

Các yếu tố tác động đến động cơ quản trị rủi ro tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam

Nguyễn Khắc Quốc Bảo

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - nguyenbao@ueh.edu.vn

Ngày nhận:	04/08/2014	Tóm tắt Nghiên cứu được thực hiện nhằm mục đích đánh giá những yếu tố tác động đến động cơ quản trị rủi ro tài chính của các doanh nghiệp VN. Tác giả tiến hành kiểm định mối quan hệ giữa quyết định phòng ngừa rủi ro tài chính của DN với các yếu tố như: Chi phí kiệt quệ tài chính, thuế, chi phí đại diện của nợ, sự bất hoàn hảo của thị trường vốn, cơ hội tăng trưởng, các công cụ phòng ngừa rủi ro thay thế, tính hữu dụng của nhà quản lí, mức độ ảnh hưởng của Nhà nước, và quy mô DN bằng việc thực hiện hồi quy Binary Logistic đa biến. Kết quả nghiên cứu cho thấy quyết định phòng ngừa rủi ro tài chính của DN có tương quan dương với chi phí kiệt quệ tài chính, tính hữu dụng của nhà quản lí và tương quan âm với mức ảnh hưởng của Nhà nước. Phát hiện của nghiên cứu phù hợp với các kết quả nghiên cứu thực nghiệm trước đây về các yếu tố tác động đến động cơ quản trị rủi ro tài chính của các DN VN.
Ngày nhận lại:	30/10/2014	
Ngày duyệt đăng:	31/10/2014	
Mã số:	0814-G-02	
Từ khóa: Quản trị rủi ro, rủi ro tài chính, công cụ phái sinh.		Abstract The paper aims at estimating factors affecting motives for financial risk management among Vietnamese companies. The research tests relationships between decisions on financial risk hedging and such factors as cost of financial distress, tax, agency cost of debt, capital market imperfections and growth opportunity, alternative hedging instruments, utility of manager, influence of government and firm size employing the binary logistic regression model. The results show that corporate decisions on financial risk hedging have positive relationships with cost of financial distress and utility of manager, and a negative one with influence of government. These findings are compliant with previous empirical researches on factors affecting motives for financial risk management among Vietnamese companies.
Keywords: Risk management, financial risk, derivatives.		

1. GIỚI THIỆU

Dù không mong muốn, rủi ro vẫn luôn hiện hữu trong tất cả các quyết định đầu tư hay giao dịch kinh doanh và có thể biến những "giấc mơ ngọt ngào" của các ông chủ DN trở thành "quả đắng". Tùy theo mức độ, rủi ro có thể gây ra những thiệt hại về tài chính, nhưng cũng có thể đẩy DN vào tình trạng khánh kiệt, thậm chí phá sản. Vì vậy, trong hoạt động kinh doanh, một điều hết sức quan trọng mà tất cả DN cần phải luôn quan tâm, đó là: Quản trị rủi ro. Những biến động ngày càng phức tạp của giá cả nguyên liệu, lãi suất, tỉ giá, đã làm cho rủi ro tài chính của các DN ngày càng trở nên khó lường. Vậy, liệu các DN có nhận ra được vai trò của quản trị rủi ro tài chính đối với DN?

Ở VN, hoạt động phòng ngừa rủi ro vẫn chưa được các DN quan tâm đúng mức. Tính đến thời điểm hiện nay, thị trường chứng khoán phái sinh - một trong những công cụ phòng ngừa rủi ro quan trọng vẫn còn sơ khai, chủ yếu được giao dịch thông qua thị trường phi tập trung chứ chưa có một sàn giao dịch phái sinh chính thức. Nghiên cứu "Doanh nghiệp VN quản trị rủi ro tài chính như thế nào?" của Nguyễn Thị Ngọc Trang (2008) cho thấy trong 102 mẫu khảo sát được sử dụng có 74 DN không sử dụng và 28 DN sử dụng công cụ phái sinh. Tuy nhiên, trong thời gian gần đây, hoạt động phòng ngừa rủi ro nói chung cũng như việc sử dụng công cụ phái sinh của các DN VN ngày càng có tín hiệu khả quan, một trong những dấu hiệu đó là Đề án xây dựng thị trường chứng khoán phái sinh ở VN được thông qua vào năm 2014.

Vì những lí do đó, nghiên cứu này được thực hiện nhằm phân tích các yếu tố tác động đến động cơ quản trị rủi ro tài chính của các DN VN.*Nghiên cứu sẽ đem đến bằng chứng thực nghiệm về các nhân tố tác động đến quyết định phòng ngừa rủi ro tài chính của DN. Kết quả là xác định được các nhân tố nào ảnh hưởng đến quyết định phòng ngừa rủi ro tài chính của các DN ở VN. Từ đó, tác giả đưa ra những đề xuất đến các DN cũng như các nhà điều hành chính sách về hoạt động phòng ngừa rủi ro trong giai đoạn đầy biến động như hiện nay.

2. KHUNG LÝ THUYẾT VÀ BẢNG CHỨNG THỰC NGHIỆM VỀ CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG LÊN ĐỘNG CƠ PHÒNG NGỪA RỦI RO TÀI CHÍNH CỦA DN

Theo các nghiên cứu trước đây, các động lực phòng ngừa rủi ro gồm hai nhóm: Nhóm yếu tố thuộc học thuyết tối đa hóa giá trị cổ đông, và nhóm yếu tố tối đa hóa giá trị của nhà quản lí.

2.1. Lí thuyết tối đa hóa giá trị cổ đông

Warner (1977), Smith & Stulz (1985) cho rằng kiệt quệ tài chính sẽ dẫn đến gia tăng đáng kể chi phí cho thủ tục phá sản, chi phí pháp lí và nhà quản lí từ bỏ việc tạo ra giá trị thực cho DN. Như vậy, các cổ đông sẽ ưa thích hoạt động phòng ngừa rủi ro (Campbell & Kracaw, 1987), đồng thời chi phí kiệt quệ tài chính cũng làm cho giá thị trường của DN biến động (Mayers & Smith, 1982; Stulz, 1984; Smith & Stulz, 1985; Shapiro & Titman, 1998; Haushalter, 2000). Bằng cách giảm biến động dòng tiền và lợi nhuận, phòng ngừa rủi ro làm giảm xác suất kiệt quệ tài chính, qua đó làm giảm chi phí của nó. Ngoài ra, giá trị của DN thậm chí còn có thể cao hơn nhờ gia tăng khả năng vay nợ vì lãi vay gia tăng sẽ làm tăng tầm chắn thuế cho DN (Brander & Lewis, 1986; Maksimovic, 1988). Dobson & Soenen (1993) phân tích phòng ngừa rủi ro làm giảm xác suất phá sản vì làm giảm sự không chắc chắn bằng cách làm “mượt” dòng tiền tương lai. Lí thuyết trên được chứng minh bằng các nghiên cứu thực nghiệm của Dolde (1995), và Haushalter (2000) đã kiểm định hoạt động phòng ngừa rủi ro của các nhà sản xuất dầu và gas. Từ đó, có thể kết luận mối liên quan giữa phòng ngừa rủi ro và đòn bẩy ủng hộ cho quan điểm phòng ngừa rủi ro làm giảm chi phí tài trợ và cũng phù hợp với dự báo của Stulz (1996).

Jensen & Meckling (1976) đã đề cập đến yếu tố chi phí đại diện của nợ khi cho rằng bằng cách giảm biến động dòng tiền, DN có thể giảm chi phí đại diện. Mâu thuẫn về vấn đề đại diện đầu tiên được xem xét là việc đầu tư dưới mức. Jensen & Smith (1985) phân tích nhà quản lí của DN có đòn bẩy tài chính cao sẽ hạn chế quy mô đầu tư bởi vì lợi nhuận chủ yếu thuộc về các trái chủ. Thứ hai là vấn đề thay thế tài sản, Jensen & Smith (1985) làm rõ DN có đòn bẩy càng cao thì càng có động lực chuyển từ dự án an toàn sang dự án rủi ro hơn, do tổn thất (nếu có) sẽ thuộc về trái chủ. Dobson & Soenen (1993) cho rằng có ba nguyên nhân dựa trên chi phí đại diện giải thích tại sao nhà quản lí lại phòng ngừa rủi ro của DN. Đầu tiên, phòng ngừa rủi ro làm giảm sự không chắc chắn bằng cách làm “mượt” dòng tiền, do đó làm giảm chi phí nợ của DN. Thứ hai, một dòng tiền ít biến động sẽ có khuynh hướng giảm sự chuyển dịch rủi ro trong vấn đề đại diện. Cuối cùng, phòng ngừa rủi ro làm giảm xác suất kiệt quệ tài chính và gia tăng mối quan hệ các kì hạn hợp đồng giữa các cổ đông. Một số nghiên cứu khác như: MacMinh & Han (1990) hàm ý phòng ngừa rủi ro sẽ cải thiện vấn đề chuyển dịch rủi ro; Bessembinder (1991) phát hiện phòng ngừa rủi ro làm giảm động cơ đầu tư dưới mức; và Minton & Schrand (1999) kết luận sự biến động của dòng tiền có thể dẫn DN đến việc đầu tư dưới mức.

Có lập luận cho rằng bằng cách giảm biến động dòng tiền, DN có thể giảm mức thuế dự kiến. Nếu một DN đối mặt với hàm thuế lỗi thì giá trị sau thuế của DN là một hàm lõm theo giá trị trước thuế. Smith & Stulz (1985) cho rằng DN thực hiện phòng ngừa rủi ro sẽ làm giảm mức thuế dự kiến và từ đó gia tăng giá trị DN. Theo các nghiên cứu của Zimmerman (1988), Gurel & Pyle (1984), Nance, và Smith & Smithson (1993), có rất nhiều yếu tố làm gia tăng độ lõm của hàm thuế như: Các khoản chuyển lỗ tiến lùi, tín dụng thuế thương mại và đầu tư, các khoản ưu đãi thuế. Về mặt thực nghiệm, Graham & Smith (1999) nghiên cứu hơn 80.000 quan sát trong Compustat theo năm, họ nhận thấy các DN đối mặt với hàm thuế lỗi có động cơ để phòng ngừa rủi ro. Mayers & Smith (1982) đã chứng minh những DN có biểu thuế lỗi hơn thì có khả năng tham gia vào các hoạt động phòng ngừa rủi ro hơn. Mian (1996) đã tìm ra sự tác động của tín dụng thuế đầu tư đến khả năng DN thực hiện phòng ngừa rủi ro cao hơn.

Theo Smith & Stulz (1985), việc giảm xác suất kiệt quệ tài chính có thể giúp doanh nghiệp làm “mượt” dòng tiền nhằm hạn chế việc dòng tiền bị gián đoạn ảnh hưởng tới hoạt động đầu tư. Nguồn tài trợ từ bên ngoài càng tốn kém thì DN càng có động cơ phòng ngừa rủi ro để tránh sự sụt giảm dòng tiền ảnh hưởng tới hoạt động đầu tư. Do đó, những DN có cơ hội tăng trưởng cao càng mong muốn thực hiện phòng ngừa rủi ro. Froot, Scharfstein & Stein (1993) đã đưa ra mô hình giải thích chi phí tài trợ từ bên ngoài tốn kém hơn so với tài trợ nội bộ do sự bất hoàn hảo của thị trường vốn (Myers & Majluf, 1984) do chi phí giao dịch, sự bất cân xứng thông tin v.v.. Hoshi, Kashyap & Scharfstein (1991) chỉ ra dòng tiền nội bộ có tương quan với các cơ hội đầu tư. Géczy, Minton & Schrand (1997) đã thực hiện nghiên cứu trên 372/500 DN phi tài chính vào năm 1990 và phát hiện các DN với cơ hội tăng trưởng đầu tư lớn và đang trong tình trạng tài chính khó khăn, sử dụng phái sinh nhiều hơn để giảm biến động dòng tiền hoặc thu nhập, nhằm tránh khỏi tình trạng không thể đầu tư vào các cơ hội tăng trưởng có giá trị. Gay & Nam (1998) cho thấy các DN với các cơ hội đầu tư cao sẽ gia tăng sử dụng phái sinh khi nguồn tiền mặt nội bộ sụt giảm. Allayannis & Ofek (2001) nhận thấy các DN có chi phí nghiên cứu và phát triển (R&D) càng lớn thì càng sử dụng phái sinh.

2.2. Lý thuyết tối đa hóa hữu dụng trong quản lý

Smith & Stulz (1985) chứng minh các cổ đông thuê các nhà quản lý vì họ có chuyên môn cao nên sẽ làm tăng giá trị DN. Tuy nhiên, nếu không được thúc đẩy bởi những

động cơ thích hợp, các nhà quản lý sẽ không thể tối đa hóa giá trị cổ đông. Vì vậy, các hợp đồng thù lao cho nhà quản lý phải được thiết kế sao cho khi giá trị DN tăng thì họ cũng được tăng lợi ích xứng đáng của mình. Như vậy, đối với những nhà quản lý e ngại rủi ro, họ sẽ chọn cách phòng ngừa rủi ro để đảm bảo quyền lợi của bản thân.

Ngoài ra, còn có một số giả thuyết khác liên quan đến các nhân tố tác động đến quyết định phòng ngừa rủi ro của DN như: Nance & cộng sự (1993), Dolde (1995), Mian (1996), Géczy & cộng sự (1997), và Haushalter (2000) kết luận những DN lớn thường sẽ phòng ngừa rủi ro. DN càng lớn thì sẽ gặp tổn thất càng lớn khi rủi ro xảy ra nên càng có động cơ thực hiện phòng ngừa rủi ro. DN sẽ thực hiện phòng ngừa rủi ro khi lợi ích mang lại từ phòng ngừa rủi ro lớn hơn chi phí thực hiện. Ngoài ra, thay vì quản trị rủi ro thông qua phòng ngừa, các DN có thể theo đuổi các hoạt động khác có thể thay thế các chiến lược quản trị rủi ro tài chính như chính sách nắm giữ tiền mặt bảo thủ hay duy trì đòn bẩy thấp thay cho việc thực hiện các hoạt động phòng ngừa rủi ro.

3. PHƯƠNG PHÁP VÀ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

Nghiên cứu được tiến hành trên mẫu dữ liệu của các DN VN. Dữ liệu được thu thập từ 2 nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán cho năm tài chính kết thúc ngày 31/12/2012 và các bảng khảo sát về tình hình hoạt động phòng ngừa rủi ro của DN. Việc khảo sát được thực hiện với giám đốc điều hành, giám đốc tài chính, trưởng bộ phận tài chính hoặc kế toán trưởng thông qua phỏng vấn trực tiếp, thư điện tử, và được tiến hành vào giai đoạn cuối năm 2013 và đầu năm 2014 với 94 DN tham gia thực hiện. Nội dung khảo sát bao gồm các thông tin về hoạt động phòng ngừa rủi ro của DN cũng như các thông tin tài chính và phi tài chính khác của DN như tỉ lệ sở hữu của nhà quản lý, của nhà nước, v.v..

Dữ liệu thu thập được được phân tích đa biến (mô hình hồi quy Binary Logistic). Ở đây, hồi quy Binary Logistic được lựa chọn vì nó phù hợp với dữ liệu thu thập khi chúng ta không phân biệt quy mô hoạt động phòng ngừa rủi ro của DN mà chỉ xác định được liệu DN có thực hiện phòng ngừa rủi ro hay không.

Warner (1977), Smith & Stulz (1985), Jensen & Meckling (1976), Dobson & Soenen (1993), Mayers & Smith (1982), Nance & cộng sự (1993), Dolde (1995), Mian (1996), Géczy & cộng sự (1997), và Haushalter (2000) nghiên cứu về các vấn đề liên quan đến động cơ phòng ngừa rủi ro để tối đa hóa giá trị công ty, tối đa hóa hữu dụng của nhà quản lý hoặc về các yếu tố khác tác động đến động cơ phòng ngừa rủi ro của

DN như quy mô công ty hay việc các DN sử dụng các công cụ thay thế phòng ngừa rủi ro, hoạt động phòng ngừa rủi ro của DN phụ thuộc vào các yếu tố: phí kiệt quệ tài chính, độ lỗi hàm thuế, chi phí đại diện của nợ, cơ hội đầu tư (tăng trưởng), các công cụ phòng ngừa rủi ro thay thế, tính hữu dụng của nhà quản lí, ảnh hưởng của Nhà nước và quy mô DN. Đồng thời, do biến phụ thuộc là biến không liên tục nên tác giả sử dụng mô hình hồi quy Binary Logistic. Như vậy, mô hình hồi quy sẽ có dạng.

$$\ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = \alpha + \beta_1 FINCOST + \beta_2 TAX + \beta_3 AGCOST + \beta_4 CEF + \beta_5 SUBSTITUTE + \beta_6 MNGUTIL + \beta_7 GOV + \beta_8 SIZE + \varepsilon$$

Trong đó:

p : Xác suất DN phòng ngừa rủi ro;

$1 - p$: Xác suất DN không phòng ngừa rủi ro;

$FINCOST$: Biến đại diện cho chi phí kiệt quệ tài chính;

TAX : Biến đại diện cho độ lỗi hàm thuế;

$AGCOST$: Biến đại diện cho chi phí đại diện của nợ;

CEF : Biến đại diện cho sự bất hoàn hảo thị trường và chi phí tài trợ bên ngoài, cơ hội đầu tư (tăng trưởng);

$SUBSTITUTE$: Biến đại diện cho các công cụ thay thế phòng ngừa rủi ro;

$MNGUTIL$: Biến đại diện cho mức độ hữu dụng của nhà quản lí;

GOV : Biến đại diện cho ảnh hưởng của Nhà nước; và

$SIZE$: Biến đại diện cho quy mô DN.

Biến phụ thuộc đại diện quyết định phòng ngừa rủi ro của DN (Hedge). Đây là biến phụ thuộc nhị phân: Nhận giá trị là 1 đối với những DN có phòng ngừa rủi ro và 0 đối với những DN không phòng ngừa rủi ro. Trong đó, những DN được đánh giá là có phòng ngừa rủi ro không chỉ bao gồm những DN có sử dụng các công cụ phái sinh để quản trị rủi ro mà còn bao gồm cả những DN sử dụng những chiến lược phòng ngừa khác.

Các biến độc lập đại diện cho các nhân tố tác động đến quyết định phòng ngừa rủi ro của DN. Dựa trên các kết quả thực nghiệm trước đây tác giả xem xét 8 chỉ tiêu đại diện cho các nhân tố tác động đến quyết định phòng ngừa rủi ro của DN. Các biến

đại diện với các chỉ tiêu thay thế lẫn nhau cùng với kì vọng về dấu được trình bày tóm tắt trong Bảng 1.

Bảng 1. Mô tả biến nghiên cứu và kì vọng về dấu

Nhân tố	Biến đại diện	Giá trị đại diện	Dấu kì vọng
Chi phí kiệt quệ tài chính	FINCOST1	Tỉ số tổng nợ trên tổng tài sản	(+)
	FINCOST2	Tỉ số tổng nợ trên vốn cổ phần	
	FINCOST3	Tỉ số tổng nợ dài hạn trên tổng tài sản	
	FINCOST4	Tỉ số tổng nợ dài hạn trên vốn cổ phần	
Độ lùi hàm thuế	TAX1	Tổng các khoản thuế chuyển lỗ tiến, chuyển lỗ lùi, ưu đãi thuế (tỉ VNĐ)	(+)
Chi phí đại diện của nợ	AGCOST1	Chỉ số tín nhiệm của DN	(+)
	AGCOST2	Tỉ lệ sở hữu của các nhà đầu tư tổ chức	
Cơ hội đầu tư (tăng trưởng)	CEF1	Tỉ số giữa dòng chi đầu tư trên tổng tài sản	(+)
	CEF2	Tỉ số giữa dòng chi đầu tư trên tổng doanh thu	
Công cụ thay thế PNRR	SUBSTITUTE1	Tỉ số thanh toán (Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn)	(-)
	SUBSTITUTE2	Tỉ số thanh toán nhanh ((Tài sản ngắn hạn - hàng tồn kho)/nợ ngắn hạn)	
Tính hữu dụng của nhà quản lí	MNGUTIL1	Tỉ lệ vốn cổ phần sở hữu bởi nhà quản lí	(+)
Ảnh hưởng của Nhà nước	GOV1	Tỉ lệ vốn cổ phần nhà nước trong DN	(-)
Quy mô DN	SIZE1	Tổng tài sản (tỉ VNĐ)	(+)

Bảng 2. Thống kê miêu tả dữ liệu của các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu

	Trung bình	Sai số chuẩn	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Độ nhọn	Độ nghiêng	Khoảng	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Tổng	Số quan sát
FINCOST1	0,49	0,02	0,53	0,22	-0,89	-0,03	0,91	0,05	0,96	46,21	94
FINCOST2	1,73	0,30	1,11	2,91	43,62	5,93	24,77	0,05	24,82	162,43	94
FINCOST3	0,09	0,01	0,02	0,14	3,67	2,01	0,60	0,00	0,60	8,22	94
FINCOST4	0,32	0,08	0,06	0,81	29,43	5,05	5,83	0,00	5,83	30,14	94
TAX1	4,78	3,94	0,00	38,20	93,25	9,64	370,51	0,00	370,51	449,69	94
AGCOST1	4,67	0,39	6,50	3,82	-1,75	-0,27	9,00	0,00	9,00	439,00	94
AGCOST2	0,12	0,02	0,00	0,22	4,97	2,21	1,00	0,00	1,00	11,66	94
CEF1	0,06	0,01	0,02	0,10	5,86	2,11	0,60	-0,07	0,53	5,62	94
CEF2	0,19	0,05	0,03	0,47	7,70	2,81	2,76	-0,64	2,12	18,12	94
SUBSTITUT											
TE1	1,72	0,20	1,13	1,97	13,76	3,31	12,89	0,20	13,09	161,80	94
SUBSTITUT											
TE2	2,51	0,32	1,70	3,13	37,83	5,52	25,96	0,47	26,43	235,66	94
MNGUTIL											
I	0,24	0,03	0,17	0,24	1,58	1,33	1,00	0,00	1,00	22,62	94
GOV1	0,16	0,02	0,00	0,23	0,96	1,36	0,97	0,00	0,97	14,86	94
SIZE1	2.217,15	629,32	453,35	6.101,47	31,04	5,24	45.123,11	23,07	45.146,18	208.412,20	94
SIZE2	2.205,65	793,20	399,84	7.690,34	60,48	7,33	68.295,20	6,16	68.301,36	207.330,98	94

Nguồn: Phân tích của tác giả

Tỉ số chi đầu tư trên tài sản được tính bằng cách lấy dòng tiền đầu tư trên báo cáo lưu chuyển tiền tệ của công ty chia cho tài sản. Năm 2012, do có một số doanh nghiệp tiến hành thanh lí các khoản đầu tư trước đó, làm giảm dòng tiền thu từ các khoản đầu tư này. Vì vậy, tỉ lệ này có thể mang giá trị âm và phản ánh sự sụt giảm về cơ hội đầu tư (tăng trưởng) của doanh nghiệp.

Riêng tỉ lệ đầu tư trên doanh thu bị âm có thể do năm đó doanh nghiệp có doanh thu dương nhưng lại thu hẹp dòng đầu tư (lí do như trên) hoặc năm đó doanh nghiệp có dòng đầu tư mới nhưng lại thua lỗ dẫn đến tỉ lệ đầu tư trên doanh thu có một số giá trị âm.

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

Trước khi tiến hành mô hình hồi quy đa biến để kiểm định những nhân tố tác động đến động lực quản trị rủi ro tài chính của DN, tác giả tiến hành kiểm định đa cộng tuyến, kết quả được trình bày trong Bảng 3.

Bảng 3. Kết quả kiểm định đa cộng tuyến các biến độc lập đại diện cho các nhân tố tác động đến quyết định phòng ngừa rủi ro tài chính của các DN VN

Mô hình	Hệ số chưa chuẩn hóa		Hệ số đã chuẩn hóa	Giá trị t	Mức ý nghĩa (Sig.)	Thống kê đa cộng tuyến	
	B	Sai số chuẩn	Beta			Dung sai	VIF
1 (Constant)	0,179	0,166		1,075	0,286		
FINCOST1	0,832	0,270	0,366	3,083	0,003	0,377	2,654
FINCOST2	-0,033	0,021	-0,196	-1,559	0,123	0,337	2,965
FINCOST3	-0,083	0,538	-0,023	-0,154	0,878	0,238	4,202
FINCOST4	-0,044	0,096	-0,074	-0,464	0,644	0,211	4,739
TAX1	1,295E-12	0,000	0,101	0,535	0,594	0,149	6,718
AGCOST13	0,202	0,265	0,060	0,763	0,448	0,862	1,160
AGCOST14	0,184	0,256	0,054	0,718	0,475	0,923	1,084
AGCOST15	0,097	0,197	0,040	0,495	0,622	0,798	1,254
AGCOST16	-0,077	0,214	-0,032	-0,362	0,718	0,676	1,479
AGCOST17	-0,007	0,130	-0,005	-0,054	0,957	0,719	1,391
AGCOST18	0,068	0,109	0,057	0,623	0,535	0,632	1,583
AGCOST19	0,098	0,123	0,076	0,797	0,428	0,585	1,710
AGCOST2	0,003	0,002	0,131	1,567	0,122	0,756	1,323
CEF1	0,747	0,578	0,150	1,292	0,200	0,397	2,519
CEF2	0,069	0,139	0,067	0,495	0,622	0,294	3,397

SUBSTITUTE1	-0,009	0,028	-0,038	-0,342	0,734	0,423	2,364
SUBSTITUTE2	0,012	0,014	0,080	0,869	0,388	0,626	1,597
MNGUTIL1	0,006	0,002	0,317	3,701	0,000	0,724	1,380
GOV1	-0,013	0,002	-0,622	-7,113	0,000	0,695	1,439
SIZE1	-3,721E-15	0,000	-0,046	-0,260	0,795	0,167	3,979
SIZE2	7,813E-15	0,000	0,123	0,501	0,618	0,088	4,329

Ghi chú: Biến phụ thuộc Hedge

Nguồn: Tính toán của tác giả

Theo kết quả kiểm định, ta thấy hệ số VIF của tất cả các biến đều nhỏ hơn 10. Điều này chứng tỏ các biến độc lập đại diện cho những nhân tố tác động đến động lực quản trị rủi ro tài chính của DN trong mô hình không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

Nghiên cứu sử dụng hồi quy Logistic để kiểm định những nhân tố tác động đến động lực quản trị rủi ro tài chính của DN. Mỗi quan hệ được thể hiện tổng quát như sau:

$Hedge=f(FINCOST, TAX, AGCOST, CEF, SUBSTITUTE, MNGUTIL, GOV, SIZE)$

Kết quả hồi quy được trình bày trong Bảng 4:

Bảng 4. Kết quả kiểm định các nhân tố tác động lên động lực quản trị rủi ro của các DN VN ;

Kiểm định Omnibus

		Chi-square	df	Sig.
Bước 1	Step	82.292	14	0,000
	Block	82,292	14	0,000
	Model	82,292	14	0,000

Tóm tắt mô hình

		Hệ số xác định	Hệ số xác định
Bước	-2 Log likelihood	R ² Cox & Snell	R ² Nagelkerke

I	42,823 ^a	0,583	0,793
---	---------------------	-------	-------

Bảng phân loại

		Dự báo			
		Hedge		Tỉ lệ phần trăm chính xác	
Số quan sát		0	1		
Bước 1	Hedge	0	30	6	83,3
		1	3	55	94,8
	Tỉ lệ phần trăm tổng thể				90,4

Biến phương trình		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Bước 1 ^a	FINCOST1	6,087	2,506	5,899	1	0,015	440,197
	TAX1	0,000	0,000	0,000	1	0,994	1,000
	AGCOST13	2,976	7,226	0,170	1	0,680	19,610
	AGCOST14	2,379	2,369	1,008	1	0,315	10,793
	AGCOST15	14,793	1,966E4	0,000	1	0,999	2,659E6
	AGCOST16	-3,345	2,322	2,075	1	0,150	0,035
	AGCOST17	1,736	1,291	1,808	1	0,179	5,675
	AGCOST18	1,175	1,070	1,205	1	0,272	3,237
	AGCOST19	1,383	1,586	0,760	1	0,383	3,988
	CEF2	2,929	1,933	2,295	1	0,130	18,701
	SUBSTITUTE2	0,082	0,176	0,214	1	0,644	1,085
	MNGUTIL1	0,137	0,044	9,727	1	0,002	1,147
	GOV1	-0,158	0,042	13,969	1	0,000	0,854
	SIZE1	0,000	0,000	0,608	1	0,436	1,000

Hằng số	-4,068	1,664	5,978	1	0,014	,017
---------	--------	-------	-------	---	-------	------

Nguồn: Tính toán của tác giả

Theo Bảng 4, các biến nghiên cứu phù hợp nhất được lựa chọn bao gồm:

FINCOST1: Tỷ số tổng nợ trên tổng tài sản đại diện cho chi phí kiệt quệ tài chính;

TAX1: Tổng các khoản thuế chuyển lỗ tiến, chuyển lỗ lùi, ưu đãi thuế của DN (tỉ VND) đại diện cho độ lồi hàm thuế;

AGCOST11-AGCOST19: 9 biến giả đo lường chỉ số tín nhiệm của DN đại diện cho chi phí đại diện của nợ;

CEF2: Tỷ số giữa dòng chi đầu tư trên tổng doanh thu đại diện cho thị trường vốn bất hoàn hảo, chi phí nguồn tài trợ từ bên ngoài và cơ hội đầu tư (tăng trưởng);

SUBSTITUTE2: Tỷ số thanh toán nhanh đại diện cho các công cụ phòng ngừa rủi ro thay thế;

MNGUTIL1: Tỷ lệ vốn cổ phần sở hữu bởi nhà quản lý đại diện cho mức độ hữu dụng của nhà quản lý;

GOV1: Tỷ lệ vốn cổ phần nhà nước trong DN đại diện cho ảnh hưởng của Nhà nước trong DN; và

SIZE1: Tổng tài sản (tỉ VND) đại diện cho quy mô DN.

Bảng kiểm định Omnibus thể hiện kết quả kiểm định giả thuyết về độ phù hợp tổng quát của mô hình có mức ý nghĩa quan sát Sig. = 0,000 nên bác bỏ giả thuyết H_0 , $\beta_1 = 0$. Trong bảng tóm tắt mô hình, hệ số -2 Log likelihood = 42,823 không quá cao thể hiện một mức độ phù hợp tốt của mô hình so với tổng thể. Mức độ chính xác của mô hình cũng được thể hiện ở bảng phân loại, trong đó có 83,3% DN không thực hiện và 94,8% DN có thực hiện phòng ngừa rủi ro được dự đoán chính xác. Từ đó, ta xác định được tỉ lệ dự đoán chính xác của toàn bộ mô hình là khoảng 90,4%. Cuối cùng kiểm định Wald cho thấy với các biến FINCOST1, MNGUTIL1 và GOV1 có hệ số Sig. < 0,05 nên các biến này có ý nghĩa thống kê. Như vậy, mô hình hồi quy Logistic có dạng:

$$\ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = -4,068 + 6,087\text{FINCOST1} + 0,137\text{MNGUTIL1} - 0,158\text{GOV1}$$

Với

p: Xác suất DN thực hiện phòng ngừa rủi ro;

1 - p: Xác suất DN không thực hiện phòng ngừa rủi ro;

FINCOST1: Tỉ số tổng nợ trên tổng tài sản đại diện cho chi phí kiệt quệ tài chính;

MNGUTIL1: Tỉ lệ vốn của DN nắm giữ bởi nhà quản lí đại diện cho mức hữu dụng của nhà quản lí; và

GOV1: Tỉ lệ vốn của Nhà nước trong DN đại diện cho ảnh hưởng của Nhà nước.

Tương tự như phân tích đa biến, kết quả nghiên cứu với 3 biến FINCOST1, MNGUTIL1, GOV1 phù hợp với những giả thuyết và kì vọng về dấu (Bảng 1). Biến đầu tiên có ý nghĩa trong mô hình là tỉ số tổng nợ trên tổng tài sản (FINCOST1) đại diện cho chi phí kiệt quệ tài chính. Hệ số đứng trước biến này có giá trị là $\beta = 6,087 > 0$ có nghĩa DN có đòn bẩy tài chính càng cao thì càng có động lực thực hiện phòng ngừa rủi ro. Điều này có thể vì 2 lí do: Thứ nhất là đòn bẩy tài chính càng cao thì càng có động lực để thực hiện phòng ngừa rủi ro nhằm giảm biến động dòng tiền, giảm xác suất và chi phí kiệt quệ tài chính của DN. Thứ hai phòng ngừa rủi ro sẽ làm tăng khả năng vay nợ. Từ đó, chính sách quản trị rủi ro sẽ gắn liền với chính sách tài trợ. Điều này cũng phù hợp với giả thuyết của Warner (1977), Smith & Stulz (1985) cho rằng DN có đòn bẩy tài chính càng cao thì càng có nguy cơ đối diện với kiệt quệ tài chính và gia tăng xác suất phá sản nên sẽ càng ưa thích việc phòng ngừa rủi ro tài chính nhằm mục đích làm giảm biến động dòng tiền, xác suất và các chi phí liên quan đến kiệt quệ tài chính. Đồng thời cũng phù hợp với các nghiên cứu của Brander & Lewis (1986), Maksimovic (1988) giải thích phòng ngừa rủi ro cũng góp phần tăng khả năng vay nợ, tăng đòn bẩy nợ và tăng lợi ích từ lá chắn thuế của DN. Về mặt thực nghiệm, kết quả này cũng phù hợp với phát hiện của Dolde (1985), và Haushalter (2000).

Biến thứ hai có ý nghĩa là tỉ lệ cổ phần được nắm giữ bởi nhà quản lí (MNGUTIL1) đại diện cho hữu dụng của nhà quản lí. Kết quả hồi quy cho thấy hệ số đứng trước biến MNGUTIL1 là $\beta = 0,137 > 0$ hàm ý tỉ lệ vốn trong DN nắm giữ bởi nhà quản lí càng cao càng có động lực thực hiện phòng ngừa rủi ro. Nguyên nhân là do những nhà quản trị có tỉ lệ sở hữu trong DN càng cao sẽ càng có động lực thực hiện nhằm mục đích giảm thiểu rủi ro, giảm biến động dòng tiền để bảo vệ tài sản của cổ đông đồng thời cũng bảo vệ tài sản nhà quản trị. Như vậy, việc bảo vệ tài sản cá nhân gắn liền với DN cũng là động lực để các nhà quản lí thực hiện phòng ngừa rủi ro. So sánh với các nghiên cứu trước đây của Smith & Stulz (1985) cho rằng nhà quản trị sẽ không có động lực thực hiện phòng ngừa rủi ro nếu không có quyền lợi xứng đáng. Vì lẽ đó, khi

tài sản của nhà quản trị gắn liền với tài sản của cổ đông thì họ sẽ có thêm động lực để thực hiện phòng ngừa rủi ro.

Cuối cùng, tỉ lệ vốn cổ phần của DN nắm giữ bởi Nhà nước (GOV1) đại diện cho ảnh hưởng của Nhà nước trong DN. Hệ số đứng trước biến GOV1 là $\beta = -0,158 < 0$ hàm ý việc ảnh hưởng của Nhà nước càng lớn thì DN càng ít có động lực thực hiện phòng ngừa rủi ro. Để giải thích điều này, ở VN, đối với những DN có tỉ lệ sở hữu của Nhà nước cao thường là những DN quốc doanh trước đây được cổ phần hóa hoặc những DN kinh doanh ngành nghề chiến lược trọng điểm quốc gia và vẫn được hưởng nhiều ưu đãi, hỗ trợ của Nhà nước. Vì vậy, các DN chịu ảnh hưởng càng nhiều của Nhà nước sẽ càng ít có động lực thực hiện phòng ngừa rủi ro. Điều này phù hợp với giả thuyết rằng các DN có sự ảnh hưởng cũng như bảo hộ của Nhà nước sẽ ít chịu ảnh hưởng của nền kinh tế và làm cho nhà quản trị càng ít có động lực quản trị rủi ro tài chính của DN.

Ngoài ra, các biến nghiên cứu khác trong mô hình không có ý nghĩa về mặt thống kê. Theo tác giả, có nhiều nguyên nhân dẫn đến hiện tượng này. Thứ nhất là việc các DN VN được hưởng các ưu đãi về thuế, các lợi ích từ chuyển lỗ tiến, chuyển lỗ lùi chưa thật sự lớn. Một lí do nữa là chi phí đại diện của nợ chưa quá cao và vì vậy mà các chủ nợ vẫn chưa thật sự quan tâm quá nhiều đến hoạt động quản trị rủi ro tài chính của DN. DN vẫn chưa quá quan tâm đến việc ổn định dòng tiền nhằm tập trung vào việc tận dụng các cơ hội đầu tư (tăng trưởng) mà đôi khi vẫn phụ thuộc nhiều vào dòng vốn vay. Ngoài ra, các DN vẫn chưa xem việc duy trì một tỉ số thanh toán và tỉ số thanh toán nhanh hợp lí là một biện pháp phòng ngừa rủi ro tài chính của DN.

Nhìn chung, có 3 nhân tố chính tác động đến quyết định phòng ngừa rủi ro của DN VN: Chi phí kiệt quệ tài chính (FINCOST), tính hữu dụng của nhà quản lí (MNGUTIL) có tương quan dương và ảnh hưởng của Nhà nước (GOV) có tương quan âm với hoạt động phòng ngừa rủi ro.

5. MỘT SỐ KHUYẾN NGHỊ

Với môi trường kinh doanh phức tạp hiện nay, đồng thời VN đã gia nhập WTO và sẽ phải đối mặt với nhiều rủi ro tiềm ẩn, vấn đề quản trị rủi ro và các yếu tố liên quan ngày càng trở nên quan trọng đối với DN. Nghiên cứu cho thấy chi phí kiệt quệ tài chính có mối tương quan dương với hoạt động phòng ngừa rủi ro của DN. Vì vậy, tác giả khuyến nghị những DN có tỉ lệ đòn bẩy tài chính cao cần chú trọng thực hiện

phòng ngừa rủi ro tài chính và xây dựng quy trình quản trị rủi ro ở quy mô DN, chẳng hạn như một quy trình kiểm soát nội bộ nhằm hạn chế xác suất, chi phí kiệt quệ tài chính mà DN phải đối mặt.

Kết quả cũng cho thấy có sự tương quan dương giữa tính hữu dụng của nhà quản lý và hoạt động phòng ngừa rủi ro. Điều này có thể được giải thích khi tài sản người quản lý gắn liền với DN thì sự thịnh vượng, phát triển cũng như thất bại của DN đó phản ánh “số phận” tài sản của bản thân họ. Chính vì điều đó, họ sẽ có những hành động, cũng như quyết định cần thiết để bảo vệ tài sản của DN, hay nói cách khác, họ sẽ cố gắng tìm cách để bảo vệ tài sản của chính bản thân mình. Vì vậy, DN có thể áp dụng các mức thưởng cho nhà quản lý ứng với từng mục tiêu nhất định của DN hoặc bằng hình thức thưởng cổ phần, mua cổ phần với mức giá ưu đãi để có thể gia tăng tài sản cũng như quyền lợi của nhà quản lý trong DN. Các giải pháp trên được đưa ra nhằm gắn liền sự giàu có của nhà quản lý với sự thịnh vượng, phát triển của DN. Điều này sẽ tạo động lực cũng như trách nhiệm cho các nhà quản lý trong việc bảo vệ tài sản của DN hay của chính bản thân mình. Bên cạnh đó, các cổ đông nên thường xuyên kiểm tra, giám sát các chiến lược quản trị, đặc biệt là công tác phòng ngừa rủi ro.

Cuối cùng quan hệ nghịch biến giữa ảnh hưởng của Nhà nước với hoạt động phòng ngừa rủi ro là một kết quả hết sức đáng quan tâm. Điều này có thể cho thấy sự ỷ lại của nhà quản lý DN vào sự hỗ trợ, bảo hộ của Nhà nước đối với DN. Vì vậy, về phía các nhà làm chính sách, nên hạn chế sự hỗ trợ, bảo hộ dành cho các DN có liên quan và có cơ chế tách biệt nhiệm vụ chính trị - xã hội và nhiệm vụ tạo ra lợi nhuận của DN để DN có thể vừa làm tốt nhiệm vụ của mình mà vẫn không quá ỷ lại và từ đó sẽ phòng ngừa để hạn chế rủi ro trong quá trình kinh doanh. Về phía DN, các nhà quản lý không nên quá ỷ lại vào sự hỗ trợ của Nhà nước mà nên nhận thức và xây dựng cơ chế phòng ngừa rủi ro phù hợp.

6. KẾT LUẬN

Bài nghiên cứu này khám phá các nhân tố tác động đến quyết định phòng ngừa rủi ro của DN VN. Kết quả cho thấy có 3 nhân tố chính tác động đến quyết định phòng ngừa rủi ro của DN là: Chi phí kiệt quệ tài chính, tính hữu dụng của nhà quản lý, và ảnh hưởng của Nhà nước. Ngoài việc đóng góp một cái nhìn tổng quan sơ lược về các nhân tố tác động đến hoạt động phòng ngừa rủi ro của DN VN, nghiên cứu vẫn còn có một số hạn chế. Thứ nhất, dữ liệu về hoạt động phòng ngừa rủi ro chỉ có 94 DN tham gia thực hiện khảo sát, với số DN tham gia khảo sát thực sự không quá nhiều đã làm cho

kết quả nghiên cứu không bao quát được hoạt động phòng ngừa rủi ro của các DN VN. Thứ hai, biến đại diện cho hoạt động phòng ngừa rủi ro của DN chỉ là biến phụ thuộc nhị phân nên không thể hiện được quy mô hoạt động phòng ngừa rủi ro của DN mà chỉ có thể xác định được liệu DN có thực hiện phòng ngừa rủi ro hay không. Vì những lý do đó, nghiên cứu này có thể là gợi ý để có thể phát triển các nghiên cứu sâu hơn về hoạt động phòng ngừa rủi ro của DN VN■

Tài liệu tham khảo

- Allayannis, G., & Ofek, E. (2001), "Exchange Rate Exposure, Hedging, and the User of Foreign Currency Derivatives", *Journal of International Money and Finance*, 20(2), 273-296.
- Bessembinder, H. (1991), "Forward Contracts and Firm Value: Investment Incentive and Contracting Effects", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26(4), 519-532.
- Brander, J. A., & Lewis, T. R. (1986), "Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect", *American Economic Review*, 76(5), 956-970.
- Campbell, T. S., & Kracaw, W. A. (1987), "Optimal Managerial Incentive Contracts and the Value of Corporate Insurance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22(3), 315-328.
- Dobson, J., & Soenen, L. (1993), "Three Agency-Cost Reasons for Hedging Foreign Exchange Risk", *Managerial Finance*, 19(6), 35-44.
- Dolde, W. (1995), "Hedging, Leverage and Primitive Risk", *Journal of Financial Engineering*, 4(2), 187-216.
- Froot, K. A., Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1993), "Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies", *Journal of Finance*, 48(5), 1629-1658.
- Gay, G. D., & Nam, J. (1998), "The Underinvestment Problem and Corporate Derivatives Use", *Financial Management*, 27(4), 53-69.
- Géczy, C., Minton, B. A., & Schrand, C. (1997), "Why Firms Use Currency Derivatives", *The Journal of Finance*, 52(4), 1323-1354.

- Graham, J. R., & Smith, C. W. (1999), "Tax Incentives to Hedge", *The Journal of Finance*, 54(6), 2241-2262.
- Gurel, E., & Pyle, D. (1984), "Bank Income Taxes and Interest Rate Risk Management: A Note", *The Journal of Finance*, 39(4), 1199-1206, 1984.
- Haushalter, G. D. (2000), "Financing Policy, Basis Risk, and Corporate Hedging: Evidence from Oil and Gas Producers", *The Journal of Finance*, 55(1), 107-152.
- Hoshi, T., Kashyap, A., & Scharfstein, D. (1991), "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups", *Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 33-60.
- Jensen, M. C., & Smith Jr., C. W. (1985), "Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory". *Theory of the Firm*, Vol. 1(1), 94-132.
- Jensen, Michael, C., & Meckling, W. H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- MacMinn, R. D., & Han, L. M. (1990), "Limited Liability, Corporate Value, and The Demand for Liability Insurance", *The Journal of Risk and Insurance*, 57(4), 581-607.
- Maksimovic, V. (1988), "Capital Structure in Repeated Oligopolies", *The RAND Journal of Economics*, 19(3), 389-407.
- Mayers, D., & Smith Jr., C. W. (1982), "On the Corporate Demand for Insurance", *The Journal of Business*, 55(2), 281-296.
- Mian, S. L. (1996), "Evidence on Corporate Hedging Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 419-439.
- Minton, B. A., & Schrand, C. (1999), "The Impact of Cash Flow Volatility on Discretionary Investment and The Cost of Debt and Equity Financing", *Journal of Financial Economics*, 54(3), 423-460.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Nance, D. R., Smith, C. W., & Smithson, C. W. (1993), "On the Determinants of Corporate Hedging", *Journal of Finance*, 48(1), 267-284.

- Nguyễn Thị Ngọc Trang (2008), “Doanh nghiệp VN quản trị rủi ro tài chính như thế nào?”, Tạp chí *Phát triển Kinh tế*, 38-44.
- Shapiro, A. C., & Titman, S. (1998), “An Integrated Approach to Corporate Risk Management”, *Midland Corporate Finance Journal*, 3(2), 41-56.
- Smith, C. W., & Stulz, R. M. (1985), “The Determinants of Firms’ Hedging Policies”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(4), 391-405.
- Stulz, R. M. (1984), “Optimal Hedging Policies”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19(2), 127-140.
- Warner, J. B. (1977), “Bankruptcy Cost: Some Evidence”, *The Journal of Finance*, 32(2), 337 - 347.
- Zimmerman (1988), “Tax-Exempt Bonds after the South Carolina Decision”, *Tax Notes June*, 27, 1573-1580.