CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN RỦI RO TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

TS. Lê Hồng Thái* - Cù Nguyễn Hà Trang* - Dương Thị Thuỳ**

Nghiên cứu phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2019-2023. Sử dụng dữ liệu từ 75 doanh nghiệp trong danh sách VN100, kết quả nghiên cứu cho thấy vòng quay hàng tồn kho, vòng quay tài sản cố định, khả năng sinh lời trên doanh thu và hệ số vốn cố định giúp giảm rủi ro tài chính. Trong khi đó, cơ cấu nợ, hệ số thanh toán ngắn hạn, vòng quay tổng tài sản, vòng quay khoản phải thu, hệ số tự tài trợ và quy mô doanh nghiệp không có tác động đáng kể. Kết quả nghiên cứu cung cấp cơ sở khoa học giúp doanh nghiệp và nhà quản lý tối ưu chiến lược tài chính thông qua đề xuất các giải pháp quản trị rủi ro như nâng cao nhận diện rủi ro, lập kế hoạch tài chính hiệu quả và quản lý dòng tiền.

• Từ khóa: *rủi ro tài chính, doanh nghiệp niêm yết, thị trường chứng khoán Việt Nam.*

The study analyzes the factors influencing the financial risk of listed companies on the Vietnamese stock market during the period 2019-2023. Using data from 75 companies in the VN100 index, the findings indicate that inventory turnover, fixed asset turnover, return on sales, and the fixed asset ratio help reduce financial risk. Meanwhile, debt structure, current ratio, total asset turnover, accounts receivable turnover, equity ratio, and firm size do not have a significant impact. The research provides a scientific basis for businesses and managers to optimize financial strategies by proposing risk management solutions, such as enhancing risk identification, developing effective financial planning, and managing cash flow efficiently.

• Key words: *financial risk, listed companies, Vietnamese stock market.*

Ngày nhận bài: 21/01/2026
Ngày gửi phản biện: 27/02/2026
Ngày duyệt đăng: 16/3/2026

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i309.29

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu ngày càng biến động, rủi ro tài chính trở thành một vấn đề quan trọng đối với các doanh nghiệp, đặc biệt là những doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán. Tại Việt Nam, thị trường chứng khoán đang trên đà phát triển mạnh mẽ, nhưng cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro do sự biến động của các yếu tố kinh tế vĩ mô như lạm phát, lãi suất, tỷ giá hối đoái, cũng như các đặc điểm nội tại của doanh nghiệp như cấu trúc vốn, hiệu suất hoạt động và khả năng thanh toán.

Nhiều nghiên cứu đã được thực hiện nhằm kiểm định mối quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và rủi ro tài chính trong các bối cảnh quốc gia và mô hình kinh tế khác nhau. Ví dụ, trong khi Rohiman và Damayanti (2019) cho rằng tỷ giá hối đoái có tác động đáng kể đến rủi ro tài chính, Dewi và cộng sự (2023) khẳng định rằng lạm phát có thể được sử dụng để dự báo rủi ro tài chính.

Ngoài ra, các chỉ số tài chính đóng vai trò quan trọng trong việc phản ánh hiệu quả tài chính của doanh nghiệp và có thể được đo lường thông qua các chỉ tiêu như khả năng sinh lời, khả năng thanh toán, đòn bẩy tài chính, hiệu suất hoạt động,… Thông thường, một doanh nghiệp có kết quả tài chính tốt sẽ đối mặt với rủi ro tài chính thấp hơn. Tùy theo cách tiếp cận của từng nghiên cứu, rủi ro tài chính có thể được đo lường bằng các phương pháp khác nhau. Kinyua & cộng sự (2015) sử dụng chỉ số thanh toán ngắn hạn để đánh giá rủi ro tài chính của doanh nghiệp, trong khi các yếu tố quản trị công ty cũng được sử dụng để đánh giá rủi ro tài chính (Li & cộng sự, 2021).

Tại Việt Nam, nghiên cứu của Vũ Thị Hậu (2017) chỉ ra rằng các yếu tố như khả năng thanh

** Trường ĐH Kinh tế - ĐHQGHN; email: thailh@vnu.edu.vn - trangcnh@vnu.edu.vn*
*** Sinh viên Trường ĐH Kinh tế - ĐHQGHN*

toán, vòng quay hàng tồn kho, hệ số tự tài trợ và hệ số vốn cố định có tác động tiêu cực đến rủi ro tài chính. Ngược lại, các chỉ tiêu như hệ số nợ ngắn hạn trên nợ dài hạn, hệ số sinh lời của doanh thu, hệ số sinh lời của tổng tài sản, vòng quay tài sản cố định, vòng quay tổng tài sản và vòng quay các khoản phải thu không có ảnh hưởng đáng kể đến rủi ro tài chính.

Một số nghiên cứu trong nước trước đây chỉ tập trung vào các ngành đặc thù như công nghiệp, nhựa, du lịch và bất động sản, chưa bao quát được toàn bộ các doanh nghiệp niêm yết. Chẳng hạn, Trần Phương Thảo (2022) đã sử dụng phương pháp hồi quy hiệu ứng cố định (FEM) để đánh giá mối quan hệ giữa rủi ro tài chính và các chỉ số như hệ số thanh toán ngắn hạn, hệ số khả năng sinh lời. Tuy nhiên, mẫu nghiên cứu chỉ giới hạn ở 14 doanh nghiệp thuộc ba nhóm nhựa bao bì xây dựng, nhựa bao bì mềm và nhựa bao bì thực phẩm. Ngoài ra, nghiên cứu của Võ Minh Long (2020) đã làm rõ mức độ ảnh hưởng của các biến tài chính như hệ số thanh toán ngắn hạn, vòng quay hàng tồn kho và tỷ số tự tài trợ đến rủi ro tài chính của doanh nghiệp bất động sản. Tuy nhiên, nghiên cứu này chỉ tập trung vào các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE trong giai đoạn 2012-2018.

Như vậy, mặc dù rủi ro tài chính đã được nghiên cứu rộng rãi trên thế giới, số lượng nghiên cứu tại Việt Nam vẫn còn hạn chế và chủ yếu tập trung vào từng ngành nghề cụ thể. Hầu hết các nghiên cứu trước đây chỉ xem xét một số biến số tài chính mà chưa có cách tiếp cận toàn diện nhằm đánh giá đầy đủ các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của doanh nghiệp niêm yết. Trong khi đó, đặc điểm của thị trường chứng khoán Việt Nam có nhiều khác biệt so với các thị trường phát triển, đòi hỏi một nghiên cứu mang tính đặc thù để xác định rõ các yếu tố tác động và mức độ ảnh hưởng của chúng.

Trên cơ sở đó, nghiên cứu này được thực hiện nhằm phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2019-2023. Kết quả nghiên cứu không chỉ có ý nghĩa đối với các nhà quản trị doanh nghiệp mà còn cung cấp cơ sở tham khảo quan trọng cho các nhà đầu tư, cơ quan quản lý và các bên liên quan trong việc hoạch định chính sách tài chính và quản trị rủi ro hiệu quả hơn.

2. Mô hình đánh giá tác động của các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam

2.1. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên nền tảng lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm trước đây, nghiên cứu này áp dụng mô hình đề xuất bởi Alexander Bathory (Bathory, 1984) để đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Rủi ro tài chính của doanh nghiệp được đo lường thông qua chỉ số (Financial Risk Index), phản ánh mức độ ổn định tài chính của doanh nghiệp. Giá trị càng cao cho thấy doanh nghiệp có nền tảng tài chính vững chắc, rủi ro tài chính càng thấp, và ngược lại.

Mô hình đo lường rủi ro tài chính được xác định như sau:

$$FR_{it} = SZL_{it} + SY_{it} + GL_{it} + YF_{it} + YZ_{it}$$

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 chủ sở hữu / Nợ ngắn hạn

YF_{it} = Giá trị còn lại của tài sản cố định / Tổng nợ phải trả

YZ_{it} = Vốn lưu động / Tổng tài sản

Sử dụng giá trị R_{it} tạo ra từ mô hình của Alexander Bathory, mô hình đánh giá tác động của các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam được đề xuất như sau:

$$FR_{it} = \beta_0 + \beta_1 DS_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 IT_{it} + \beta_4 FAT_{it} + \beta_5 TAT_{it} + \beta_6 RT_{it} + \beta_7 ROS_{it} + \beta_8 ES_{it} + \beta_9 FAS_{it} + \beta_{10} SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó: FR_{it} biểu thị rủi ro tài chính của doanh nghiệp i trong năm t. Định nghĩa và nguồn tham khảo của các biến độc lập và kiểm soát trong mô hình được mô tả chi tiết trong Bảng 1.

Bảng 1. Mô tả các biến sử dụng trong mô hình nghiên cứu

Ký hiệu	Tên biến	Mô tả	Nguồn tham khảo
Biến phụ thuộc			
FR	Rủi ro tài chính	$FR_{it} = SZL_{it} + SY_{it} + GL_{it} + YF_{it} + YZ_{it}$	Fu và cộng sự (2012); Bhunia & Mukhati (2012); Vũ Thị Hậu (2017)

Ký hiệu	Tên biến	Mô tả	Nguồn tham khảo
Biến độc lập			
DS	Cơ cấu nợ	Nợ ngắn hạn/Tổng nợ phải trả	
CR	Hệ số thanh toán ngắn hạn	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn	
IT	Vòng quay hàng tồn kho	Giá vốn hàng bán/Hàng tồn kho bình quân	
FAT	Vòng quay tài sản cố định	Doanh thu thuần/Tài sản cố	
TAT	Vòng quay tổng tài sản	Doanh thu thuần/Tổng tài sản bình quân	
RT	Vòng quay khoản phải thu	Doanh thu thuần/Khoản phải thu bình quân	
ROS	Hệ số sinh lời của doanh thu	Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần	
ES	Hệ số tự tài trợ	Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	
FAS	Hệ số vốn cố định	Giá trị còn lại của tài sản cố định/Tổng tài sản	
Biến kiểm soát			
SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Ln (Tổng tài sản)	Dirman (2020)

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp.

2.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dựa trên tổng thể các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nghiên cứu này lựa chọn 100 doanh nghiệp thuộc danh mục VN100, đáp ứng đồng thời các tiêu chí sau: (i) Không thuộc nhóm ngân hàng và các định chế tài chính; (ii) Cổ phiếu được niêm yết trên thị trường tính đến cuối năm tài chính 2023; (iii) Có đầy đủ báo cáo tài chính trong giai đoạn 2019-2023; và (iv) Báo cáo tài chính đã được kiểm toán với ý kiến chấp nhận về tính hợp lý và trung thực theo nguyên tắc trọng yếu. Sau quá trình sàng lọc, mẫu nghiên cứu chính thức bao gồm 75 doanh nghiệp. Dữ liệu tài chính của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu được thu thập từ VN100 thông qua Hệ thống FinPro.

Kết quả thống kê mô tả tại Bảng 2 cho thấy rủi ro tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có sự biến động đáng kể, với giá trị trung bình 3.49, dao động từ 0.22 đến 32.74, phản ánh sự chênh lệch lớn giữa các doanh nghiệp. Hệ số thanh toán hiện hành (CR) trung bình 1.93, cho thấy hầu hết doanh nghiệp có đủ tài sản ngắn hạn để chi trả các khoản nợ ngắn hạn. Các hệ số vòng quay tài sản (IT, FAT, TAT, RT) cũng có sự khác biệt đáng kể, cho thấy mức độ quản lý tài sản không đồng đều. Biến kiểm soát cũng có sự chênh lệch lớn với quy mô doanh nghiệp (SIZE) dao động từ 27.7 đến 34.13, phản ánh sự khác biệt về tổng tài sản.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Variable	Obs	Mean	SD	Min	Max
FRit	375	3.485098	3.344157	0.2204786	32.73896
DS	375	0.709149	0.2390978	0.1120928	1
CR	375	1.932267	1.222426	0.2268231	8.508374
IT	372	-461.9555	6427.33	-109447	-0.0186461
FAT	375	15.54057	39.89957	0.0634788	353.3022
TAT	375	0.7860151	0.7538524	0.0281257	4.58023
RT	375	8.475724	14.6436	0.0842737	114.6531
ROS	375	0.1556517	0.1921431	-0.9196453	1.659039
ES	375	0.4967963	0.1826744	0.1006733	0.9356855
FAS	375	0.225279	0.1939144	0.0012587	0.9120616
SIZE	375	30.40777	1.154106	27.70173	34.13479

Nguồn: Tổng hợp từ Stata 17

2.3. Kết quả nghiên cứu

Mục tiêu của nghiên cứu là đánh giá tác động của các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng với mẫu nghiên cứu gồm dữ liệu chuỗi thời gian trong giai đoạn từ năm 2019 đến năm 2023, và dữ liệu chéo giữa 75 doanh nghiệp. Kiểm định Hausman được sử dụng và kết quả cho thấy phương pháp hồi quy hiệu ứng cố định (FEM) phù hợp hơn phương pháp hồi quy hiệu ứng ngẫu nhiên (REM). Kiểm định Wald test, Breusch and Pagan Lagragian và kiểm định FGLS được dùng để kiểm tra tính vững cho các kết quả, giảm hiện tượng tương quan và sai số của các biến trong mô hình. Kết quả hồi quy ước lượng theo phương pháp hiệu ứng cố định hai chiều (hiệu ứng cố định của doanh nghiệp và hiệu ứng cố định của thời gian) được trình bày trong Bảng 4.

Bảng 4. Kết quả mô hình hồi quy hiệu ứng cố định

Biến độc lập	Hệ số hồi quy
DS	0.246 (0.25)
CR	-0.111 (-0.66)
IT	0.0002*** (72.91)
FAT	0.005*** (3.07)
TAT	0.419 (1.34)
RT	0.021 (0.81)
ROS	1.014*** (3.08)
ES	-0.011 (-0.01)
FAS	4.597** (2.10)
SIZE	0.556 (1.63)
Hằng số	-15.101 (-1.47)

*Các ký hiệu ***, **, * tương ứng với giá trị p-value 1%, 5%, 10%.*

Nguồn: Tổng hợp từ Stata 17

Kết quả nghiên cứu cho thấy các biến vòng quay hàng tồn kho (IT), vòng quay tài sản cố định (FAT), khả năng sinh lời trên doanh thu (ROS), và hệ số vốn cố định (FAS) đều có mối quan hệ cùng chiều và có ý nghĩa thống kê với biến phụ thuộc - rủi ro tài chính (FR).

Cụ thể, doanh nghiệp có vòng quay hàng tồn kho cao sẽ giảm rủi ro tài chính nhờ cải thiện tốc độ tiêu thụ hàng hóa, hạn chế chi phí lưu kho và tối ưu dòng tiền. FAT có hệ số hồi quy dương, phản ánh hiệu quả sử dụng tài sản cố định giúp giảm rủi ro tài chính. Kết quả này trái ngược với Bhunia & cộng sự (2012). Đối với ROS, khả năng sinh lời cao giúp tăng vốn chủ sở hữu và cải thiện khả năng thanh toán, qua đó giảm rủi ro tài chính. Kết quả này tương đồng với Fu & cộng sự (2012) và Bhunia & cộng sự (2012), nhưng trái ngược với Vũ Thị Hậu (2017). Cuối cùng, hệ số hồi quy dương của FAS phản ánh việc mở rộng đầu tư vào tài sản cố định giúp doanh nghiệp tối ưu hoạt động sản xuất, từ đó giảm rủi ro tài chính. Kết quả này phù hợp với Fu & cộng sự (2012), Bhunia & cộng sự (2012) và lý thuyết cấu trúc tài sản tối ưu.

Ngoài 4 biến kể trên, hệ số hồi quy của các biến còn lại đều không có ý nghĩa thống kê, ám chỉ rằng cơ cấu nợ (DS), hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn (CR), vòng quay tổng tài sản (TAT), vòng quay khoản phải thu (RT), hệ số tự tài trợ (ES) và quy mô doanh nghiệp (SIZE) đều không có mối quan hệ tuyến tính với rủi ro tài chính. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Bhunia & Mukhuti (2012).

3. Kết luận và hàm ý chính sách

Nghiên cứu này đã phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính của doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2019-2023. Sử dụng dữ liệu từ 75 doanh nghiệp VN100 và phương pháp hồi quy hiệu ứng cố định, kết quả cho thấy vòng quay hàng tồn kho, vòng quay tài sản cố định, khả năng sinh lời trên doanh thu và hệ số vốn cố định có mối quan hệ cùng chiều với sự ổn định tài chính, tức giúp giảm rủi ro tài chính.

Trên cơ sở các kết quả này, nghiên cứu đề xuất một số giải pháp giúp doanh nghiệp quản trị rủi ro tài chính hiệu quả hơn.

Thứ nhất, doanh nghiệp cần nâng cao khả năng nhận diện rủi ro tài chính. Hiện nay, doanh nghiệp chủ yếu nhận diện rủi ro dựa trên dữ liệu quá khứ, phương pháp này còn nhiều hạn chế. Doanh nghiệp cần xây dựng quy trình nhận diện rủi ro thông qua phân tích hoạt động kinh doanh và môi trường vĩ mô. Quá trình này bao gồm phát hiện, phân tích và xác định rủi ro theo mức độ ưu tiên.

Thứ hai, các doanh nghiệp cần xây dựng các kịch bản ứng phó với biến động tài chính, xác định nhu cầu vốn, dự báo kết quả kinh doanh và chuẩn bị các biện pháp phòng ngừa rủi ro. Kế hoạch tài chính cần tính toán các yếu tố như cơ cấu vốn, chính sách bán hàng, biến động giá nguyên liệu, tỷ giá và lãi suất. Việc giám sát dòng tiền, cập nhật báo cáo tài chính, và theo dõi biến động thị trường sẽ giúp doanh nghiệp kiểm soát rủi ro hiệu quả.

Thứ ba, việc nâng cao năng lực quản trị dòng tiền là cần thiết. Doanh nghiệp cần đầu tư đào tạo chuyên sâu cho cán bộ tài chính, ứng dụng công nghệ vào quản lý dòng tiền, tối ưu hóa hàng tồn kho và cập nhật dự báo dòng tiền thường xuyên. Điều này giúp đảm bảo thanh khoản, duy trì hoạt động ổn định và hạn chế rủi ro tài chính phát sinh.

Tài liệu tham khảo:

Bathory, A. (1984). Predicting corporate collapse: Credit analysis in the determination and forecasting of insolvent companies. Financial Times Business Information.

Bhunia, A., & Mukhuti, S. (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.

Dirman, A. (2020). Financial distress: the impacts of profitability, liquidity, leverage, firm size, and free cash flow. International Journal of Business, Economics and Law, 22(1), 17-25.

Fu, G., Fu, W., & Liu, D. (2012). Empirical study on financial risk factors: Capital structure, operation ability, profitability, and solvency - Evidence from listed companies in China. Journal of Business Management and Economics, 3(5), 173-178.

Kinyua, J. K., Gakure, R., Gekara, M., & Orwa, G. (2015). Effect of risk management on the financial performance of companies quoted In the Nairobi Securities Exchange. International Journal of Business & Law Research, 3(4), 26-42.

Li, Z., Crook, J., Andreeva, G., & Tang, Y. (2021). Predicting the risk of financial distress using corporate governance measures. Pacific-Basin Finance Journal, 68, 101334.

Rohiman, S. F., & Damayanti, C. R. (2019). Effect of Inflation, Exchange Rates and Interest Rates on Financial Distress. Journal of Business and Administration, 72(2), 186-195.

Trần Phương Thảo, 2022, Ứng dụng mô hình kinh tế lượng trong phân tích tài chính - Nghiên cứu đo lường rủi ro tài chính tại các doanh nghiệp nhựa niêm yết tại Việt Nam, Tạp chí Khoa học - Trường Đại học Mở Hà Nội, 92, 65-76..

Võ Minh Long, 2020, Một số nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính - Nghiên cứu doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX). Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh, 15(2), 88-100.

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 TP. Hồ Chí Minh, Tạp chí Kinh tế và Phát triển, 240, 86-93.