



TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC TÀI CHÍNH ĐẾN RỦI RO TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP DỊCH VỤ DU LỊCH NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Đoàn Khánh Hưng*, Trần Thị Thu Hiền

Khoa Du lịch, Đại học Huế, 22 Lâm Hoàng, Huế, Việt Nam

Tóm tắt: Bài viết này nghiên cứu tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp dịch vụ du lịch niêm yết tại Việt Nam. Số liệu nghiên cứu sử dụng là số liệu thứ cấp dưới dạng bảng (panel data) được thu thập từ các báo cáo tài chính hằng năm của 21 doanh nghiệp dịch vụ du lịch từ năm 2012 đến năm 2017 với 123 mẫu quan sát. Nghiên cứu sử dụng công cụ phân tích hồi quy tác động cố định và mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên để ước lượng và kiểm định sự tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp. Kết quả ước lượng cho biết cấu trúc tài chính có tác động đến rủi ro tài chính, trong đó cấu trúc tài chính ảnh hưởng cùng chiều lên cân bằng tài chính và ngược chiều lên khả năng thanh toán ngắn hạn của các doanh nghiệp dịch vụ du lịch niêm yết tại Việt Nam.

Từ khóa: cấu trúc tài chính, doanh nghiệp du lịch, rủi ro tài chính

1 Đặt vấn đề

Trong những năm qua, cùng với sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam, xu hướng hội nhập ngày càng gia tăng đã làm cho nhu cầu du lịch của người dân ngày càng tăng cao. Để đáp ứng được nhu cầu du lịch đó, các doanh nghiệp hoạt động trong ngành du lịch của Việt Nam đã gia tăng nhanh chóng về cả quy mô, số lượng và chất lượng. Các doanh nghiệp ngành du lịch Việt Nam đã có giai đoạn phát triển nhanh chóng về quy mô, phạm vi hoạt động... Lượng khách quốc tế đến Việt Nam năm 2016 ước đạt hơn 10 triệu lượt, tăng 26,0% so với năm 2015 và tăng gấp 3 lần so với năm 2006 (gần 3,6 triệu lượt), trong khi đó lượng khách nội địa ước đạt 62 triệu lượt, tăng gấp 1,1 lần so với năm 2015 (57 triệu lượt) và tăng hơn gấp 3 lần so với 2006 là 17,5 triệu lượt khách [7]. Hiện nay, hầu hết các doanh nghiệp du lịch trong nước có quy mô vừa và nhỏ, chưa thật sự cạnh tranh với các doanh nghiệp du lịch nước ngoài với điều kiện và cơ sở vật chất hoàn thiện hơn. Bên cạnh đó, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp du lịch phụ thuộc rất lớn vào khả năng bán các sản phẩm du lịch, nhưng muốn có khả năng tiêu thụ sản phẩm lớn thì cần phải đầu tư nhiều vào các tài sản trong doanh nghiệp. Tuy nhiên, việc đầu tư vào các tài sản dài hạn bằng các nguồn vốn ngắn hạn sẽ làm gia tăng rủi ro cho doanh nghiệp. Do vậy, các doanh nghiệp đang hoạt động trong ngành du lịch hiện nay muốn nâng cao năng lực hoạt động, hiệu quả sản xuất kinh doanh và sức cạnh tranh trên thị trường thì cần phải có

* Liên hệ: khanhhung1591@gmail.com

các chính sách huy động và sử dụng các nguồn tài trợ một cách có hiệu quả bởi vì có như vậy thì các doanh nghiệp mới có thể nâng cao năng lực tài chính, đảm bảo cấu trúc tài sản và cấu trúc tài chính hợp lý, góp phần hạn chế rủi ro tài chính cho doanh nghiệp.

Nhận thấy được tầm quan trọng của cấu trúc tài chính và sự tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp hiện nay, nghiên cứu này đã kiểm định có hay không sự tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp dịch vụ du lịch niêm yết tại Việt Nam. Trong đó, rủi ro tài chính được phản ánh thông qua chỉ tiêu hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn và nguồn vốn lưu động ròng.

2 Cơ sở lý thuyết

2.1 Cấu trúc tài chính

Hiểu một cách đơn giản, cấu trúc tài chính là cơ cấu các loại nguồn vốn hình thành nên các loại tài sản của doanh nghiệp. Một cơ cấu nguồn vốn hợp lý và cân đối giúp cho hoạt động của doanh nghiệp ổn định và tối ưu hóa lợi ích thu được từ các quan hệ kinh doanh. Theo Stephen và cs. [24] thì “Cấu trúc tài chính được hiểu là sự kết hợp của nợ và vốn chủ sở hữu mà một doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho các tài sản của doanh nghiệp. Cấu trúc tài chính tối ưu đạt được khi giá trị doanh nghiệp được tối đa hóa đồng thời chi phí sử dụng vốn là tối thiểu”. Theo Albouy [8], “cấu trúc tài chính của doanh nghiệp là quan hệ giữa tỷ lệ giữa toàn bộ nợ kể cả khoản nợ trong kinh doanh và nợ vốn chủ sở hữu được tính từ bảng cân đối kế toán”. Theo Eugene và Joel [14], “ngoài nguồn vốn có tính chất dài hạn bao gồm nợ dài hạn, cổ phần ưu đãi, cổ phần thường, các khoản vay ngắn hạn của ngân hàng cũng là một yếu tố cấu thành cấu trúc tài chính của doanh nghiệp”.

Như vậy, cấu trúc tài chính được hiểu là tỷ trọng các nguồn vốn trong tổng giá trị nguồn vốn mà doanh nghiệp huy động và sử dụng vào hoạt động kinh doanh. Cấu trúc tài chính được hiểu là cơ cấu của toàn bộ các khoản nợ phải trả và vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp [20]. Căn cứ vào quan hệ sở hữu vốn, cấu trúc tài chính của doanh nghiệp bao gồm vốn chủ sở hữu và nợ phải trả. Căn cứ theo thời gian huy động và sử dụng vốn của doanh nghiệp, cấu trúc tài chính của doanh nghiệp được chia thành nguồn vốn tạm thời và nguồn vốn thường xuyên.

2.2 Rủi ro tài chính

Khái niệm về rủi ro

Frank [13] cho rằng “rủi ro là sự không chắc chắn có thể đo lường được”. Diễn đạt một cách cụ thể hơn, Arthur và cs. [10] cho rằng “rủi ro là sự biến động tiềm ẩn của các kết quả. Rủi ro có thể xuất hiện trong hầu hết các hoạt động của con người. Khi có rủi ro, người ta không thể

dự đoán chính xác kết quả. Sự hiện diện của rủi ro là bất định. Nguy cơ rủi ro phát sinh bất cứ khi nào một hành động dẫn đến khả năng được hoặc mất mà không thể đoán định trước.”

Dưới góc độ quản trị tài chính, Nguyễn Minh Kiều [3] cho rằng “rủi ro trong doanh nghiệp là sự khác biệt giữa lợi nhuận thực tế so với lợi nhuận kỳ vọng khi thực hiện các quyết định tài chính. Mức độ rủi ro cao hay thấp thể hiện qua khả năng hay xác suất xảy ra khác biệt giữa lợi nhuận thực tế và lợi nhuận kỳ vọng khi lựa chọn thực hiện các quyết định tài chính khác nhau trong doanh nghiệp”.

Khái niệm về rủi ro tài chính

Li [23] 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. Về bản chất thì các yếu tố này gắn liền với hoạt động tài trợ vốn (financing activities) như Li và cs. [15] đã khẳng định rằng rủi ro tài chính có liên quan đến sử dụng các phương pháp tài trợ vốn trong doanh nghiệp.

Từ các quan điểm nêu trên, có thể cho rằng 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 lựa chọn và thực hiện các quyết định tài chính trong doanh nghiệp. Rủi ro này ảnh hưởng đến khả năng sinh lời và khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Dựa trên cơ sở phân loại các quyết định tài chính, rủi ro của một doanh nghiệp được phân chia thành hai nhóm: rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính [4, 11, 21].

– Rủi ro kinh doanh là biến cố gắn liền với quyết định đầu tư và quyết định quản trị tài sản của doanh nghiệp, là sự không chắc chắn về lợi nhuận hoạt động [21].

– Rủi ro tài chính phản ánh các biến cố có thể xảy ra hoặc không xảy ra gắn liền với quyết định tài trợ, đó là rủi ro tăng thêm ngoài rủi ro kinh doanh đối với các chủ sở hữu do doanh nghiệp có sử dụng đòn bẩy tài chính [11, 21].

Trong khi đó, Cao Defang và Zen Muli [12] 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 doanh nghiệp. Theo nghĩa hẹp, rủi ro tài chính đề cập đến khả năng không thanh toán được các khoản nợ tài chính khi đến hạn.

Về mặt lý thuyết, doanh nghiệp có thể không sử dụng đòn bẩy tài chính tức 100% tài sản hình thành từ vốn chủ sở hữu hay là vốn cổ phần. Khi đó, chủ sở hữu của doanh nghiệp chỉ đối mặt với rủi ro kinh doanh. Tuy nhiên, những điểm khác biệt giữa nợ và vốn chủ sở hữu cho thấy cơ cấu vốn mục tiêu của các doanh nghiệp không thể 100% là vốn chủ sở hữu mà phải là sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu, dẫn đến chủ sở hữu không chỉ đối mặt với rủi ro kinh doanh mà còn đối mặt với rủi ro tài chính [20].

Tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính

Quyết định vay nợ sẽ dẫn đến phát sinh chi phí lãi vay mà doanh nghiệp có trách nhiệm thanh toán trước so với lợi nhuận dành cho chủ sở hữu và không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh. Điều này dẫn đến tăng thêm sự không chắc chắn đối với phần lợi nhuận dành cho chủ sở hữu và tác động lên sự cân bằng tài chính [4, 11]. Đây là khía cạnh biểu hiện thứ nhất của rủi ro tài chính.

Ngoài ra, khi vay nợ, doanh nghiệp phải chịu trách nhiệm thanh toán bắt buộc, đầy đủ và đúng hạn các khoản nợ gốc và lãi vay đã cam kết với chủ nợ. Nếu doanh nghiệp không thực hiện hoặc thực hiện một cách khó khăn đối với những cam kết thanh toán này thì doanh nghiệp sẽ rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính và có thể phá sản khi không tìm được biện pháp cải thiện thích hợp [4]. Như vậy, quyết định vay nợ dẫn đến doanh nghiệp phải đối mặt với rủi ro kiệt quệ tài chính. Đây là khía cạnh biểu hiện thứ hai của rủi ro tài chính.

Để đo lường mức độ rủi ro tài chính của doanh nghiệp, có thể sử dụng nhiều công cụ như sự cân bằng tài chính (thông qua chỉ tiêu vốn lưu động ròng – NWC), khả năng thanh toán ngắn hạn (LIQ). Do vậy, ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính thường được phân tích thông qua hai kênh tác động này.

Ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến sự cân bằng tài chính: Sự cân bằng tài chính phản ánh mối quan hệ giữa các nguồn tài trợ với tài sản của doanh nghiệp có cùng thời gian. Tức là, thời hạn nguồn tài trợ để hình thành nên tài sản phải bằng với thời gian sử dụng tài sản đó. Nếu doanh nghiệp sử dụng phần lớn nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ hình thành nên tài sản dài hạn thì cho thấy phương thức tài trợ có dấu hiệu chưa hợp lý. Điều này dẫn đến cán cân thanh toán mất cân bằng, khả năng thanh toán của doanh nghiệp sẽ giảm xuống, sự tự chủ trong kinh doanh giảm xuống, rủi ro tài chính sẽ tăng lên [1, 20]. Đây là dấu hiệu đáng lo ngại cho doanh nghiệp.

Ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến khả năng thanh toán: Khả năng thanh toán của doanh nghiệp là năng lực về tài chính mà doanh nghiệp có được để đáp ứng nhu cầu thanh toán các khoản nợ tới hạn cho chủ nợ. Một doanh nghiệp có mức độ sử dụng nợ vay cao, đặc biệt là nợ ngắn hạn sẽ làm cho khả năng thanh toán có xu hướng giảm xuống, rủi ro thanh toán của doanh nghiệp tăng lên. Ngược lại, nếu tài sản lưu động của doanh nghiệp được tài trợ bằng nguồn vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn thì khả năng thanh toán tăng lên, mức độ độc lập tài chính cao và qua đó rủi ro tài chính giảm xuống [1]. Các nghiên cứu của Phan Thanh Hiệp [2], Masnoon và Seed [18] và Sbeiti [25] đều chỉ ra rằng cấu trúc tài chính có quan hệ ngược chiều với khả năng thanh toán của doanh nghiệp.

3 Phương pháp

Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính hàng năm của 21 doanh nghiệp dịch vụ du lịch được niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam (HNX, HOSE, UPCOM) trong thời gian từ năm 2012 đến 2017 dưới dạng mô hình bảng (Panel Data). Tổng số mẫu là 123 quan sát. Tác giả sử dụng phương pháp hồi quy tác động cố định (FEM) và hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) để xem xét tác động của các yếu tố đến rủi ro tài chính trong doanh nghiệp.

Biến nghiên cứu

Biến rủi ro tài chính: Đo lường bằng hai chỉ tiêu là vốn lưu động ròng và hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn [1]. Vốn lưu động ròng được xác định như sau:

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

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

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

Biến kiểm soát: bao gồm quy mô doanh nghiệp (QMDN), cơ cấu tài sản (TSHH). Cơ cấu tài sản được phản ánh thông qua chỉ tiêu tỷ lệ tài sản hữu hình trên tổng tài sản [22]. Hệ số này cho biết mức đầu tư vào tài sản hữu hình trên tổng tài sản là bao nhiêu phần trăm và cho thấy mức sử dụng vốn đầu tư của doanh nghiệp. Quy mô doanh nghiệp được xác định bằng logarit của trung bình tổng tài sản doanh nghiệp [6, 9, 19]. Hệ số này cho biết mức độ tăng trưởng tài sản của doanh nghiệp.

Mô hình nghiên cứu

Để xem xét cấu trúc tài chính ảnh hưởng đến rủi ro tài chính, nghiên cứu sử dụng mô hình dưới đây:

Tác động của cấu trúc tài chính đến sự cân bằng tài chính

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

Tác động của cấu trúc tài chính đến khả năng thanh toán ngắn hạn

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

trong đó i là công ty thứ i ; t là năm thứ t ; β_0 là hằng số của mô hình hồi quy; $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ là hệ số tương ứng với các biến; $\mu_{i,t}$ là sai số chéo và chuỗi thời gian kết hợp; e_t là thành phần sai số chéo hay theo cá nhân.

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

Giả thiết

Giả thiết 1: NWC có quan hệ ngược chiều với cấu trúc tài chính (biến NVTX).

Giả thiết 2: LIQ có quan hệ ngược chiều với cấu trúc tài chính (biến TD).

4 Kết quả và thảo luận

4.1 Thống kê mô tả các biến

Kết quả ở Bảng 1 cho thấy giá trị trung bình của NWC là 0,15 với độ lệch chuẩn là 0,27; giá trị trung bình của LIQ là 0,48 với độ lệch chuẩn là 0,48; điều này chứng tỏ rằng các doanh nghiệp được khảo sát đang trong trạng thái mất cân bằng tài chính và khả năng thanh toán khá thấp. Bên cạnh đó, hệ số nợ của các doanh nghiệp là khá cao (trung bình 32,21%) và hệ số nguồn vốn dài hạn cao (trung bình 80%). Điều này cho thấy các doanh nghiệp du lịch có sử dụng đòn bẩy tài chính khá nhiều trong cấu trúc tài chính của mình.

Bảng 1. Mô tả thống kê các biến nghiên cứu

	TSHH	TD	QMDN	NWC	NVTX	LIQ
Giá trị trung bình	0,374838	0,322097	11,30628	0,155340	0,802648	0,484497
Giá trị trung vị	0,327383	0,281445	11,27385	0,081809	0,846338	0,340519
Giá trị lớn nhất	0,946604	0,848393	12,58434	0,942562	0,992495	2,114040
Giá trị nhỏ nhất	0,012753	0,007505	7,792952	-0,225702	0,337881	-0,519375
Độ lệch chuẩn	0,282864	0,223895	0,662212	0,266416	0,155205	0,484355
Hệ số Skewness	0,334551	0,401491	-2,112108	1,335392	-1,057390	1,042684
Hệ số Kurtosis	1,742460	1,965333	14,05155	4,072891	3,353454	4,003798
Hệ số Jarque-Bera	10,39917	8,790984	717,4014	42,45641	23,56079	27,45140
Giá trị Prob	0,005519	0,012333	0,000000	0,000000	0,000008	0,000001
Tổng	46,10512	39,61787	1390,672	19,10677	98,72565	59,59312
Số lượng mẫu	123	123	123	123	123	123

Nguồn: xử lý số liệu thống kê, năm 2018

Kiểm tra tính phân phối chuẩn: Giá trị Prob. của kiểm định Jarque-Bera có giá trị nhỏ hơn mức ý nghĩa $\alpha = 0,05$, chứng tỏ các biến đều có phân phối chuẩn. Các biến được sử dụng trong mô hình phân tích có thể được sử dụng vào phân tích hồi quy các biến.

4.2 Ma trận tương quan

Ma trận tương quan (Bảng 2) chỉ ra rằng có mối quan hệ tương quan cùng chiều giữa NVTX với NWC, và mối quan hệ ngược chiều giữa LIQ và TD. Các hệ số tương quan giữa tất cả các biến độc lập (TSHH, QMDN, TD và NVTX) đều nhỏ hơn 0,8; do đó, có thể nói rằng không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình hồi quy [5].

Bảng 2. Ma trận tương quan

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

Nguồn: xử lý số liệu thống kê, năm 2018

4.3 Kết quả ước lượng

Để nghiên cứu tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp dịch vụ du lịch tại Việt Nam, tác giả tiến hành kiểm định dựa trên hai phương pháp phân tích hồi quy theo phương pháp phân tích hồi quy tác động cố định và tác động ngẫu nhiên. Tiếp theo, sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình phân tích tối ưu [16, 17]. Cuối cùng, để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan, nghiên cứu sử dụng mô hình sai số chuẩn mạnh (robust standard error). Khi đó, các kết quả ước lượng sẽ đảm bảo tính chất không chệch và có phương sai nhỏ nhất [1, 16, 17], từ đó đưa ra kết quả hồi quy chính xác hơn.

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

Tên biến	Phương pháp hồi quy_Biến phụ thuộc: NWC					
	FEM		REM		Robust REM	
	Hệ số β	Prob	Hệ số β	Prob	Hệ số β	Prob
Hằng số	-1,297667	0,0000***	-1,277723	0,0000***	-1,277723	0,0000***
NVTX	0,828743	0,0000***	0,840103	0,0000***	0,840103	0,0000***
TSHH	-0,439192	0,0000***	-0,464579	0,0000***	-0,464579	0,0000***
QMDN	0,084240	0,0000***	0,082651	0,0000***	0,082651	0,0000***
Prob>F	0,000000		0,000000		0,000000	
R ²	0,941351		0,508938		0,508938	
Kiểm định lựa chọn mô hình						
Kiểm định Hausman	0,0902					

Ghi chú: Mức độ ý nghĩa (*): $p < 0,1$ có ý nghĩa thống kê thấp; (**): $p < 0,05$ có ý nghĩa thống kê trung bình; (***): $p < 0,01$ có ý nghĩa thống kê cao

Nguồn: xử lý số liệu thống kê, năm 2018

Với mức ý nghĩa là 0,05, kết quả kiểm định Hausman ở Bảng 3 cho thấy kiểm định Hausman $> 0,05$ nên mô hình REM là phù hợp. Mô hình REM có giá trị R^2 là 0,509; giá trị R^2 này là khá cao. Điều này cho thấy 50,9% sự thay đổi của sự cân bằng tài chính được giải thích bởi các biến độc lập. Kiểm định sự phù hợp của mô hình có giá trị Prob. của F là 0,0000, cho thấy mô hình có ý nghĩa. Kết quả ước lượng tác động cấu trúc tài chính đến sự cân bằng tài chính cho thấy đối với các doanh nghiệp dịch vụ du lịch thì chỉ tiêu nguồn vốn thường xuyên NVTX có tác động cùng chiều đến sự cân bằng tài chính NWC. Khi NVTX tăng lên 1% thì sự cân bằng tài chính tăng lên 0,84%, rủi ro tài chính giảm xuống. Bên cạnh đó, các yếu tố tác động đến sự cân bằng tài chính là TSHH và QMDN.

Với mức ý nghĩa là 0,05, kết quả kiểm định F và kiểm định Hausman ở Bảng 4 cho thấy mô hình FEM là phù hợp. Mô hình FEM có giá trị R^2 là 0,895; giá trị R^2 rất cao. Điều này cho thấy 89,5% sự thay đổi của khả năng thanh toán được giải thích bởi các biến độc lập. Kiểm định sự phù hợp của mô hình có giá trị Prob. của F là 0,0000, cho thấy mô hình có ý nghĩa. Kết quả ước lượng tác động của cấu trúc tài chính đến khả năng thanh toán ở Bảng 4 cho thấy cấu trúc tài chính được phản ánh thông qua chỉ tiêu hệ số nợ phải trả có mối quan hệ ngược chiều với chỉ tiêu khả năng thanh toán. Nói cách khác, khi hệ số nợ giảm 1% thì khả năng thanh toán tăng 1,47%. Điều đó làm cho khả năng thanh toán của doanh nghiệp tăng lên, làm giảm rủi ro tài chính cho doanh nghiệp. Bên cạnh đó, các yếu tố tác động đến sự khả năng thanh toán của doanh nghiệp là TSHH và QMDN.

Bảng 4. Kết quả ước lượng tác động của cấu trúc tài chính đến khả năng thanh toán

Tên biến	Phương pháp hồi quy_ Biến phụ thuộc: LIQ					
	FEM		REM		Robust FEM	
	Hệ số β	Prob	Hệ số β	Prob	Hệ số β	Prob
Hằng số	-0,080729	0,8478	-0,122341	0,7578	-0,080729	0,8440
TD	-1,467878	0,0000***	-1,305750	0,0000***	-1,467878	0,0000***
TSHH	-0,416395	0,0134**	-0,589226	0,0000***	-0,416395	0,0617*
QMTS	0,105614	0,0077***	0,110619	0,0027**	0,105614	0,0171***
Kiểm định F	0,000000		0,000000		0,000000	
R ²	0,894570		0,375734		0,894570	
Kiểm định lựa chọn mô hình						
Kiểm định Hausman	0,0086					

Ghi chú: Mức độ ý nghĩa (*): $p < 0,1$ có ý nghĩa thống kê thấp; (**): $p < 0,05$ có ý nghĩa thống kê trung bình; (***): $p < 0,01$ có ý nghĩa thống kê cao.

Nguồn: xử lý số liệu thống kê, năm 2018

4.4 Bàn luận

Như vậy, kết quả ước lượng của hai mô hình trên cho thấy cấu trúc tài chính được phản ánh thông qua hai chỉ tiêu là hệ số nguồn vốn thường xuyên và hệ số nợ đã có tác động đến rủi ro tài chính. Trong đó, hệ số nguồn vốn thường xuyên có mối quan hệ cùng chiều với sự cân bằng tài chính (với mức ý nghĩa thống kê 0,05). Kết quả này trái ngược với giả thiết 1, và trái ngược với các kết quả nghiên cứu của Phan Thanh Hiệp [2], Masnoon và Seed [18] và Sbeiti [25]. Tuy nhiên, kết quả này lại trùng với kết quả nghiên cứu của Nguyễn Việt Dũng [1]. Điều này chứng tỏ giai đoạn thu thập dữ liệu đã tác động đến các biến nghiên cứu. Trong giai đoạn 2012–2017, nền kinh tế hồi phục vì vậy số lượng khách du lịch gia tăng, tình hình hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp dịch vụ du lịch cũng có dấu hiệu phát triển. Việc điều chỉnh cấu trúc tài chính bằng cách tăng nguồn vốn thường xuyên sẽ làm tăng cân bằng tài chính, qua đó giảm được rủi ro tài chính.

Bên cạnh đó, kết quả cũng chỉ ra rằng hệ số nợ có mối quan hệ ngược chiều với khả năng thanh toán, trùng với giả thiết 2 và các kết quả nghiên cứu của Phan Thanh Hiệp [2], Masnoon và Seed [18] và Sbeiti [25]. Điều này cho thấy nếu các doanh nghiệp điều chỉnh cấu trúc tài chính bằng cách tăng cường sử dụng nợ (đòn bẩy tài chính) sẽ làm giảm khả năng thanh toán, từ đó sẽ làm tăng rủi ro tài chính của các doanh nghiệp du lịch. Hiện nay, tỷ lệ nợ trung bình của các doanh nghiệp du lịch là khá cao 32,21% (Bảng 1), cho thấy các doanh nghiệp vẫn đang đối mặt với rủi ro tài chính nếu tiếp tục tăng cường sử dụng nợ.

Kết quả ước lượng cũng cho thấy cấu trúc tài sản có mối quan hệ ngược chiều với sự cân bằng tài chính và khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Tức là, nếu mức độ đầu tư vào tài sản cố định hữu hình tăng lên thì sự cân bằng tài chính, khả năng thanh toán ngắn hạn sẽ biến động theo chiều hướng giảm xuống, qua đó gia tăng rủi ro tài chính cho doanh nghiệp. Bên cạnh đó, quy mô doanh nghiệp lại có sự tác động cùng chiều đến khả năng thanh toán và ngược chiều đến sự cân bằng tài chính. Đây là đặc điểm của doanh nghiệp dịch vụ du lịch. Khi quy mô doanh nghiệp tăng lên, các doanh nghiệp huy động được các nguồn vốn để đảm bảo được khả năng thanh toán của doanh nghiệp, rủi ro tài chính giảm xuống. Tuy nhiên, nếu quy mô doanh nghiệp tăng lên, tức là tổng tài sản tăng lên thì khó đảm bảo sử dụng đúng thời hạn của nguồn tài trợ để hình thành nên tài sản đúng với thời hạn sử dụng tài sản. Các doanh nghiệp có thể sử dụng các nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ hình thành nên tài sản dài hạn, làm khả năng cân bằng tài chính giảm xuống, rủi ro tài chính tăng lên, đặc biệt là trong điều kiện ngành du lịch đang phát triển mạnh mẽ như hiện nay.

5 Kết luận

Cấu trúc tài chính của doanh nghiệp là một yếu tố quan trọng góp phần cho sự phát triển của doanh nghiệp. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp sử dụng cấu trúc tài chính không hợp lý thì rủi ro tài chính sẽ xảy ra trong doanh nghiệp. Bài viết này nghiên cứu sự tác động của cấu trúc tài chính đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp dịch vụ du lịch niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2012–2017. Biến độc lập phản ánh cấu trúc tài chính được nhìn nhận dưới hai góc độ gồm thời gian huy động và sử dụng vốn và theo quan hệ sở hữu. Kết quả của mô hình hồi quy cho thấy rằng cấu trúc tài chính có ảnh hưởng đến rủi ro tài chính. Trong đó, cấu trúc tài chính có quan hệ ngược chiều với khả năng thanh toán, và quan hệ cùng chiều với sự cân bằng tài chính của các doanh nghiệp dịch vụ du lịch niêm yết tại Việt Nam. Các doanh nghiệp nên điều chỉnh nguồn vốn bằng cách gia tăng nguồn vốn thường xuyên và giảm nợ trong cơ cấu vốn sẽ làm gia tăng sự cân bằng tài chính và khả năng thanh toán của doanh nghiệp dịch vụ du lịch, qua đó làm giảm rủi ro tài chính mà các doanh nghiệp phải đối mặt.

Tài liệu tham khảo

1. Nguyễn Việt Dũng (2018), Tác động của cấu trúc vốn đến rủi ro tài chính của doanh nghiệp xi măng niêm yết tại Việt Nam, *Tạp chí Kinh tế và Quản trị kinh doanh*, Số 05, 82–87, Trường Đại học Kinh tế và Quản trị kinh doanh, Đại học Thái Nguyên.
2. Phan Thanh Hiệp (2016), Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp công nghiệp: Nghiên cứu từ mô hình GMM, *Tạp chí Tài chính* (6/2016), 47–51.

3. Nguyễn Minh Kiều (2006), *Tài Chính Công Ty*, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh, Chương trình giảng dạy kinh tế Fullbright, Nxb. Thống kê.
4. Nguyễn Thanh Liêm (2007), *Quản trị tài chính*, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Đà Nẵng, Nxb. Thống kê.
5. Hoàng Trọng và Chu Nguyễn Mộng Ngọc (2008), *Phân tích dữ liệu nghiên cứu với SPSS*, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh, Nxb. Hồng Đức.
6. Hoàng Tùng (2011), Phân tích rủi ro tín dụng doanh nghiệp bằng mô hình Logistic, *Tạp chí Khoa học và Công nghệ*, Đại học Đà Nẵng, 2(43), 193–199.
7. Tổng cục Du lịch (2017), Số liệu thống kê du lịch, <http://vietnamtourism.gov.vn/>, ngày truy cập 26/12/2018.
8. Albouy M. (2005), Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers?, *Revue française de gestion*, 169–188.
9. 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*, 1(3), 27–34.
10. Arthur C. W., Michael, L. S., Peter, C. Y. (1998), *Risk management and insurance*, McGraw-Hill International Editions: Finance Series, Mc Graw-Hill Publishing Company, United States.
11. Brigham & Houston (2009), *Fundamentals of Financial Management (Eleventh Edition)*, University of Florida, Thomson South-Western.
12. Cao Defang, Zen Muli (2005), An Empirical Analysis of Factor Influencing Financial Risk of Listed Companies in China, *Techno economics & Management Research*, 6, 37–48.
13. Frank H. K. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, Boston: Hart, Schaffner & Marx, Houghton Mifflin Co.
14. Eugene, F. B., & Joel, F. H. (2014), *Basics of Financial Management, Essentials of Financial Management*, Publisher Salemba Emat, Jakarta.
15. Li Zhea, Liu Ke, Wang Kaibi & Shen Xiaoliu (2012), *Research on Financial Risk Management for Electric Power Enterprises*, The 2nd International Conference on Complexity Science & Information Engineering, Systems Engineering Procedia 4, 54–60.
16. Jeffrey M. Wooldridge (2010), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, The MIT Press. Cambridge, Massachusetts, London, England.
17. Jeffrey M. Wooldridge (2013), *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, Michigan State University.
18. Maryam Masnoon và Abiha Saeed (2014), Capital Structure Determinants of KSE Listed Automobile Companies, *European Scientific Journal*, 10(13), 451–461.

19. Mohammad Reza Pourali, Mahmoud Samadi, EnsiehKarkani (2013), The study of the relationship between capital intensity and financial leverage with XI degree of financial distress in companies listed in Tehran Stock Exchange, *International Research Journal of Applied and Basic Sciences*, 4(12), 3830–3839.
20. Modigliani & H. Miller. (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, 48(3), 261–267.
21. Penman, (2001), Financial Statement Analysis of Leverage and How It Informs About Profitability and Price-to-Book Ratios, *Review of Accounting Studies*, 8, 531–560.
22. Sorana Vătavu (2013), Determinants of corporate debt ratios: Evidence from manufacturing companies listed on the Bucharest Stock Exchange, *Timisoara Journal of Economics and Business*, 6(20), 99–126.
23. Steven Li (2003), Future trends and challenges of financial risk management in the digital economy, *Managerial Finance*, 29(5/6), 111–125.
24. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield & Bradford D. J. (2010), *Fundamentals of Corporate Finance (Instructor's Edition) Edition: Ninth*, McGraw-Hill/Irwin Series in Finance, Insurance, and Real Estate, Mc Graw-Hill Publishing Company, United States.
25. Wafaa Sbeiti (2010), The Determinants of Capital Structure: Evidence from the GCC Countries, *International Research Journal of Finance and Economics*, 47, 56–82.

IMPACTS OF FINANCIAL STRUCTURE ON FINANCIAL RISKS OF LISTED TOURISM COMPANIES IN VIETNAM

Doan Khanh Hung*, Tran Thi Thu Hien

School of Hospitality and Tourism, Hue University, 22 Lam Hoang St., Hue, Vietnam

Abstract: The paper deals with the impact of financial structure on the financial risks of listed tourism companies in Vietnam. The study uses the data of the 21 listed tourism companies from 2012 to 2017 with 123 samples. Using the panel data with the fix effect model regression and random effect model regression, the authors indicate that the financial structure affects the financial risk of listed tourism companies in Vietnam. The results show a positive impact of the financial structure on the financial balance and negative impact on short-term liquidity.

Keywords: financial structure, tourism companies, financial risk