
CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN MỨC ĐỘ SINH LỢI CỦA TỔ CHỨC TÀI CHÍNH VI MÔ TẠI VIỆT NAM

Ngô Thị Thu Mai

Ngân hàng Nhà nước - Chi nhánh tỉnh Thái Nguyên

Email: ngothithumai@gmail.com

Lê Thanh Tâm

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: taminhanoi@gmail.com

Ngày nhận: 15/9/2020

Ngày nhận bản sửa: 03/11/2020

Ngày duyệt đăng: 05/11/2020

Tóm tắt:

Bài viết nhằm nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ sinh lợi của tổ chức tài chính vi mô tại Việt Nam. Với 286 quan sát từ dữ liệu kết quả hoạt động của 29 tổ chức tài chính vi mô Việt Nam trên The Mix giai đoạn 2010-2019, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính theo phương pháp mô hình tác động cố định (FEM) với biến tỷ số lợi nhuận trên tài sản (ROA) và p-OLS với lợi nhuận trên vốn (ROE). Kết quả nghiên cứu cho thấy ba nhân tố quan trọng nhất ảnh hưởng đến mức độ sinh lợi của các tổ chức tài chính vi mô tại Việt Nam gồm: (i) cấu trúc vốn, (ii) hiệu quả hoạt động, và (iii) tỷ lệ rủi ro của danh mục đầu tư ($PAR > 30$). Các yếu tố chưa rõ tác động gồm: tuổi của tổ chức, tỷ lệ người vay là phụ nữ, và tăng trưởng GDP. Từ đó, một số khuyến nghị được đề xuất cho các tổ chức tài chính vi mô Việt Nam nhằm tăng mức độ sinh lợi bền vững, tạo điều kiện cho các tổ chức hoàn thành sứ mệnh hỗ trợ người nghèo và các đối tượng yếu thế trong xã hội.

Từ khóa: Cấu trúc vốn, tài chính vi mô, hiệu quả hoạt động, tỷ lệ rủi ro của danh mục đầu tư, mức độ sinh lợi, tự bền vững.

Mã JEL: G11, G21.

Determinants influencing profitability of Vietnamese microfinance institutions

Abstract:

The paper is aimed to study the determinants of profitability of microfinance institutions (MFIs) in Vietnam. With 286 observations from 29 Vietnamese MFIs on The Mix in the period of 2010-2019, the FEM method with ROA variable and p-OLS with ROE variable are applied. The main findings of the study are that capital structure, operational efficiency, and portfolio at risk are the three most important determinants of MFIs' profitability. Factors that do not have a clear impact are age of the institution, the proportion of women borrowers, and GDP growth. Some recommendations are proposed for Vietnamese MFIs to improve the profitability sustainably, and to fulfill their mission to support the poor and disadvantaged groups in society.

Keywords: Capital structure, microfinance, performance, portfolio at risk, profitability, self-sustainability.

JEL Codes: G11, G21

1. Giới thiệu

Tài chính vi mô là một trong những công cụ quan trọng hỗ trợ giảm nghèo và phát triển xã hội ở nhiều nơi trên thế giới. Các tổ chức tài chính vi mô hướng đến những đối tượng khách hàng chưa tiếp cận được khu vực tài chính chính thức thông qua các phương pháp tiếp cận sáng tạo. Đặc trưng của các tổ chức tài chính vi mô là: cung cấp các dịch vụ tài chính chủ yếu cho các đối tượng khách hàng yếu thế đi kèm với các dịch vụ phi tài chính khác như giáo dục, chăm sóc sức khỏe..., góp phần giải quyết các vấn đề xã hội, nâng cao dân trí, cải thiện sức khỏe người dân và thúc đẩy bình đẳng giới. Điểm hấp dẫn của các tổ chức tài chính

vi mô là sứ mệnh vì người nghèo và phát triển xã hội (Armendáriz & Morduch, 2005; Ledgerwood, 2013).

Để thực hiện được sứ mệnh trên lâu dài, duy trì sự bền vững trên thị trường, không gián đoạn hoạt động, bản thân tổ chức tài chính vi mô phải tự bền vững về hoạt động và tài chính, mặc dù hoạt động không vì lợi nhuận. Do vậy, hai mục tiêu quan trọng đối với các tổ chức tài chính vi mô là mục tiêu xã hội và mục tiêu tài chính (được đánh giá bởi mức độ sinh lợi). Ở cấp độ vi mô, lợi nhuận là điều kiện tiên quyết cho ngành tài chính vi mô cạnh tranh đồng thời cũng là nguồn vốn rẻ mà không có một tổ chức nào nào có thể thu hút được từ nguồn vốn bên ngoài (Gitman, 2007). Lợi nhuận của các tổ chức tài chính vi mô được coi là một nguồn vốn chủ sở hữu quan trọng, lợi nhuận sẽ được tái đầu tư và điều này có thể thúc đẩy sự ổn định tài chính. Về mặt lịch sử, các tổ chức tài chính vi mô phần lớn được tài trợ thông qua các khoản tài trợ và trợ cấp của Chính phủ; nhưng trong những năm gần đây, các nguồn quỹ mới đã xuất hiện, xuất phát từ nhiều tổ chức trong đó chủ yếu là các tổ chức tài chính quốc tế và các quỹ đầu tư tư nhân thường được mô tả là tập trung vào mức độ sinh lợi của tổ chức tài chính vi mô (Ghosh & Tassel, 2011). Khi tổ chức tài chính vi mô chứng minh được rằng hoạt động của mình có thể tạo ra lợi nhuận thì sẽ thu hút được nhiều nguồn tài trợ bên ngoài hơn. Kể từ tháng 12 năm 2006, tài sản thuộc quyền quản lý của các quỹ đầu tư tư nhân đã tăng gấp năm lần, từ 2 tỷ đô la Mỹ (USD) lên 11 tỷ USD vào cuối năm 2015, mức tăng tương ứng với tốc độ tăng trưởng hàng năm là 20%. Bên cạnh đó, ở cấp độ vĩ mô, một ngành tài chính vi mô có khả năng tự sinh lời cũng sẽ có những đóng góp có ý nghĩa cho sự ổn định của hệ thống tài chính tổng thể.

Nghiên cứu của Charitonenko & cộng sự (2004) cho thấy đến nay, các tổ chức tài chính vi mô đã đạt được sự tiếp cận lớn nhất, ngày càng áp dụng các nguyên tắc thương mại trong hoạt động của họ, và nói chung là tự bền vững về mặt tài chính. Việc thương mại hóa tài chính vi mô sẽ thu hút sự chú ý ngày càng tăng như là các phương tiện tiềm năng để thu hẹp khoảng cách cung — cầu liên tục cho các sản phẩm và dịch vụ tài chính vi mô bền vững theo yêu cầu. Mặc dù hoạt động của các tổ chức tài chính vi mô tại Việt Nam đã đạt được một số kết quả nhất định, nhưng số lượng tổ chức chính thức vẫn rất ít ỏi (4 tổ chức đăng ký với Ngân hàng Nhà nước), mức độ sinh lợi thấp, mức độ tiếp cận hạn chế (Nguyễn Kim Anh & Lê Thanh Tâm, 2013; Đào Lan Phương & Lê Thanh Tâm, 2017; Nguyễn Quỳnh Phương, 2017).

Do vậy, nghiên cứu về “Các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ sinh lợi của các tổ chức tài chính vi mô tại Việt Nam” được lựa chọn để nghiên cứu, giúp giải quyết vấn đề cấp thiết của thực tiễn tại Việt Nam hiện nay.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết về mức độ sinh lợi của tổ chức tài chính vi mô

2.1.1. Lý thuyết hiệu quả

Theo lý thuyết hiệu quả, các công ty hiệu quả hơn thì sẽ kiếm được lợi nhuận cao hơn. Hai cách tiếp cận của lý thuyết hiệu quả là mô hình hiệu quả X và mô hình hiệu quả quy mô. Với mô hình hiệu quả X, các công ty hiệu quả kiếm được lợi nhuận cao do chi phí hoạt động thấp (Gudeta, 2013). Theo đó, lợi nhuận là một chức năng trực tiếp của chi phí đối với các tổ chức tài chính vi mô. Để một tổ chức tài chính vi mô được đánh giá là hiệu quả, tổ chức đó phải giảm thiểu chi phí và tối đa hóa doanh thu, luôn đánh giá liệu các chi phí đó có cần thiết hay không, và chính khả năng này giúp xác định các chi phí có liên quan dẫn đến tối đa hóa lợi nhuận cũng như tối thiểu hóa chi phí.

2.1.2. Lý thuyết danh mục đầu tư cân bằng

Theo Nzongang & Atemnkeng (2006), lý thuyết danh mục đầu tư cân bằng khẳng định rằng quy mô tài sản tối ưu là kết quả trực tiếp từ tỷ suất lợi nhuận hợp lý và rủi ro của từng khoản mục tài sản tạo nên danh mục đầu tư hợp lý. Để xây dựng được danh mục đầu tư lý tưởng, cần phải tính đến các đặc điểm rủi ro và lợi nhuận của từng tài sản, tối ưu hóa sự kết hợp rủi ro và lợi nhuận phù hợp với từng tổ chức nhằm giảm thiểu rủi ro và tối đa hóa lợi nhuận.

2.1.3. Lý thuyết dấu hiệu

Lý thuyết này tập trung vào hai vấn đề vốn và thu nhập của định chế tài chính, trong đó quy mô vốn theo giá trị thị trường là dấu hiệu quan trọng đối với các bên như nhà đầu tư và khách hàng. Mức vốn cao thể hiện giá trị tổ chức tài chính vi mô cao, và ngược lại vốn thấp cảnh báo tín hiệu về mức giá trị thấp của tổ chức. Heid & cộng sự (2004) cho rằng giá trị vốn chủ sở hữu cao hơn là tín hiệu tích cực đối với giá trị thị trường của tổ chức tài chính vi mô. Tỷ lệ vốn chủ sở hữu so với nợ cao, tổ chức tài chính vi mô có động lực để tăng

lợi nhuận cao, giảm khả năng tổ chức bị thanh lý để trả các nghĩa vụ nợ, tăng niềm tin của khách hàng và nhà đầu tư (Berger, 1995). Ngoài ra, tỷ lệ vốn chủ sở hữu cao ngụ ý sẽ phải trả nợ vay ít hơn, chủ động trong hoạt động kinh doanh và quản lý hơn, từ đó giúp tăng lợi nhuận.

2.1.4. Lý thuyết đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận

Lý thuyết rủi ro và lợi nhuận giải thích mối tương quan nghịch giữa vốn của định chế tài chính và lợi nhuận (Katuka, 2015). Lợi nhuận có xu hướng tăng khi tổ chức tài chính vi mô tăng rủi ro thông qua tăng đòn bẩy nợ (Nợ chia cho vốn chủ sở hữu). Theo Ommeren (2011), nếu các tổ chức tài chính vi mô kỳ vọng tăng lợi nhuận bằng cách chấp nhận nhiều rủi ro hơn, thông qua việc tăng đòn bẩy, tỷ lệ vốn chủ sở hữu trong tổng tài sản sẽ giảm.

2.2. Tổng quan nghiên cứu thực nghiệm

2.2.1. Các nghiên cứu điển hình về mức độ sinh lợi/bền vững của tổ chức tài chính vi mô

Trong tài chính vi mô, mức độ sinh lợi thường được thể hiện thông qua mức độ bền vững về hoạt động và tài chính, do các chủ sở hữu không muốn trực tiếp đề cập tới yếu tố lợi nhuận trong hoạt động. Do vậy, mức độ bền vững là một trong những thuật ngữ được thảo luận nhiều nhất liên quan đến các tổ chức tài chính vi mô, đây là yếu tố quyết định cho tương lai của các tổ chức. Mức độ bền vững thường được xem là rất cần thiết để tổ chức tài chính vi mô tiếp cận và mang lại lợi ích cho một số lượng lớn khách hàng nghèo. Có nhiều nghiên cứu đã xem xét các yếu tố quyết định về tính bền vững tài chính của các tổ chức tài chính vi mô, thường chia thành hai nhóm: các yếu tố thuộc về tổ chức tài chính vi mô và các yếu tố bên ngoài như môi trường vĩ mô, đặc trưng ngành, các điều kiện thành lập tổ chức tài chính vi mô (Crabb, 2008).

Cull & cộng sự (2007) đã sử dụng số liệu của 124 tổ chức tài chính vi mô trên 49 quốc gia để kiểm định mức độ bền vững tài chính (FSS) và mức độ tiếp cận của các tổ chức tài chính vi mô. Kết quả cho thấy tác động của các yếu tố thuộc về tổ chức tài chính vi mô đến hiệu suất chủ yếu phụ thuộc vào phương pháp cho vay của tổ chức đó. Mặc dù nghiên cứu đi tiên phong trong việc sử dụng dữ liệu xuyên quốc gia và cung cấp cơ sở mới cho tài liệu hiện có về hoạt động của các tổ chức tài chính vi mô, nhưng việc sử dụng mô hình hồi quy gộp của nghiên cứu đã bỏ qua các tác động cố định và có thể dẫn đến việc sai lệch bị bỏ qua.

Sử dụng số liệu của 217 tổ chức tài chính vi mô trên 101 quốc gia phân theo khu vực và loại các tổ chức tài chính vi mô các năm 1998-2006, Ayayi & Sene (2010) ước lượng mô hình hồi quy gộp với FSS đại diện cho sự tự bền vững về tài chính. Phát hiện chính cho thấy chất lượng của danh mục cho vay là yếu tố quyết định chính đến bền vững tài chính của tổ chức tài chính vi mô. Đồng thời, tuổi của các tổ chức tài chính vi mô và tỷ lệ phần trăm phụ nữ trong nhóm khách hàng không ảnh hưởng đáng kể đến tự bền vững tài chính của các tổ chức tài chính vi mô. Phát hiện tương tự với phát hiện trong nghiên cứu của Cull & cộng sự (2007).

Ahlin & cộng sự (2011) ước lượng mô hình hồi quy tổng hợp với biến phụ thuộc là tự bền vững hoạt động (OSS). Kết quả cho thấy bối cảnh kinh tế vĩ mô có tác động đến bền vững hoạt động của tổ chức tài chính vi mô. Trong khi đó, Cull & cộng sự (2007) kết luận rằng các tổ chức tài chính vi mô vẫn có thể mở rộng mức độ tiếp cận mà không ảnh hưởng đến sự bền vững về mặt tài chính. Tuy nhiên, cả hai nghiên cứu vẫn chưa khắc phục được những điểm yếu về phương pháp nghiên cứu.

2.2.2. Một số nghiên cứu điển hình nhân tố ảnh hưởng đến mức độ sinh lợi của tổ chức tài chính vi mô

Nghiên cứu ở cấp độ quốc gia

Gudeta (2013) đã thực hiện nghiên cứu về các yếu tố quyết định mức độ sinh lợi (được đo lường bằng tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản - ROA) trong ngành tài chính vi mô các năm 2003-2010 với 13 tổ chức tài chính vi mô tại Ethiopia. Trong đó, các biến độc lập đặc trưng của tổ chức tài chính vi mô bao gồm cấu trúc tài chính, chất lượng danh mục đầu tư, hiệu quả hoạt động, quy mô và độ tuổi, và biến độc lập bên ngoài là tỷ lệ tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội (GDP). Sử dụng phân tích hồi quy đa biến, nghiên cứu chỉ ra tuổi của tổ chức tài chính vi mô ảnh hưởng tích cực đến lợi nhuận. Phát hiện tương tự cũng được tìm thấy trong nghiên cứu của Mersland & Strom (2009), Cull & cộng sự (2011). Chất lượng danh mục đầu tư (PaR) và hiệu quả hoạt động có mối quan hệ tiêu cực với lợi nhuận như kỳ vọng. Một số biến như quy mô, vốn, an toàn vốn và GDP tác động không đáng kể và rõ ràng nghiên cứu ngụ ý rằng chỉ các yếu tố đặc thù của tổ chức tài chính vi mô ảnh hưởng đến lợi nhuận.

Tại Malaysia, Siti & cộng sự (2014) đã nghiên cứu về các nhân tố quyết định đến lợi nhuận của các tổ

chức tài chính vi mô Hồi giáo với phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS) năm 2006-2012. Biến số được đưa vào mô hình là ROA, hiệu quả chi phí, tỷ lệ vốn, giá nhiên liệu, tổng thu nhập quốc dân (GNI) bình quân đầu người và giảm phát GDP. Nghiên cứu cho thấy hiệu quả chi phí, tỷ lệ vốn, GNI bình quân đầu người và giảm phát GDP ảnh hưởng tích cực đến ROA. Giá nhiên liệu có ảnh hưởng tiêu cực đến ROA. Athanasoglou & cộng sự (2005) giải thích rằng ROA có thể là một chỉ số thiên vị do không nắm bắt được các hoạt động ngoại bảng cân đối và để giải quyết vấn đề này, nhà nghiên cứu nên kết hợp nhiều thang đo sinh lãi như lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu và/hoặc lãi ròng.

Katuka & Mavhunga (2016) đã nghiên cứu yếu tố quyết định đến mức độ sinh lợi của các tổ chức tài chính vi mô tại Zimbabwe với mô hình hồi quy bội. Trong đó, ROA và tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) là thang đo mức độ sinh lợi, các biến giải thích thuộc về tổ chức tài chính vi mô gồm tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu, tăng trưởng mạng lưới chi nhánh, tăng trưởng xóa nợ, tỷ lệ chi phí hiệu quả, chi phí trên mỗi người vay. Biên giải thích vĩ mô là mức độ tăng trưởng kinh tế vĩ mô và tính ổn định về chính trị. Các phát hiện chính là tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu, tăng trưởng mạng lưới chi nhánh và tăng trưởng xóa nợ không ảnh hưởng tới mức độ sinh lợi. Tuy vậy, tỷ lệ chi phí hiệu quả và chi phí cho mỗi người vay ảnh hưởng rất lớn. Tính không ổn định chính trị và mức độ tăng trưởng kinh tế có mức độ tác động nhất định.

Nghiên cứu ở cấp độ khu vực

Trong nghiên cứu của Muriu (2011), thông qua kỹ thuật GMM (Generalized method of moments) với bộ dữ liệu bảng không cân bằng của 210 tổ chức tài chính vi mô trên 32 quốc gia năm 1997-2008. Thang đo cho mức độ sinh lợi là cả ROA và ROE. Các nhân tố tác động được phân thành ba loại: Đặc điểm cụ thể của tổ chức tài chính vi mô (vốn, rủi ro tín dụng, quy mô, hiệu quả, tuổi và tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu); các yếu tố kinh tế vĩ mô (GNI bình quân đầu người, lạm phát), và sự phát triển thể chế (tự do không tham nhũng). Phát hiện lớn nhất là vốn, quy mô nền kinh tế và tự do không tham nhũng có mối quan hệ dương đáng kể, trong khi các yếu tố như rủi ro tín dụng và hiệu quả quan hệ âm với mức độ sinh lợi. Các yếu tố còn lại như tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, lạm phát, GNI bình quân đầu người và tuổi không tác động gì tới mức độ sinh lợi.

Abbar & Javaid (2016) tiến hành nghiên cứu ảnh hưởng của các nguồn tài chính khác nhau (tiền gửi, vốn chủ sở hữu và nợ) tới mức độ sinh lợi của các tổ chức tài chính vi mô với dữ liệu 70 quốc gia trên thế giới các năm 2004-2010. Trong đó, mức độ sinh lợi được đo lường bằng cả OSS, ROA và ROE. Các nhân tố độc lập được kiểm định gồm: tiền gửi trên tài sản, tiền gửi ròng và tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu. Nghiên cứu sử dụng mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên với bộ dữ liệu bảng điều khiển cắt ngang (không cân bằng). Kết quả chỉ ra rằng tiền gửi là nguồn tài chính rẻ nhất cho các tổ chức tài chính vi mô, các tổ chức tài chính vi mô với đòn bẩy cao có lợi nhuận cao. Mặt khác, các tổ chức tài chính vi mô với nhiều khách hàng nữ cũng có lợi nhuận cao hơn. Trong đó, nếu một tổ chức tài chính vi mô không sinh lãi, chất lượng của danh mục cho vay sẽ mất giá, điều này càng báo hiệu sự thiếu hiệu quả và năng suất thấp tại tổ chức.

Nghiên cứu tại Việt Nam

Tại Việt Nam, một số nghiên cứu cũng đã tìm hiểu về mức độ bền vững, mức độ tiếp cận. Nguyễn Kim Anh & Lê Thanh Tâm (2013) thực hiện một nghiên cứu hệ thống về OSS và mức độ tiếp cận của các tổ chức tài chính vi mô chính thức và bán chính thức tại Việt Nam. Tuy vậy, nghiên cứu này chưa đánh giá các nhân tố tác động tới OSS.

Nguyễn Quỳnh Phương (2017) nghiên cứu về sự bền vững của các tổ chức tài chính vi mô chính thức và bán chính thức ở Việt Nam các năm 2010-2015 và sử dụng ba chỉ tiêu phản ánh mức độ bền vững là ROA, ROE và OSS. Kết quả chỉ ra rằng các yếu tố ảnh hưởng đến sự bền vững của các tổ chức tài chính vi mô tại Việt Nam bao gồm độ sâu của tiếp cận và năng suất lao động của cán bộ tín dụng và hệ số vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản.

Đào Lan Phương & Lê Thanh Tâm (2017) nghiên cứu về các tổ chức tài chính vi mô trên hai góc khía cạnh là mức độ bền vững hoạt động và khả năng tiếp cận vốn vay. Kết quả nghiên cứu chỉ ra các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ bền vững hoạt động của các tổ chức tài chính vi mô tại Việt Nam cho thấy có 5 nhân tố ảnh hưởng đến mức độ bền vững hoạt động của tổ chức tài chính vi mô xếp theo mức độ ảnh hưởng thấp dần, gồm: (1) hình thức pháp lý của tổ chức tài chính vi mô, (2) phạm vi hoạt động của tổ chức tài chính vi mô, (3) cấu trúc vốn, (4) tổng danh mục cho vay và (5) tỷ lệ rủi ro của danh mục đầu tư ($PAR > 30$). Tuy vậy, các nghiên cứu tại Việt Nam hiện nay chủ yếu tập trung vào mức độ bền vững, mức độ tiếp cận, chưa

có nghiên cứu nào tập trung vào mức độ sinh lợi của các tổ chức tài chính vi mô.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Thu thập dữ liệu

Dữ liệu nghiên cứu được khai thác trên trang www.themix.org/mixmarket của tổ chức Chia sẻ Thông tin Tài chính Vi mô (Microfinance information exchange - MIX). Bên cạnh đó, tác giả cũng khai thác dữ liệu từ các báo cáo tài chính hàng năm được cung cấp bởi Nhóm công tác Tài chính Vi mô (VMFWG), báo cáo hoạt động của các tổ chức tài chính vi mô lên Ngân hàng Nhà nước. Tổng số quan sát là 286 quan sát trong thời gian 10 năm từ năm 2010 đến năm 2019.

3.2. Xây dựng giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Biến phụ thuộc

Các biến phụ thuộc được sử dụng trong các mô hình là các biến đo lường mức độ sinh lợi của các tổ chức tài chính vi mô. Chuẩn mực báo cáo tài chính vi mô (Microfinance financial reporting standards) khuyến nghị sử dụng ROA và ROE làm thước đo mức độ lợi nhuận.

Biến độc lập

Qua cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm, có thể thấy rằng có nhiều nhân tố ảnh hưởng đến mức độ sinh lợi của tổ chức tài chính vi mô bao gồm các nhân tố thuộc về đặc điểm các tổ chức này và các nhân tố thuộc về môi trường kinh tế vĩ mô. Kết hợp với đặc điểm của tổ chức tài chính vi mô Việt Nam, tác giả lựa chọn các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ sinh lợi của các tổ chức này bao gồm: cấu trúc vốn, mức độ rủi ro của danh mục đầu tư, hiệu quả hoạt động, mức độ tiếp cận, quy mô, tuổi, tăng trưởng GDP.

Giả thuyết nghiên cứu

Bảng 1 tổng hợp về các biến độc lập trong mô hình nghiên cứu với giả thuyết và cơ sở xây dựng giả thuyết nghiên cứu.

Mô hình nghiên cứu

Hai mô hình cốt lõi được sử dụng trong nghiên cứu như sau:

Bảng 1: Các nhân tố ảnh hưởng và giả thuyết nghiên cứu

Tên biến	Đo lường	Giả thuyết	Nguồn
DER	Nợ/Vốn chủ sở hữu	-	Mersland & Strom (2009), Muriu (2011), Dissanayake & Anuranga (2012), Abrar & Javaid (2016), Nguyễn Quỳnh Phương (2017), Đào Lan Phương & Lê Thanh Tâm (2017)
EAR	Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	+	Mersland & Strom (2009), Siti & cộng sự (2014), Abrar & Javaid (2016), Nguyễn Quỳnh Phương (2017), Đào Lan Phương & Lê Thanh Tâm (2017)
PAR-30	Nợ quá hạn trên 30 ngày/Tổng dư nợ cho vay	-	Muriu (2011), Gudeta (2013), Abrar & Javaid (2016)
EFF	Chi phí hoạt động/Tổng dư nợ cho vay	-	Mersland & Strom (2009), Cull & cộng sự (2011), Dissanayake & Anuranga (2012), Gudeta (2013), Abrar & Javaid (2016)
POW	Số người vay là phụ nữ/Số người vay	+	Ayayi & Sene (2010), Abrar & Javaid (2016), Nguyễn Quỳnh Phương (2017)
Age	Thời gian hoạt động của tổ chức tài chính vi mô	+	Cull & cộng sự (2007), Ahlin & cộng sự (2011), Muriu (2011), Đào Lan Phương & Lê Thanh Tâm (2017)
Size	Logarit của tổng tài sản	+	Cull & cộng sự (2007), Mersland & Strom (2009), Abrar & Javaid (2016), Đào Lan Phương & Lê Thanh Tâm (2017)
GDP	Tăng trưởng GDP	+	Mersland & Strom (2009), Ahlin & cộng sự (2011),

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

Bảng 2: Kết quả thống kê mô tả với các biến trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Số quan sát	Giá trị trung bình (%)	Độ lệch chuẩn (%)	Giá trị nhỏ nhất (%)	Giá trị lớn nhất (%)
<i>Các biến phụ thuộc</i>					
ROA	286	4,6	5,2	-12	25
ROE	286	22,1	10,1	-23	35,5
<i>Các biến độc lập</i>					
DER	286	31,14	8,87	2	54
EAR	286	25,94	9,6	3,9	46,2
PAR-30	286	0,25	0,21	0	2,3
EFF	286	12,5	6,8	2,9	64
POW	286	91,7	9,77	65	100
AGE	286	9,5	6,3	1	29
SIZE	286	10,4	0,75	7,05	12,7
GDP	286	6,25	0,66	5,2	7,5

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu của nhóm tác giả.

Mô hình 1: $ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DER_{1it} + \beta_2 EAR_{it} + \beta_4 PAR_{it} + \beta_5 EFF_{it} + \beta_6 CPB_{it} + \beta_7 POW_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} GDP_{it} + u_{it}$

Mô hình 2: $ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DER_{1it} + \beta_2 EAR_{it} + \beta_4 PAR_{it} + \beta_5 EFF_{it} + \beta_6 CPB_{it} + \beta_7 POW_{it} + \beta_8 AGE_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} GDP_{it} + u_{it}$

Trong đó: $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ là hệ số tương quan của các biến độc lập $X_{1it}, X_{2it}, \dots, X_{kit}$ tới mức độ sinh lợi của các tổ chức tài chính vi mô thứ i trong năm t.

u_{it} là sai số ngẫu nhiên.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Mô tả dữ liệu trong mô hình nghiên cứu

Với 286 quan sát, kết quả phân tích thống kê sơ bộ đối với các biến (Bảng 2).

Kết quả cho thấy các biến có dữ liệu phân bố đa dạng, phản ánh đúng đặc trưng của thị trường tài chính vi mô Việt Nam.

4.2. Ước lượng mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến ROA

Lựa chọn phương pháp ước lượng cho mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến ROA

Sử dụng kiểm định Breusch-Pagan Lagrange để lựa chọn phương pháp ước lượng mô hình là p-OLS hay REM. Kết quả cho giá trị p-value = 0,0000 (< 0,05) cho thấy phương pháp thích hợp để ước lượng không là phương pháp p-OLS.

Sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn giữa REM và FEM. Kết quả cho giá trị p-value = 0,0396 (<

Bảng 3: Kết quả hồi quy mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến ROA

Tên biến	Hệ số	P-value
DER	-0,0045926	0,006
EAR	0,0041043	0,000
PAR30	-0,00052952	0,062
EFF	-0,9171681	0,000
AGE	0,0123391	0,068
SIZE	0,0130749	0,652
POW	-0,2039592	0,332
GDP	,0092095	0,031
R2		0,5507
Số quan sát		286

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả trên phần mềm Stata.

Bảng 4: Kết quả hồi quy mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến ROE

Tên biến	Hệ số	P-value
DER	-,007491	0,039
EAR	,0079531	0,000
PAR30	-,0224689	0,053
EFF	-1,613249	0,000
AGE	-,0455369	0,764
SIZE	,0006789	0,835
POW	,0415212	0,141
GDP	-,0117242	0,527
R2		0,4629
Số quan sát		286

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả trên phần mềm Stata.

0,05). Như vậy, có thể kết luận là ước lượng bằng FEM sẽ có kết quả đáng tin cậy hơn.

Kiểm tra khuyết tật của mô hình

Sử dụng kiểm định Wooldridge để phát hiện hiện tượng tự tương quan. Kết quả kiểm định cho kết quả p-value = 0,15 ($> 0,05$) cho thấy mô hình không có hiện tượng tự tương quan.

Sử dụng kiểm định Modified Wald để phát hiện hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Kết quả kiểm định cho kết quả p-value = 0,0000 ($< 0,05$) cho thấy phương trình có hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi của mô hình, nghiên cứu sử dụng kỹ thuật robust. Kết quả kiểm định mô hình sau khi sửa lỗi cho kết quả như Bảng 2.

Thống kê F có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (Prob > F = 0,000) cho thấy mô hình phù hợp phản ánh mối quan hệ giữa ROA và các biến độc lập. Với R2 = 0,5507 các nhân tố độc lập trong mô hình đã giải thích được 55,07% sự thay đổi của biến phụ thuộc ROA.

Dựa vào Bảng 3, kết quả ước lượng mô hình cho thấy hệ số hồi quy của biến DER, EAR, EFF có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, GDP có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, PAR30, AGE có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Như vậy, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, tỷ lệ vốn chủ sở hữu trong tổng tài sản, hiệu quả hoạt động, tỷ lệ rủi ro của danh mục đầu tư, tuổi của tổ chức tài chính vi mô và tốc độ tăng trưởng GDP có ảnh hưởng đến mức độ sinh lợi ROA.

4.3. Ước lượng mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến ROE

Lựa chọn phương pháp ước lượng cho mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến ROE

Sử dụng kiểm định Breusch-Pagan Lagrange cho kết quả giá trị p-value = 1,0000 ($> 0,05$). Do đó, phương pháp p-OLS được lựa chọn để ước lượng mô hình các nhân tố ảnh hưởng đến ROE.

Kiểm tra khuyết tật của mô hình

Sử dụng kiểm định Wooldridge để phát hiện hiện tượng tự tương quan. Kết quả kiểm định cho kết quả p-value = 0,4364 ($> 0,05$) cho thấy mô hình không có hiện tượng tự tương quan. Kết quả kiểm định mô hình cho kết quả như Bảng 4.

Thống kê F có ý nghĩa thống kê ở mức 1% (Prob > F = 0,000) cho thấy mô hình phù hợp phản ánh mối quan hệ giữa ROA và các biến độc lập. Với R2 = 0,4629 các nhân tố độc lập trong mô hình đã giải thích được 46,29% sự thay đổi của biến phụ thuộc ROE.

Kết quả ước lượng mô hình tại Bảng 4 cho thấy hệ số hồi quy của biến EAR, EFF có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, DER có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, hệ số hồi quy của biến PAR30 có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Như vậy tỷ lệ vốn chủ sở hữu trong tổng tài sản, hiệu quả hoạt động, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, tỷ lệ rủi ro của danh mục đầu tư, có ảnh hưởng đến mức độ sinh lợi ROE.

5. Một số khuyến nghị và kết luận

Kết quả nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ sinh lợi của các tổ chức tài chính vi mô tại Việt Nam giai đoạn 2010-2019 cho thấy có 3 nhân tố chính ảnh hưởng đến mức độ sinh lợi của tổ chức tài chính vi mô bao gồm: (1) cấu trúc vốn (tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu và vốn chủ sở hữu trong tổng tài sản), (2) tỷ

Bảng 5: So sánh giữa giả thuyết nghiên cứu và kết quả nghiên cứu

Tên biến	Đo lường	Giả thuyết	Thực tế	Kết luận
DER	Nợ/Vốn chủ sở hữu	-	-	Chấp nhận
EAR	Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	+	+	Chấp nhận
PAR-30	Nợ quá hạn trên 30 ngày/Tổng dư nợ cho vay	-	-	Chấp nhận
EFF	Chi phí hoạt động/Tổng dư nợ cho vay	-	-	Chấp nhận
POW	Số người vay là phụ nữ/Số người vay	+	-/+	Cần nghiên cứu thêm
Age	Thời gian hoạt động của tổ chức tài chính vi mô	+	+/-	Cần nghiên cứu thêm
Size	Logarit của tổng tài sản	+	+	Chấp nhận
GDP	Tăng trưởng GDP	+	+/-	Cần nghiên cứu thêm

Nguồn: Các tác giả tổng hợp và phân tích.

lệ chi phí hoạt động, và (3) tỷ lệ rủi ro của danh mục đầu tư ($PAR > 30$).

Cụ thể, tỷ lệ vốn chủ sở hữu trong tổng tài sản có mối tương quan thuận chiều đối với mức độ sinh lợi cho thấy vốn chủ sở hữu đóng vai trò quan trọng đối với mức độ sinh lợi cũng như bền vững của tổ chức tài chính vi mô. Khi tổ chức tài chính vi mô có vốn chủ sở hữu lớn đồng nghĩa với việc có thể giảm chi phí hoạt động do chi phí sử dụng vốn thường sẽ thấp hơn so với đi vay. Kết quả nghiên cứu tương tự với các nghiên cứu trước đây của Siti & cộng sự (2014), Abrar & Javaid (2016), Nguyễn Quỳnh Phương (2017), Đào Lan Phương & Lê Thanh Tâm (2017).

Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu là một thước đo phổ biến được sử dụng để đánh giá đòn bẩy của một doanh nghiệp, hay nói cách khác là mức độ mà doanh nghiệp dựa vào nợ như một nguồn tài chính. Kết quả nghiên cứu cho thấy hệ số âm và có ý nghĩa thống kê. Điều này ngụ ý rằng trong giai đoạn nghiên cứu (2010-2019), sự gia tăng nợ trên vốn chủ sở hữu sẽ làm giảm mức độ sinh lợi của tổ chức tài chính vi mô do tăng chi phí trả nợ với nợ ở đây bao gồm các khoản tiền gửi, tiền vay và các khoản phải trả khác. Kết quả phù hợp với các nghiên cứu của Nguyễn Quỳnh Phương (2017), Dissanayake & Anuranga (2012).

Tỷ lệ rủi ro của danh mục đầu tư có ảnh hưởng ngược chiều với sinh lợi của tổ chức tài chính vi mô. Khi rủi ro tăng lên, tổ chức tài chính vi mô vừa không thu được lãi từ khách hàng, vừa phải chi thêm chi phí dự phòng rủi ro tín dụng. Thu giảm, chi tăng, dẫn tới lợi nhuận giảm sút. Kết quả tương tự cũng được tìm thấy trong các nghiên cứu của Abrar & Javaid (2016), Gudeta (2013), Ashebir (2017).

Tỷ lệ chi phí hoạt động/tổng dư nợ cho vay thể hiện hiệu quả hoạt động của tổ chức, có mối tương quan âm với mức độ sinh lợi của tổ chức tài chính vi mô. Khi tổ chức tài chính vi mô quản lý kém, cho chi phí hoạt động cao hay nói cách khác là hiệu quả hoạt động kém sẽ làm giảm mức độ sinh lợi. Kết quả này ủng hộ mô hình hiệu quả X, và cũng được tìm thấy tương tự trong các nghiên cứu trước đây của Cull & cộng sự (2011), Dissanayake & Anuranga (2012), Abrar & Javaid (2016), Gudeta (2013).

Ba biến còn gây tranh luận, do khác nhau với hai biến ROA và ROE là: (i) thời gian hoạt động của tổ chức, (ii) số người vay là phụ nữ, và (iii) tăng trưởng GDP. Điều này cũng đúng với thực tế ở Việt Nam là các tổ chức tài chính vi mô đa dạng, quy mô và mức độ trưởng thành khác nhau, hầu hết các tổ chức có người vay là phụ nữ nhưng một số tổ chức có thêm nam giới và hoạt động cũng rất hiệu quả. Đây là điểm cần nghiên cứu thêm trong các nghiên cứu tiếp theo.

Dựa trên kết quả nghiên cứu, bài báo có đề xuất một số giải pháp liên quan đến mức độ sinh lợi của các tổ chức tài chính vi mô Việt Nam như sau:

Thứ nhất, các tổ chức tài chính vi mô nên xem xét việc tăng vốn chủ sở hữu của mình bằng các phương án khác nhau bởi việc tăng vốn chủ sở hữu đồng nghĩa với việc có thể giảm chi phí hoạt động do chi phí sử dụng vốn thường sẽ thấp hơn so với đi vay.

Thứ hai, các tổ chức tài chính vi mô cần quản lý rủi ro chặt chẽ, áp dụng hệ thống quản lý tài chính theo quy định hiện hành và theo thông lệ quốc tế, gồm quản lý thanh khoản, quản lý tín dụng, quản lý chất lượng

nợ, quản lý tài chính, quản lý hệ số an toàn vốn...nhằm giảm tỷ lệ rủi ro của danh mục đầu tư, đảm bảo các tổ chức tài chính vi mô có thể hoạt động an toàn và bền vững hơn.

Thứ ba, các tổ chức tài chính vi mô cần hết sức chú trọng đến chính sách quản lý chi phí hiệu quả hay giảm chi phí hoạt động và quản lý rủi ro tín dụng bằng cách sử dụng các công nghệ khác nhau để tối thiểu hóa chi phí như áp dụng cloud trong quản lý dữ liệu khách hàng, liên lạc với khách hàng thường xuyên liên tục thông qua các phương tiện và app kết nối miễn phí như zalo, facebook, viber, chăm sóc khách hàng thường xuyên để khách hàng gắn bó với tổ chức.

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Ma trận tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình

	DER	EAR	PAR30	EFF	AGE	SIZE	POW	GDP
DER	1,0000							
EAR	-0,0283	1,0000						
PAR30	-0,0553	0,1471	1,0000					
EFF	-0,0387	0,4909	0,0586	1,0000				
AGE	0,0979	-0,0943	-0,0367	-0,1160	1,0000			
SIZE	0,2430	-0,3065	-0,1035	-0,1691	0,5585	1,0000		
POW	0,0250	-0,0644	-0,0578	-0,1183	-0,3545	-0,3436	1,0000	
GDP	0,0784	-0,0840	-0,0256	-0,0762	0,0796	0,0930	-0,0867	1,0000

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Tài liệu tham khảo:

- Abrar, A. & Javaid, A. (2016), 'The impact of capital structure on the profitability of microfinance institutions', *South Asian Journal of Management Sciences*, 10(1), 21-37.
- Ahlin, C., Lin, J. & Maio, M. (2011), 'Where does microfinance flourish? Microfinance institution performance in macroeconomic context', *Journal of Development Economics*, 95(2), 105-120.
- Armendáriz, B. & Morduch, J. (2005), *The Economics of Microfinance*, 2nd edition, The MIT Press, Massachusetts.
- Ashebir, A. (2017), 'Determinants of profitability study on the selected microfinance in Ethiopia', Thesis masters of business administration, ST. Mary's University.
- Athanasoglou, P., Brissimis, S. & Delis, M. (2005). 'Bank-specific, industry-specific and macroeconomic determinants of bank profitability', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 18, 121-136.
- Ayayi, A. & Sene, M. (2010), 'What drives microfinance institutions financial sustainability', *The Journal of Developing Areas*, 44(01), 303-324.
- Berger, A. (1995), 'The relationship between capital and earnings in banking', *Journal of Money, Credit and Banking*, 27(2), 432-456.
- Charitonenko, S., Champion, A. & Fernando, A. (2004), *Commercialization of microfinance, perspectives from South and Southeast Asia*, Asian Development Bank, Philippines.
- Cull, R., Demirgüç-Kunt, A. & Morduch, J. (2007), 'Financial performance and outreach: A global analysis of leading microbanks', *Economic Journal*, 117, 107-133.
- Cull, R., Demirgüç-Kunt, A. & Morduch, J. (2011), 'Does regulatory supervision curtail microfinance profitability and outreach?', *World Development*, 39(6), 949-965.
- Crabb, P. (2008), 'Economic freedom and the success of microfinance institutions', *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 13(2), 205-219.
- Dissanayake, D. & Anuranga, B. (2012), *The determinants of Return on assets: Evidences from microfinance institutions in Sri Lanka*, retrieved on May 15th 2020, from <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1990281>>.
- Đào Lan Phương & Lê Thanh Tâm (2017), 'Các nhân tố ảnh hưởng đến sự tự bền vững về hoạt động của các tổ chức tài chính vi mô tại Việt Nam', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 243(2), 69-78.
- European Banking Sector. Master's Thesis Department of Accounting & Finance, Erasmus University, Rotterdam

-
- European Banking Sector. Master's Thesis Department of Accounting & Finance, Erasmus University, Rotterdam.
- Ledgerwood, J., Earne, J. & Nelson, C. (2013), *The New Microfinance Handbook: A Financial Market System Perspective*, Washington DC. World Bank.
- Ghosh, S. & Tassel, V. (2011), 'Microfinance and competition for external funding', *Economics Letters*, 112(2), 168-170.
- Gitman, L. (2007), *Principles of managerial finance*, 12th edition, retrieved on May 15th 2020, from <<http://www.xn--klker-kva.hu/wp-content/uploads/2013/03/30459588-Principles-of-Managerial-Finance-by-Gitman.pdf>>.
- Gudeta, S. (2013), 'Determinants of profitability: An empirical study on Ethiopian microfinance institutions', Thesis of Degree of Masters of Science, The Department of Accounting and Finance, Addis Ababa University.
- Heid, F., Porath, D. & Stolz, S. (2004), 'Does capital regulation matter for bank behavior? Evidence for German savings banks', *Discussion Paper Series 2 No 2004-03: Banking and Financial Studies*, Deutsche Bundesbank.
- Katuka, B. (2015), 'What determines banks' profitability in Zimbabwean dollarized economy? Panel Evidence (2009-2013)', *International Journal of Novel Research in Marketing Management and Economics*, 2(2), 75-89.
- Katuka, B. & Mavhunga, R. (2016), 'Profitability determinants in microfinance industry: Case of Zimbabwe (2010-2014)', *Journal of Global Economy*, 12(4), 219-241.
- Ledgerwood, J. (2013), *The New Microfinance Handbook, A Financial Market System Perspective*, The World Bank, Washington, D.C.
- Mersland, R. & Strom, O. (2009), 'Performance and governance in microfinance institutions', *Journal of Banking and Finance*, 33(4), 662-669.
- Muriu, P. (2011), 'Microfinance profitability', Theses of the degree of Doctor of Philosophy, Finance department, Birmingham Business School, University of Birmingham.
- Nguyễn Kim Anh & Lê Thanh Tâm (2013), *Mức độ bền vững của các tổ chức tài chính vi mô tại Việt Nam: thực trạng và một số khuyến nghị*, Nhà xuất bản Giao thông vận tải, Hà Nội.
- Nguyễn Quỳnh Phương (2017), 'Phát triển hoạt động của các tổ chức tài chính vi mô tại Việt Nam', Luận án tiến sĩ kinh tế, Trường đại học thương mại.
- Nzongang, T. & Atemkeng, J. (2006), *Market structure and profitability performance in the banking industry of CFA countries: the case of commercial banks in Cameroon*, retrieved on May 15th 2020, from <<https://www.semanticscholar.org/paper/Market-Structure-and-Profitability-Performance-in-Atemkeng-Nzongang/341ea94df47291780ee90ce9bcb759dc951490ee>>.
- Ommeren, S.V. (2011), 'An example of the determinant of bank's profitability in the European banking sector', Master's thesis, Erasmus School of Economics, The University of Rotterdam, Rotterdam.
- Ommeren, V. (2011). Banks' Profitability: An Examination of the Determinants of Banks' Profitability in the
- Ommeren, V. (2011). Banks' Profitability: An Examination of the Determinants of Banks' Profitability in the
- Siti, N.I., Nurul, I.K. & Shahreena, D. (2014), *Assessing the Determinants of Profitability Performance on Islamic Microfinance in Malaysia*, retrieved on May 15th 2020, from <https://www.researchgate.net/publication/267263292_Assessing_the_Determinants_of_Profitability_Performance_on_Islamic_Microfinance_in_Malaysia/link/5448d72b0cf22b3c14e334ea/download>.