

Tác động của quản trị rủi ro tài chính tới hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp vật liệu xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

TRẦN CÔNG HẬU*
TRẦN THỊ KIM ANH**
NGUYỄN THÚY ANH***

Tóm tắt

Bài viết đo lường tác động của Quản trị rủi ro tài chính (QTRRTC) tới Hiệu quả hoạt động kinh doanh (HQHĐKD) của các doanh nghiệp vật liệu xây dựng (VLXD) niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam giai đoạn 2017-2022. Kết quả nghiên cứu cho thấy, QTRRTC và quy mô có tác động tích cực tới HQHĐKD của doanh nghiệp và ngược lại, doanh nghiệp sử dụng nợ quá nhiều sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới khả năng tạo ra HQHĐKD.

Từ khóa: quản trị rủi ro tài chính, hiệu quả hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp vật liệu xây dựng

Summary

The article measures the impact of Financial Risk Management on Business Performance of construction materials enterprises listed on the Vietnam stock market during the period 2017-2022. Research results show that financial management and size have a positive impact on the business performance of the enterprise, meanwhile businesses using too much debt will negatively affect the ability to improve business performance.

Keywords: financial risk management, business performance, construction materials businesses

ĐẶT VẤN ĐỀ

Ngành VLXD có đặc thù thâm dụng vốn cao, dễ bị tác động bởi các biến động từ môi trường vĩ mô và chịu ảnh hưởng sâu sắc từ ngành xây dựng (đặc biệt là lĩnh vực bất động sản). Do vậy, doanh nghiệp VLXD thường phải sở hữu nguồn vốn lớn, tài trợ từ nhiều kênh khác nhau để đảm bảo nguồn tài chính cho hoạt động sản xuất, kinh doanh, tương thích với sự vận động của lĩnh vực bất động sản. Với đặc thù này, doanh nghiệp VLXD luôn phải đối mặt với rủi ro trong các quyết định kinh doanh nói chung và các rủi ro tài chính nói riêng. Việc đưa ra những quyết định QTRRTC để nâng cao HQHĐKD và giảm thiểu những tổn thất tài chính là rất quan trọng, ảnh hưởng tới sự tồn tại của các doanh nghiệp trong ngành này. Chính vì vậy, việc thực hiện nghiên cứu: “Tác động của QTRRTC tới HQHĐKD của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành VLXD

trên thị trường chứng khoán Việt Nam” là cần thiết.

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Cơ sở lý thuyết

Các nghiên cứu về QTRRTC trên thế giới biết đến rộng rãi gồm nghiên cứu của Steven Li (2003), Drogdt và Goldberg (2008), Heinz Peter Berg (2010)... Mặc dù góc độ tiếp cận của các tác giả khác nhau, song điểm chung đều nhận định rủi ro tài chính (RRTC) là một phần của rủi ro trong doanh nghiệp, khi nó xảy ra sẽ làm kết quả hoạt động kinh doanh thực tế khác biệt so với hoạch định. Từ đó, tác giả tiếp cận QTRRTC với quan điểm là

* Tập đoàn Austdoor, Hiệp hội Nhóm thanh định hình Việt Nam

** PGS, TS., *** TS., Trường Đại học Ngoại thương

Ngày nhận bài: 27/8/2023; Ngày phản biện: 05/9/2023; Ngày duyệt đăng: 12/9/2023

quá trình nhận diện, đo lường, kiểm soát và xử lý RRTC nhằm đạt được mục tiêu của doanh nghiệp.

Về tác động của QTRRTC tới HQHĐKD, trên thế giới có nhiều nghiên cứu thực nghiệm như QTRRTC làm tối đa hóa giá trị doanh nghiệp thông qua tác động làm suy giảm chi phí kiệt quệ tài chính (Mayers và Smith, 1982; Shapiro và Titman, 1998); QTRRTC làm tăng HQHĐKD và giá trị doanh nghiệp thông qua tạo điều kiện cho các dự án đầu tư (Smith và Stulz, 1985; Haushalter, 2000...) QTRRTC tác động tới HQHĐKD và giá trị doanh nghiệp với nghiên cứu về các doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ (Hoyt và Liebenberg, 2011). Điểm chung trong các nghiên cứu này là đều chỉ ra vai trò tích cực của QTRRTC trong việc giảm các biến động về dòng tiền và giảm chi phí kiệt quệ tài chính, cụ thể nếu doanh nghiệp có hoạt động QTRRTC tốt sẽ có tác động tích cực tới HQHĐKD trong ngắn hạn và góp phần tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp trong dài hạn.

Căn cứ các nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới, như: Gordon (2009), Don và Richard (2010), Hoyt và Liebenberg (2011), Farrell và Gallagher (2015), Florio và Leoni (2017), nhóm tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu H1: Hoạt động QTRRTC có tác động tích cực tới HQHĐKD của doanh nghiệp.

Mô hình nghiên cứu

Căn cứ nghiên cứu của Hoyt và Liebenberg (2011), Eckles và cộng sự (2014), Farrell và Gallagher (2015), Florio và Leoni (2017), nhóm tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu như sau:

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 FRM_{it} + \beta_2 DEA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó: Các biến: FRM, DEA, SIZE, AGE được mô tả cụ thể như Bảng 1; i là doanh nghiệp thứ i trong mẫu nghiên cứu ($i = 1, 2, 3, \dots, 40$), t là thời điểm năm t ; ε là sai số của đối tượng i tại thời điểm t .

Phương pháp nghiên cứu

Bài viết sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng. Dữ liệu bảng được thu thập và hình thành từ báo cáo tài chính kiểm toán, báo cáo thường niên và báo cáo quản trị của 40 doanh nghiệp VLXD niêm yết tại TTCK Việt Nam từ năm 2017 đến năm 2022.

Biến FRM (QTRRTC) được đo lường thông qua thông tin trình bày trong báo

BẢNG 1: MÔ TẢ CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

STT	Tên biến	Nội dung	Phương pháp tính	Giả thuyết
Biến phụ thuộc đo theo tiêu chí ROE				
1	FP (đo bằng ROE)	Tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu	Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu	
Biến độc lập				
1	FRM	Quản trị rủi ro tài chính	QTRRTC nhận giá trị từ 0 đến 4	+
Biến kiểm soát				
1	DEA	Sử dụng nợ của DN	Tổng nợ/Tổng tài sản	-
2	SIZE	Quy mô DN	Logarit tự nhiên của doanh thu	+
3	AGE	Tuổi của doanh nghiệp	Năm t - Năm thành lập + 1	+
<i>Dấu + thể hiện tác động thuận chiều và dấu - thể hiện tác động ngược chiều</i>				

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp

cáo tài chính kiểm toán, báo cáo thường niên, báo cáo tình hình quản trị công ty và bản cáo bạch từ các doanh nghiệp VLXD (đo biểu hiện). Cụ thể, trong mục rủi ro và quản trị rủi ro của các tài liệu trên, nếu doanh nghiệp thể hiện đầy đủ việc nhận diện RRTC (liệt kê và đánh giá RRTC), đo lường RRTC (đưa ra phương pháp đo lường RRTC trên cơ sở định lượng có căn cứ khoa học), kiểm soát RRTC (đưa ra phương án và hình thức kiểm soát) và phòng vệ RRTC (đưa ra công cụ phòng vệ và/hoặc trích lập dự phòng RRTC) thì sẽ được chấm 1 điểm/mục. Tổng số điểm mỗi doanh nghiệp nhận được sẽ từ 0 đến 4, tương ứng với mức độ thực hiện QTRRTC của doanh nghiệp.

Các phương pháp hồi quy sử dụng để đánh giá tác động của QTRRTC tới HQHĐKD là OLS, FEM, REM và FGLS. Các kiểm định được sử dụng là đa cộng tuyến, F test, Hausman test, phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Phần mềm sử dụng là Stata 17 (Bài viết sử dụng cách viết số thập phân theo chuẩn quốc tế).

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

Khái quát về các doanh nghiệp VLXD niêm yết trên TTCK Việt Nam

Theo Vietnam Report, cả nước hiện có 406 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh VLXD. Bài nghiên cứu dựa vào Quyết định số 27/2018/QĐ-TTg, ngày 06/7/2018 Ban hành hệ thống ngành kinh tế Việt Nam và Tiêu chuẩn NAICS 2007 (The North American Industry Classification System) áp dụng cho việc phân ngành để lựa chọn ra 40 doanh nghiệp VLXD niêm yết trên TTCK Việt Nam để đưa vào tổng thể nghiên cứu.

Về tình hình tổng doanh thu, tổng tài sản: Trong giai đoạn từ 2017-2022, tổng tài sản và tổng doanh thu của 40 doanh nghiệp VLXD có sự tăng trưởng nhanh chóng. Cụ thể: về giá trị tuyệt đối, tổng tài sản của 40 doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu tăng từ 136.5 nghìn tỷ đồng năm 2017 lên 264.37 nghìn tỷ đồng trong

BẢNG 2: KẾT QUẢ THỐNG KÊ MÔ TẢ

Biến	Ý nghĩa của biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị tối thiểu	Giá trị tối đa
ROE	HQHKD	240	0.1016867	0.1153465	-0.563	0.4682
FRM	QTRRTC	240	1.145833	1.260763	0	4
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	240	27.59776	1.723214	23.61827	32.64741
DEA	Sử dụng nợ của doanh nghiệp	240	0.464136	0.1745483	0.0389392	0.7777996
AGE	Tuổi của doanh nghiệp	240	12.6	4.848155	1	27

BẢNG 3: KẾT QUẢ HỒI QUY VÀ CÁC KIỂM ĐỊNH

Tên biến	OLS	FEM	REM	FGLS
FRM	0.0290*** 0.0064193	0.00582 0.0117107	0.0256*** 0.008838	0.0219*** 0.0055419
SIZE	0.0117** 0.00501	0.0618*** 0.0178854	0.0205*** 0.0079386	0.0111*** 0.0039196
DEA	-0.111** 0.044375	-0.121* 0.0689731	-0.100* 0.0574632	-0.0789** 0.0348724
AGE	0.00325** 0.0015646	-0.0157*** 0.002907	-0.00354 0.0021716	0.000650 0.0014082
Hằng số	-0.245* 0.1246783	-1.358*** 0.4781276	-0.404** 0.2024256	-0.212** 0.0954657
Giá trị R ² hiệu chỉnh	23.76%	-	-	-
Số quan sát	240	240	240	240
Số doanh nghiệp	40	40	40	40
Kiểm định VIF	1.52			
Kiểm định F p-value		0.0000		
Kiểm định Hausman p-value		0.0000		
Kiểm định Modified Wald p-value		0.0000		
Kiểm định Wooldridge p-value		0.0379		
Sai số chuẩn in nghiêng, *** p < 0.01; ** p < 0.05; * p < 0.1				

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

năm 2022. Tổng doanh thu của các doanh nghiệp này tăng từ 152.5 nghìn tỷ đồng năm 2017 lên 286.75 nghìn tỷ đồng trong năm 2022. Tốc độ phát triển định gốc tổng tài sản và tổng doanh thu của các doanh nghiệp trên lần lượt là 1.94 và 1.88 lần. Tốc độ phát triển bình quân tổng tài sản và tổng doanh thu của các doanh nghiệp trên lần lượt là 1.141 và 1.135 lần. Về quy mô doanh thu, biên độ quy mô doanh thu của 40 doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu rất rộng, thấp nhất 20 tỷ đồng/năm và cao nhất 142.8 nghìn tỷ đồng/năm. Điều này cho thấy, mức độ khác biệt rất lớn trong quy mô của doanh nghiệp VLXD niêm yết.

Về tình hình tổng nợ, trong giai đoạn nghiên cứu, số liệu thống kê từ mẫu nghiên cứu cho kết quả: về giá trị tuyệt đối, tổng nợ của 40 doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu tăng từ 72.06 nghìn tỷ đồng năm 2017 lên

121.86 nghìn tỷ đồng trong năm 2022. Tốc độ phát triển định gốc tổng nợ của 40 doanh nghiệp trên là 1.69 lần và tốc độ phát triển bình quân tổng nợ là 1.11 lần. Bình quân trong kỳ nghiên cứu, tổng nợ của 40 doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu bằng 52.4% tổng tài sản.

Kết quả thống kê mô tả

Số liệu (Bảng 2) cho thấy, giá trị trung bình biến phụ thuộc ROE (Tỷ lệ sinh lời/Vốn chủ sở hữu) của doanh nghiệp thuộc mẫu nghiên cứu trong thời gian nghiên cứu là 10.168%, giá trị thấp nhất là - 56.30%, giá trị cao nhất là 46.82%, độ lệch chuẩn là 11.534%. Kết quả này biểu thị mức độ chênh lệch rất lớn về ROE của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu.

Giá trị trung bình biến độc lập FRM (Quản trị rủi ro tài chính) là 1.145 với độ lệch chuẩn là 1.261. Cụ thể, trong 240 quan sát, có 102 quan sát (42.5% tổng số quan sát) cho kết quả FRM = 0 và có 18 (7.5% tổng số quan sát) quan sát cho kết quả FRM = 4. Điều này cho thấy, công tác QTRRTC của doanh nghiệp VKXD niêm yết cần được chú trọng hơn. Giá trị trung bình biến kiểm soát SIZE (Quy mô) của doanh nghiệp thuộc mẫu nghiên cứu trong thời gian nghiên cứu là 27.597; giá trị thấp nhất là 23.618; giá trị cao nhất là 32.647. Giá trị trung bình biến kiểm soát DEA (Sử dụng nợ/Đòn bẩy tài chính) của doanh nghiệp thuộc mẫu nghiên cứu trong thời gian nghiên cứu là 0.464 -điều này cho thấy, các doanh nghiệp VLXD niêm yết chủ yếu huy động vốn vay để đáp ứng nhu cầu sản xuất, kinh doanh của mình; Giá trị thấp nhất là 0.039; giá trị cao nhất là 0.778. Giá trị trung bình biến kiểm soát AGE (Tuổi) của doanh nghiệp thuộc mẫu nghiên cứu trong thời gian nghiên cứu là 12.6; giá trị thấp nhất là 1; giá trị cao nhất là 27. Kết quả này cho biết, các doanh nghiệp VLXD niêm yết trên TTCK Việt Nam có lịch sử hình thành và hoạt động khá dài.

Kết quả hồi quy và các kiểm định

Kết quả phân tích (Bảng 3) cho thấy, kiểm định VIF cho giá trị các hệ số tương quan < 4 và VIF trung bình = 1.52 (< 4), nên không có hiện tượng đa cộng tuyến. Kiểm định F p-value = 0.0000 (< 0.05), cho thấy phương pháp hồi quy tác động cố định (FEM) là hiệu quả hơn phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS). Kiểm định Hausman p-value = 0.0000 (< 0.05), cho thấy FEM cũng

hiệu quả hơn hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM). Kiểm định Modified Wald p -value = 0.0000 (< 0.05) và kiểm định Wooldridge p -value = 0.0379 (< 0.05), cho thấy phương pháp FEM tồn tại hiện tượng phương sai thay đổi lẫn tự tương quan bậc nhất nên tác giả sử dụng phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát khả thi FGLS (Generalized Least Squares) để khắc phục các hiện tượng trên. Do đó, nhóm tác giả sử dụng kết quả hồi quy của phương pháp FGLS để thảo luận kết quả nghiên cứu. Phương trình hồi quy về tác động của QTRRTC tới HQHĐKD của doanh nghiệp VLXD như sau:

$$ROE_{it} = -0.212 + 0.0219 * FRM_{it} - 0.0789 * DEA_{it} + 0.0111 * SIZE_{it}$$

Cụ thể, từ Bảng 3, hệ số beta của biến $FRM = 0.0219$, cho thấy tác động tích cực của hoạt động QTRRTC tới HQHĐKD của doanh nghiệp. Doanh nghiệp thực hiện QTRRTC sẽ có HQHĐKD tốt hơn và trong dài hạn giúp tối đa hóa giá trị

doanh nghiệp. Kết quả này khẳng định, giả thuyết H1 đã được chấp nhận và cũng tương đồng với các kết quả nghiên cứu của Hoyt và Liebenberg (2011), Eckles và cộng sự (2014), Farrell và Gallagher (2015), Florio và Leoni (2017), Phạm Thị Tuyết Nhung (2021). Bên cạnh đó, hệ số beta của biến $DEA = -0.0789$, cho thấy việc doanh nghiệp sử dụng nợ quá nhiều sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới HQHĐKD. Ngoài ra, doanh nghiệp có quy mô càng lớn, thì khả năng có được HQHĐKD tốt càng cao hơn, điều này được thể hiện qua hệ số beta của biến $SIZE = 0.0111$.

KẾT LUẬN VÀ MỘT SỐ HÀM Ý

Kết quả cho thấy, QTRRTC và quy mô có tác động tích cực tới HQHĐKD của doanh nghiệp, ngược lại, doanh nghiệp sử dụng nợ quá nhiều sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới khả năng tạo ra HQHĐKD. Để nâng cao HQHĐKD, các doanh nghiệp VLXD cần chú trọng đến QTRRTC trong doanh nghiệp, bao gồm: Thiết lập văn hoá quản trị rủi ro; Xây dựng và triển khai quy trình QTRRTC trong doanh nghiệp; Đầu tư vào các công cụ QTRRTC hiện đại; Thiết lập cơ chế khuyến khích QTRRTC...□

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Don and Richard (2010), The Effects of Enterprise Risk Management on Firm Performance, *SSRN Electronic Journal*, doi.org/10.2139/ssrn.1155218.
2. Drogdt and Goldberg (2008), Managing Foreign Exchange Risk, *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 19(2), 49-57.
3. Eckles, Hoyt., and Miller (2014), The Impact of Enterprise Risk Management on the Marginal Cost of Reducing Risk: Evidence From the Insurance Industry, *Journal of Banking & Finance*, 43(1).
4. Florio, C., and Leoni, G (2017), Enterprise risk management and firm performance: The Italian case, *The British Accounting Review*, 49(1), 56-74.
5. Farrell, M., and Gallagher, R (2015), The Valuation Implications of Enterprise Risk Management Maturity, *Journal of Risk & Insurance*, 82(3), 625-657.
6. Gordon, L. A., Loeb, M. P., and Tseng, C. Y. (2009), Enterprise risk management and firm performance: A contingency perspective, *Journal of Accounting and Public Policy*, 28, 301-327.
7. Haushalter (2000), Financing Policy, Basis Risk, and Corporate Hedging: Evidence from Oil and Gas Producers, *The Journal of Finance*, 55, 107-152.
8. Heinz Peter Berg (2010), *Risk Management: Procedures, Methods and Experiences*, RT&A, 2.
9. Hoyt, R. E., and Liebenberg, A. P. (2011), The Value of Enterprise Risk Management: Evidence from the U.S. Insurance Industry, *Journal of Risk and Insurance*, 78(4), 795-822.
10. 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*, số 3.
11. Mayers, D., and Smith Jr., C. W. (1982), On the Corporate Demand for Insurance, *Journal of Business*, 55, 281-296.
12. Mello, A. S., and Parsons, J. E. (2000), Hedging and Liquidity, *Review of Financial Studies*, 13(1), 127-153.
13. Shapiro A. C., and S. Titman (1998), An Integrated Approach to Corporate Risk Management, *Midland Corporate Finance Journal*, 3, 41-56.
14. Smith, C. W and Stulz, R. M (1985), The Determinants of Firms' Hedging Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(4), 391-405.
15. Steven Li (2003), Future trends and challenges of financial risk management in the digital economy, *Managerial Finance*, 29(5/6), 111-125.