.

+ Quy mô HĐQT/HĐTV (BOD): Số lượng thành viên HĐQT/HĐTV lớn nhất là 6 và nhỏ nhất là 4. Số lượng này cũng tuân thủ theo đúng quy định của nhà nước.

+ Tỷ lệ sở hữu nhà nước (STATE): Tỷ lệ sở hữu nhà nước từ 51% trở nên

+ Lãi suất cho vay (IR): Lãi cao nhất là 10,274% vào năm 2013 và thấp nhất là 6,96% vào năm 2016.

Bảng 3: Ma trận tương quan giữa các biến

	InFR	DS	CR	QR	IGS	ROS	ROA	IT	FAT	TAT	RT	ES	FAS	GEN	BOD	STATE	AGE	IR
InFR	1																	
DS	0.623***	1																
CR	0.605***	0.688***	1															
QR	0.579***	0.727***	0.903***	1														
IGS	0.612***	0.989***	0.670***	0.713***	1													
ROS	-0.225***	-0.120*	-0.233***	-0.048	-0.124*	1												
ROA	0.049	-0.035	0.103	0.221***	-0.056	0.335***	1											
IT	0.333***	0.164**	0.463***	0.545***	0.131**	0.026	0.316***	1										
FAT	-0.161**	-0.027	-0.000	-0.019	-0.026	0.012	0.013	-0.021	1									
TAT	-0.265***	-0.150**	-0.058	-0.135**	-0.165**	0.104	0.276***	0.000	0.149**	1								
RT	-0.131**	-0.069	-0.059	-0.182***	-0.079	0.043	0.113*	-0.042	-0.010	0.332***	1							
ES	0.816***	0.557***	0.612***	0.603***	0.557***	-0.176***	0.071	0.403***	-0.073	-0.215***	-0.116*	1						
FAS	0.252***	-0.125*	-0.260***	-0.225***	-0.141**	0.029	-0.090	-0.047	-0.171***	-0.282***	0.002	-0.158**	1					
GEN	-0.054	-0.051	0.093	0.207***	-0.024	0.081	0.108	0.035	0.099	0.027	-0.129*	0.040	-0.184***	1				
BOD	0.203***	0.075	0.007	0.079	0.079	0.092	0.015	0.091	-0.107	-0.040	0.024	0.154**	0.270***	0.053	1			
STATE	0.083	-0.063	-0.106	-0.143**	-0.060	-0.095	-0.237***	-0.100	-0.093	-0.239***	0.043	0.079	0.392***	-0.067	0.304***	1		
AGE	-0.238***	-0.214***	-0.218***	-0.208***	-0.220***	0.113*	0.140**	-0.125*	0.008	0.259***	-0.059	-0.466***	0.014	-0.064	-0.174***	-0.453***	1	
IR	-0.022	-0.049	0.053	0.000	-0.144**	0.031	0.195***	0.111*	-0.028	0.275***	0.158**	-0.088	0.139**	-0.247***	0.044	0.049	0.076	1

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu nghiên cứu

Bảng 4: Phân tích đa cộng tuyến sau khi loại bỏ biến

Variable	VIF	1/VIF
STATE	9.68	0.103351
ES	6.18	0.161872
FAS	4.72	0.212035
AGE	3.93	0.254582
QR	3.44	0.290440
TAT	3.05	0.328044
ROA	2.23	0.448358
IT	1.65	0.605353
RT	1.44	0.694343
ROS	1.20	0.836775
FAT	1.06	0.942996
Mean VIF	3.51	

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu nghiên cứu

Bảng 3 cho biết hệ số tương quan giữa biên độ lập và giữa các biến phụ thuộc. Biên phản ánh khả năng thanh toán nợ ngắn hạn có mối tương quan mạnh với biên phản ánh khả năng thanh khoản nhanh hệ số tương quan là 0,903. Biên khả năng thanh toán tổng quát cũng tương quan mạnh với cơ cấu nợ với hệ số tương quan là 0,989 lần. Vì vậy, mô hình nghiên cứu không nên sử dụng đồng thời cả ba biến này mà chỉ nên lựa chọn một trong ba biến. Còn lại các cặp biến có tương quan không cao, các cặp biến có hệ số tương quan nhỏ hơn 0,8.

4.2. Kết quả mô hình hồi quy

Kiểm tra đa cộng tuyến của mô hình thông qua giá trị VIF, nếu giá trị VIF lớn hơn 10, chứng tỏ có sự đa cộng tuyến. Sau khi chạy và loại dần 5 biến: IGS, DS, IR, BOD, CR ra khỏi mô hình thì ta thấy VIF < 10.

Để lựa chọn mô hình phù hợp ta áp dụng kiểm định Hausman test để lựa chọn giữa hai mô hình FEM và REM. Với giả thuyết:

H0: Không có tương quan giữa các biến giải thích và thành phần ngẫu nhiên

H1: Có tương quan giữa các biến giải thích và thành phần ngẫu nhiên

Nếu $(Prob.> \lambda_2) < 0,05$ bác bỏ H0, hay REM không hợp lý, FEM sẽ là mô hình thích hợp.

Theo bảng 5, Prob = 0,000 nhỏ hơn 0,05, bác bỏ giả thuyết H0. Như vậy mô hình được lựa chọn cuối cùng để phân tích là mô hình FEM. Kiểm tra các khuyết tật của mô hình FEM thì thấy hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Khắc phục hiện tượng này, mô hình kiểm định lại và được kết quả ở cột 3 bảng 5

Kết quả mô hình này cho thấy:

- Khả năng thanh toán:

Biến đại diện khả năng thanh toán nhanh (QR), về lý thuyết và giả thuyết của tác giả đã đưa ra là khả năng thanh toán ảnh hưởng thuận chiều và có ý nghĩa thống kê InFRit. Kết quả phân tích hồi quy đã khẳng định về mối quan hệ này. Kết quả mô hình cho thấy khi khả năng thanh toán nhanh tăng lên

Bảng 5: Kết quả hồi quy REM và FEM

VARIABLES	(1) FEM	(2) REM	(3) Hiệu chỉnh FEM
QR	0.199*** (0.0138)	0.167*** (0.0144)	0.139*** (0.0283)
ROS	-0.00416*** (0.00124)	-0.00531*** (0.00138)	-0.00715*** (0.00143)
ROA	0.677** (0.274)	0.479 (0.293)	-0.141 (0.290)
IT	4.32e-06 (4.80e-05)	-0.000127*** (4.63e-05)	-0.000202*** (6.61e-05)
FAT	2.39e-05 (2.01e-05)	9.14e-06 (2.16e-05)	-3.02e-05* (1.58e-05)
TAT	0.000297 (0.00615)	0.00266 (0.00627)	0.00936*** (0.00241)
RT	0.000233 (0.000254)	0.000237 (0.000279)	0.000208* (0.000113)
ES	2.371*** (0.128)	2.212*** (0.102)	2.242*** (0.0698)
FAS	0.620*** (0.0652)	0.769*** (0.0577)	0.966*** (0.0305)
STATE	-0.139 (0.126)	-0.0711 (0.0898)	-0.188*** (0.0286)
AGE	-0.000734 (0.00425)	0.00494*** (0.00128)	0.00454*** (0.000349)
Constant	-0.106 (0.162)	-0.310*** (0.102)	-0.263*** (0.0236)
Observations	231	231	231
R-squared	0.841		0.899
Number of ID	33	33	33
Hausman	Prob>chi2=0.0000		

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu nghiên cứu

một đơn vị, giá trị Frit tăng 0,139 lần, RRTC của Tập đoàn sẽ giảm và ngược lại. Chấp nhận giả thuyết H2.

Kết luận này phù hợp với các nghiên cứu của Defang & Murong (2005), Gang & Dan (2012), Fu & cộng sự (2012), Bhunia & cộng sự (2012), Vũ Thị Hậu (2017) và phù hợp với lý thuyết M&M.

- *Khả năng sinh lợi:*

+ Với biến ROA: kết quả nghiên cứu cho thấy ROA có mối quan hệ thuận chiều tới FRit nhưng không có ý nghĩa thống kê. Kết quả nghiên cứu cần được kiểm chứng lại ở các nghiên cứu sau này với phạm vi nghiên cứu thuộc các ngành nghề kinh doanh khác. Vì trong giai đoạn nghiên cứu của tác giả các doanh nghiệp thuộc TKV tốc độ tăng trưởng lợi nhuận hầu như luôn nhỏ hơn tốc độ tăng trưởng của tài sản bình quân. Nguyên nhân này đã khiến cho xu hướng tăng trưởng của ROA không ổn định và nghiên cứu của tác giả chưa kiểm chứng được mối quan hệ của ROA tới FRit và RRTC của TKV.

+ Biến ROS có mối quan hệ ngược chiều Frit, thuận chiều với RRTC và có ý nghĩa thống kê với FRit. Kết luận của các nghiên cứu trước cũng chỉ ra mối quan hệ giữa ROS với RRTC nhưng là mối hệ ngược chiều. Kết quả này ngược với giả thuyết H3. Theo kết quả mô hình hồi quy (Bảng 5), khi ROS tăng một đơn vị giá trị Frit sẽ giảm 0,71%, RRTC sẽ tăng và ngược lại. Kết luận này phù hợp với nghiên cứu Vũ Thị Hậu (2017) nhưng không phù hợp nghiên cứu của Altman (1968), Ohlson (1980), Defang & Murong (2005), Gang & Dan (2012), Fu & cộng sự (2012), Nguyễn Thị Chi Mai (2020) cũng như không phù hợp lý thuyết M&M và lý thuyết Thương mại tĩnh.

- *Hiệu năng hoạt động:*

Kết quả nghiên cứu của tác giả xác định lnFRit của TKV có mối quan hệ ngược chiều với hiệu năng hàng tồn kho (IT), hiệu năng TSCĐ (FAT). Các biến phản ánh hiệu năng hoạt động này đều có ý nghĩa thống kê và ngược với giả thuyết H4. Điều này không phù hợp với kết luận của các nghiên cứu Gang & Dan (2012), Fu & cộng sự (2012), Bhunia & Mukhuti (2012), Vũ Thị Hậu (2017), Altman (1968), Ohlson (1980), Defang & Murong (2005), Nguyễn Thị Chi Mai (2020). Tuy nhiên, kết luận về hiệu năng hoạt động cần được kiểm chứng ở các nghiên cứu sau này.

Riêng với biến phản ánh hiệu năng tổng tài sản (TAT) và các khoản nợ phải thu (RT) có tác động thuận chiều tới lnFRit và có ý nghĩa thống kê, hỗ trợ giả thuyết H4. Vấn đề này cũng cần được kiểm chứng ở các nghiên cứu sau này vì kết luận của này không phù hợp với các nghiên cứu trước: Altman (1968), Ohlson (1980), Defang & Murong (2005), Vũ Thị Hậu (2017), Gang & Dan (2012), Fu & cộng sự (2012), Bhunia & Mukhuti (2012), Nguyễn Thị Chi Mai (2020).

- *Cấu trúc tài chính:*

Cấu trúc tài chính có mối quan hệ cùng chiều với lnFRit và ngược chiều với RRTC của TKV. Kết luận này phù hợp với giả thuyết H5 của luận án.

+ Cơ cấu nguồn vốn có mối quan hệ tuyến tính và ngược chiều với RRTC, với ý nghĩa thống kê $p > |z| = 0,000$. Biến phản ánh cấu trúc nguồn vốn (ES) được xác định bởi tỷ số giữa vốn chủ sở hữu với tổng tài sản. Theo kết quả nghiên cứu cho thấy khi VCSH tăng 1 đơn vị, giá trị Frit tăng 218,1% (Bảng 5), RRTC của TKV sẽ giảm và ngược lại. Kết quả của mô hình phù hợp với các nghiên cứu trước đây như: Altman (1968), Ohlson (1980), Gang & Dan (2012), Fu & cộng sự (2012), Bhunia & Mukhuti (2012), Vũ Thị Hậu (2017), Nguyễn Thị Chi Mai (2020). Đồng thời kết luận của luận án phù hợp với các lý thuyết M&M, lý thuyết Thương mại tĩnh và lý thuyết Trật tự phân hạng.

+ Cơ cấu tài sản được đại diện qua chỉ tiêu hệ số TSCĐ (FAS), có mối quan hệ tuyến tính ngược chiều RRTC và có ý nghĩa thống kê với FRit. Kết luận này phù hợp với nghiên cứu của Gang & Dan (2012), Fu & cộng sự (2012), Bhunia & Mukhuti (2012), Vũ Thị Hậu (2017) và lý thuyết Cấu trúc tài sản tối ưu. Kết luận này không phù hợp với nghiên cứu của Nguyễn Thị Chi Mai (2020).

- *Biến kiểm soát:*

+ STATE: Tỷ lệ sở hữu nhà nước có tác động ngược chiều với lnFRit và tác động cùng chiều RRTC. Kết quả này hỗ trợ giả thuyết H7, trùng hợp với lý thuyết mục tiêu chính trị Boycko cùng cộng sự (1996), lý thuyết chi phí đại diện của Jensen & Meckling (1976), Huang và các cộng sự (2011), Lee S. (2008), P.Sapienza (2002). Kết quả này cũng phản ánh đúng thực tế tại Việt Nam khi các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước sẽ có khuynh hướng:

- Làm giảm phát triển tài chính;
- Giảm cạnh tranh;

- Hạn chế tiếp cận tín dụng;
- Nguy cơ khủng hoảng cao;
- Xung đột giữa lợi ích và động cơ.

Chính vì vậy sẽ tăng RRTC cho doanh nghiệp khi tỷ lệ sở hữu nhà nước cao.

+ AGE: Đối với biến tuổi đời các DN thuộc tập đoàn (AGE), Kết quả nghiên cứu cho thấy AGE của TKV có tác động tích cực tới lnFRit, tiêu cực tới RRTC và có ý nghĩa thống kê ($p > |z| = 0,000$). Khi các DN thuộc TKV tăng thêm một tuổi giá trị của FRit sẽ tăng 0,45%, RRTC sẽ giảm. Kết quả mô hình hỗ trợ giả thiết H7 và phù hợp với kết quả nghiên cứu của Onalapo & Kajola (2010), Faccio & ctg (2011) và John & ctg (2008), Nguyễn Thị Chi Mai (2020). Okelo (2015), lại cho rằng độ tuổi công ty là nhân tố không quan trọng trong việc tác động tới RRTC. Kết luận cũng cần được kiểm chứng lại ở các nghiên cứu sau này.

Kết quả nghiên cứu trên cho thấy, DN càng hoạt động lâu năm trên thị trường thì mức độ rủi ro càng thấp so với doanh nghiệp trẻ. Bởi DN hoạt động lâu năm thì mức độ tích lũy về vốn tài chính lẫn vốn xã hội (như các mối quan hệ) đủ phong phú để thực hiện các phương án kinh doanh ít rủi ro.

5. Hàm ý quản trị và khuyến nghị chính sách

Từ các kết quả nghiên cứu đã phân tích ở trên, tác giả đưa ra một số gợi ý về chính sách đối với các nhà quản trị TKV và các cơ quan quản lý nhà nước như sau:

Thứ nhất, xây dựng cơ cấu vốn hợp lý

Kết quả nghiên cứu của luận án cho thấy hệ số vốn chủ sở hữu trên tổng nguồn vốn càng cao giá trị Frit càng tăng và RRTC càng giảm. Do đó, các doanh nghiệp thuộc TKV cần xây dựng lại cơ cấu nguồn vốn theo hướng tăng tỷ trọng vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn bằng việc giảm các hệ số nợ, đặc biệt là hệ số nợ ngắn hạn (do nợ ngắn hạn chiếm đại đa số trong tổng nợ) và huy động vốn từ các nguồn khác.

Ngoài ra, TKV cần tăng đầu tư TSCĐ đây là cơ sở phát triển các hoạt động SXKD của TKV theo chiều sâu và bền vững. Đồng thời là căn cứ đảm bảo cho các chủ nợ khi TKV tham gia hoạt động tài chính bằng cách thực hiện các khoản vay, nợ, giúp các TKV giảm thiểu nguy cơ RRTC. Do đặc thù khai thác mỏ phải đầu tư xây dựng cơ bản các đường lò và mua sắm các máy móc thiết bị có giá trị lớn để phục vụ sản xuất nên lượng vốn đầu tư vào loại tài

sản này lớn. Trong những năm gần đây, do tài nguyên cạn kiệt dần, điều kiện khai thác ngày càng xuống sâu nên tỷ trọng đầu tư vào công nghệ, máy móc thiết bị càng gia tăng dẫn đến quy mô TSCĐ ngày càng lớn. Vì vậy việc đầu tư vào TSCĐ của TKV là rất cần thiết.

Thứ hai, nâng cao khả năng thanh toán

Khả năng thanh toán của TKV có quan hệ tiêu cực tới RRTC, đặc biệt khả năng thanh toán nhanh có ý nghĩa thống kê. Để giảm thiểu RRTC các DNVT cần nâng cao khả năng thanh toán nhanh bằng cách áp dụng linh hoạt các giải pháp khác nhau. Một số biện pháp để nâng cao khả năng thanh toán có thể kể đến như sau:

+ Các DNVT cần tăng tính thanh khoản của tài sản ngắn hạn để đảm bảo khả năng trang trải các khoản nợ ngắn hạn của mình. Muốn vậy, họ phải nâng cao được hiệu quả sử dụng của các loại tài sản ngắn hạn như: hàng tồn kho, các khoản phải thu.

+ TKV cần xây dựng cơ cấu nợ hợp lý. Điều này có nghĩa là khi hệ số tự tài trợ thấp đồng nghĩa với hệ số nợ của TKV cao, tạo điều kiện cho TKV tận dụng được đòn bẩy tài chính. Nhưng sẽ gây nên khó khăn trong khả năng thanh toán các khoản nợ ngắn hạn và đến hạn. Ảnh hưởng đến khả năng huy động nguồn lực cho tương lai và các hoạt động khác của TKV. Nếu TKV không xác định một cơ cấu nguồn vốn phù hợp sẽ gây ra việc sử dụng không có hiệu quả nguồn lực của tập đoàn mình và đối mặt với RRTC.

Thứ ba, nâng cao khả năng sinh lợi

Khả năng sinh lợi là khả năng tạo ra lợi nhuận của các yếu tố đầu vào, của doanh thu hoặc của chi phí. Theo kết quả nghiên cứu của tác giả khả năng sinh lợi ROS có quan hệ tích cực tới RRTC và có ý nghĩa thống kê, nghĩa là khi ROS càng cao thì RRTC càng cao và ngược lại.

Nguyên nhân dẫn đến kết quả trên là trong giai đoạn nghiên cứu tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của TKV hầu như luôn nhỏ hơn tốc độ tăng trưởng của doanh thu. Điều này đã khiến cho xu hướng tăng trưởng của ROS không ổn định. Khi ROS tăng thể hiện kết quả hoạt động SXKD của TKV được mở rộng. Khi doanh thu tăng cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro về khả năng thanh toán đối với khách hàng mua chịu nên có thể dẫn đến mất khả năng thanh toán và ảnh hưởng đến lợi nhuận. Do đó, TKV cần nâng cao hiệu quả kinh doanh bằng cách tăng khả năng sinh lợi, đặc biệt chú ý tới khả năng sinh lợi của doanh

thu thuận. Để tăng ROS các doanh nghiệp thuộc TKV có thể áp dụng các biện pháp như tăng doanh thu hoặc giảm chi phí, đặc biệt kiểm soát và giảm chi phí phát sinh.

Thứ tư, nâng cao hiệu năng hoạt động

Hiệu năng hoạt động phản ánh hiệu quả sử dụng các yếu tố đầu vào của quá trình kinh doanh. Mặt khác hiệu năng hoạt động còn phản ánh năng lực của nhà quản lý. Theo kết quả nghiên cứu hiệu năng hoạt động (thể hiện qua chỉ tiêu RT) có tác động vừa tích cực, vừa tiêu cực tới RRTC của TKV. Như vậy, các nhà quản trị TKV cần tăng cường công tác quản lý tốt các khoản phải thu, tăng số lần thu hồi tiền hàng giảm thiểu số vốn ngắn hạn bị khách hàng chiếm dụng.

Thứ năm, tạo sự ổn định trong TKV

Kết quả mô hình nghiên cứu đã chỉ ra biến AGE có tác động ngược chiều với RRTC. Như vậy, các doanh nghiệp thuộc TKV có độ tuổi càng cao, kinh nghiệm của các nhà quản trị càng nhiều, giúp họ đối phó tốt hơn với sự biến động của các loại rủi ro, đặc biệt là RRTC. Để giảm thiểu RRTC các doanh nghiệp thuộc TKV cần tận dụng tốt yếu tố này bằng các biện pháp như tạo sự ổn định trong doanh nghiệp, tận dụng yếu tố truyền thống, thương hiệu của DN, kinh nghiệm của nhà quản trị. Bình ổn lâu dài mô hình hoạt động trong TKV đòi hỏi các bộ phận trong DN hoạt động ăn khớp, nhịp nhàng. Khi có rủi ro nói chung và RRTC nói riêng mới dễ dàng xác định được cá nhân hay bộ phận nào phải chịu trách nhiệm hoặc đối phó với những RRTC đã đang và sẽ xảy ra.

Thứ sáu, giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước:

Thực hiện cổ phần hóa và duy trì cổ phần nhà nước chi phối tại công ty mẹ trong Tập đoàn, đẩy mạnh việc thoái vốn nhà nước tại các công ty con lại. Kết quả nghiên cứu cho thấy, khi giảm sở hữu nhà nước sẽ giảm thiểu RRTC tại TKV, do đó Chính phủ nên đẩy mạnh hơn nữa việc hoàn thiện pháp luật, tạo tiền đề đẩy nhanh lộ trình thoái vốn nhà nước, từng bước xem xét một cách thấu đáo hoàn chỉnh để đảm bảo được mục tiêu bảo toàn và phát triển vốn nhà nước giảm dần tỷ lệ sở hữu nhà nước, góp phần nâng cao hiệu quả quản trị rủi ro tài chính tại TKV.

6. Hạn chế của nghiên cứu và hướng nghiên cứu tiếp theo

Về những hạn chế của nghiên cứu:

Nghiên cứu liên quan tới RRTC đã được thực hiện trên thế giới khá nhiều trong khi đó số lượng đề

tài về RRTC tại Việt Nam lại rất hạn chế. Vì vậy, trong quá trình nghiên cứu, tác giả đã gặp phải một số hạn chế sau:

- Nghiên cứu chủ yếu tập trung vào rủi ro thanh khoản và rủi ro đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp mà chưa xem xét đến rủi ro tỷ giá, rủi ro biến động giá, rủi ro tín dụng thương mại.

- Số liệu tài chính trong nghiên cứu được tác giả tổng hợp từ rất nhiều nguồn: các Website của TKV và của các Công ty Chứng khoán... Chưa có một kênh thông tin tổng hợp cung cấp đầy đủ, chính xác số liệu tài chính của các TKV nói riêng và các DN nói chung. Bên cạnh đó, bản thân các công ty thành viên thuộc TKV cũng không cung cấp đầy đủ thông tin tài chính của DN mình gây khó khăn cho việc tiếp cận thông tin của nghiên cứu. Vì vậy, kết quả nghiên cứu thu được có phần nào bị hạn chế.

- Do bị hạn chế trong nguồn thông tin được tiếp cận nên nghiên cứu mới chủ yếu sử dụng các biến tài chính trong mô hình phân tích RRTC, biến phi tài chính mới chỉ có 4 biến: IR, BOD, STATE, AGE. Việc chưa xem xét thêm các biến phi tài chính trong mô hình có thể khiến kết quả mô hình chưa chính xác, hoặc các mối quan hệ giữa các biến không hợp lý.

Về hướng nghiên cứu tiếp theo

Từ kết quả nghiên cứu và hạn chế của nghiên cứu, tác giả đưa ra một số hướng cho các nghiên cứu tiếp theo như sau:

- Xây dựng mô hình phân tích RRTC có xem xét yếu tố rủi ro tỷ giá, rủi ro biến động giá, rủi ro tín dụng cho các loại hình DN khác trong nền kinh tế.

- Xây dựng mô hình dự báo trước RRTC áp dụng cho các loại hình DN, phù hợp với đặc điểm kinh doanh của từng ngành.

- Mở rộng hệ thống chỉ tiêu nhận diện RRTC đảm bảo các DN nói chung và TKV nói riêng hạn chế và không bỏ sót một loại RRTC nào trong quá trình phân tích RRTC của mình.

- Tổ chức triển khai thử nghiệm mô hình nghiên cứu RRTC trong các TĐKTNN có điều kiện hoạt động khác nhau. Từ đó, xác định tính đặc thù và phổ biến nhằm tăng tính khái quát của mô hình.

- Bổ sung các biến phi tài chính như: khả năng tiếp cận thông tin, giám sát thận trọng, hiệu quả ngành, điều kiện thị trường... nhằm tăng khả năng giải thích và kết quả của mô hình nghiên cứu. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Amalendu Bhunia, Somnath Mukhuti (2012), *Financial risk measurement of small and medium - sized companies listed in Bombay stock exchange*, International Journal of Advances in Management and Economics. ISSN 2141- 7428, Vol.1, Issue 3, 27-34.

2. Fu Gang, Liu Dan (2012), *Research on the Influence Factors of Financial Risk for Small and Medium - sized Enterprise: An Empirical Analysis from 216 Companies of Small Plates*, ShenZhen Stock Exchange, China, Journal of Contemporary Research in Business. January 2012, Vol 3, No 9, 380 - 387.

3. Subhra Simantinee, Phanikumar (2015), *Factors influencing Financial Risk - A case of NSE NIFTY Companies*, International Journal in Management and Social Science. ISSN 2321-1784, Vol.03, Issue 08, 132 - 137.

4. Alexander B (1987), *The Analysis of Credit: Foundations and Development of Corporate Credit Assessment*, McGraw-Hill Press Andes B, Miguel J, Bagajewicz (2004), *Managing Financial Risk in Planning under Uncertainty*, AIChE Journal, 50: 963-989.

5. Mao X, Yang Y (2009), *Account Research Study*, Internal Control and Risk Management Journal, No.5:93-95.

6. Wang J, Chen Z (2010), *Financing Constraints*, Financial Risk and Empirical Study on the Growth of SMEs, Seeker Journal, 9, 15-18.

7. Zhu X, Wang C (2004), *Exploration of Financial Risk Measurement Methods*, Monthly Finance and Accounting ,No.8, 12-13

8. Hu Meihui (2007), *Exploration of Company's Financial Risk Warning Model - Example for Small and Medium Enterprises in Central Region of Taiwan*, White Paper on SMEs, Taiwan.

9. Liao Tingwei.(2006), *Study of SME Credit Risk Models of Taiwan*, Master's Thesis of International Trade Department, Soochow University, Taiwan.

10. Cao D, Zen M (2005), *An Empirical Analysis of Factors Influencing Financial Risk of Listed Companies in China*, Technoeconomics & Management Research, No.6, 37-38.

11. Zhou C, Zhao D (2006), *Empirical Research on Financial Risks of China's Private Enterprises*, Soft Science of China.

12. Stefan Thurner (2011), *Systemic financial risk: agent based models to understand the leverage cycle on national scales and its consequences*, Multi-disciplinary issues international futures program. Jan. 14th

13. Hausman, 1978, *Specification Tests in Econometrics*, Econometrica, 46: 1251-1271.

14. Linh Nguyen, 2012, *Government ownership, regulation, economic development and bank stability- International evidence*, 25th PhD Conference in Economics and Business. University of Western Australia.

15. P. Sapienza, 2002, *The Effects of Government Ownership on Bank Lending*, Forthcoming, Journal of Financial Economics.

16. Lee S., 2008, *Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea*, Forthcoming in Corporate Ownership & Control, 6(2), Winter 2008.

17. Huang, B-Y, Lin, C-M & Huang C-M, 2001, *The influences of ownership structure: evidence from China*, The journal of Developing Areas, 45, page 209-227.

18. Alam, A., & Ali Shah, S. Z. (2013), *Corporate governance and its impact on firm risk*, International Journal of Management, Economics and Social Sciences, 2(2), 76-98;

19. Vũ Thị Hậu (2017), *Phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của các công ty niêm yết ngành Bất Động sản tại Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh*, Tạp chí Kinh tế & Phát triển, số 240, tháng 6/2017, tr. 86-93.

20. Nguyễn Thị Mai Chi (2020), *Phân tích rủi ro tài chính tại các doanh nghiệp viên thông niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam*, Luận án tiến sỹ kinh tế, Đại học Kinh tế quốc dân.

Summary

The article analyzes the factors affecting financial risk at member firms of Vietnam Coal - Minerals Industry Group (TKV), using panel data from 33 companies of TKV, period 2013 - 2019. By testing the regression technique that is suitable for the data set, the study detects the factors that affect the financial risk at member firms of TKV, including: Quick payment (QR), the after-profit ratio tax on sales (ROS), inventory performance (IT), fixed asset performance (FAT), gross asset performance (TAT) and debt performance (RT), resource structure capital (ES), fixed assets structure (FAS), state ownership ratio (STATE), age of the business (AGE). Based on the study, appropriate policies are recommended to prevent financial risks at member firms of TKV.