

CẤU TRÚC VỐN VÀ ĐỘ TỰ VỮNG CỦA CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH VI MÔ VIỆT NAM

Nguyễn Bích Ngọc

Học viện Ngân hàng

Email: ngocnb@hvn.edu.vn

Nguyễn Thị Vân

Học viện Ngân hàng

Email: vannguyen@hvn.edu.vn

Nguyễn Diệu Hương

Học viện Ngân hàng

Email: huongnd@hvn.edu.vn

Đặng Thu Thủy

Học viện Ngân hàng

Email: thuydt@hvn.edu.vn

Ngày nhận: 20/5/2018

Ngày nhận bản sửa: 25/9/2018

Ngày duyệt đăng: 05/11/2018

Tóm tắt:

Nghiên cứu phân tích mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và độ tự vững của các tổ chức tài chính vi mô Việt Nam trong giai đoạn 2011 – 2016. Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu này được thu thập thông qua danh bạ các tổ chức tài chính vi mô Việt Nam và trang thông tin MIX market. Sử dụng phương pháp hồi quy với dữ liệu bảng (Pooled OLS, REM và FEM), kết quả mô hình chỉ ra rằng tỉ lệ tiền gửi trên tổng tài sản có mối quan hệ tích cực lên độ tự vững của các tổ chức tài chính vi mô Việt Nam. Do đó, giải pháp nhằm giúp các tổ chức tài chính vi mô thu hút thêm được nhiều lượng tiền gửi trong tương lai được nhóm nghiên cứu chú tâm phân tích.

Từ khóa: Tài chính vi mô; Tổ chức tài chính vi mô; Sự tự vững; Cấu trúc vốn.

Mã JEL: D02, D04, D22, D23, D24.

Capital Structure and Sustainability of MFIs in Vietnam

Abstract:

Research focuses on the relationship between capital structure and sustainability of MFIs in Vietnam in the period 2011 - 2016. The data collected through information list of Vietnamese MFIs and the information in the MIX market - one of credible website that is used by many scholars in the world. Using the ordinary least square, the results show that the rate of deposits to total assets has positive impact on the sustainability of MFIs in Vietnam. Thus, the authors concentrate on the solutions which aim at increasing the amount of deposits in the future.

Keywords: Microfinance; institution of microfinance; sustainability; capital structure.

JEL code: D02, D04, D22, D23, D24.

1. Giới thiệu

Tài chính vi mô (TCVM) có nguồn gốc từ những năm 1970 tại Bangladesh với người sáng lập là ông Muhammad Yunus. Ông đã khởi xướng một chương trình tín dụng vi mô với mục tiêu hướng đến việc giúp đỡ cho những người nghèo nhất của xã hội. Với mô hình ban đầu chỉ là các khoản cho vay nhỏ đối với người có thu nhập thấp, mô hình tổ chức tài chính vi mô (TCTCVM) sau đó đã ngày càng phát triển và đóng vai trò vô cùng quan trọng trong việc phát triển kinh tế xã hội và giúp người dân thoát nghèo (Ledgerwood, 1999; Morduch & Haley, 2002; Khandker, 2003).

Tuy nhiên, những con số thống kê cũng phản ánh vẫn còn nhiều khách hàng nghèo chưa được tiếp cận với dịch vụ tài chính và cần được giải quyết trong tương lai. Do đó, câu hỏi về làm sao để tổ chức tài chính vi mô có thể phục vụ được ngày càng nhiều hơn nữa khách hàng nghèo trong tương lai vẫn luôn là một trăn trở của nhiều nhà nghiên cứu. Trong đó, việc đạt đến sự tự vững - khả năng của tổ chức tài chính vi mô để trang trải tất cả các chi phí thông qua lợi nhuận thu được bằng cách cung cấp dịch vụ tài chính cho khách hàng mà không nhận được sự hỗ trợ của các nhà tài trợ (Kimando, Kihoro & Njogu, 2012) là yếu tố được các nhà kinh tế học nhắc đến nhiều nhất như một giải pháp dài hạn cho tổ chức tài chính vi mô (Daher & Le Saout, 2013; Quayes, 2015) bởi chỉ khi tổ chức tài chính vi mô tự vững thì họ mới có thể giúp khách hàng của họ tự vững.

Nghiên cứu về sự tự vững của các tổ chức tài chính vi mô, nhiều nhà nghiên cứu như Bogan & cộng sự (2007), Kinde (2012), Ngo, T.V. (2012) và Tehulu (2013) đều nhận ra rằng cấu trúc vốn là một trong các yếu tố có ảnh hưởng quan trọng lên độ tự vững của tổ chức tài chính vi mô. Tuy nhiên, các nghiên cứu trước đây chưa đưa ra được giải pháp cụ thể để thay đổi cấu trúc vốn theo hướng phù hợp nhằm nâng cao sự tự vững của các tổ chức tài chính vi mô; và đặc biệt, chưa có nghiên cứu nào về tác động của cấu trúc vốn tới sự tự vững của tổ chức tài chính vi mô tại Việt Nam – nơi mà Chính phủ đang ngày càng quan tâm tới sự an toàn trong hoạt động, bền vững trong phát triển của các tổ chức tài chính vi mô. Xuất phát từ thực tế đó, nhóm tác giả đã thực hiện nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và độ tự vững của tổ chức tài chính vi mô tại Việt Nam trong giai đoạn 2011 – 2016.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Lý thuyết về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và độ tự vững của tổ chức tài chính vi mô

Một trong những lý thuyết nổi bật về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và độ tự vững của các tổ chức tài chính vi mô là lý thuyết về vòng đời của tổ chức tài chính vi mô với nội dung nhấn mạnh vào sự thay đổi trong cấu trúc vốn tương ứng với khả năng đạt được độ tự vững ở từng giai đoạn phát triển của tổ chức.

Cụ thể, các tổ chức tài chính vi mô sẽ phát triển qua bốn giai đoạn: khởi nghiệp, tự vững hoạt động, tự vững tài chính và thu lợi nhuận từ thương mại.

Ở giai đoạn 1, nguồn tài trợ chính của các tổ chức tài chính vi mô là từ trợ cấp, các khoản vay mềm và tiết kiệm bắt buộc (Calvin, 2001) bởi tổ chức tài chính vi mô chưa có danh tiếng nên chưa tạo được lòng tin để có thể tiếp cận các nguồn tài trợ khác cũng như với năng lực tài chính hạn chế, tổ chức tài chính vi mô cũng chưa có khả năng chi trả các nguồn tài trợ khác có chi phí cao hơn. Tuy nhiên, sự tài trợ từ các quỹ công có thể làm cho tổ chức tài chính vi mô có ít động lực hơn trong việc giám sát thu hồi nợ (Ngo, T.V., 2012), trong khi nguồn tài chính tư nhân có thể giúp các tổ chức tài chính vi mô thành công hơn trong việc đạt được các mục tiêu xã hội (Westley, 2006). Do đó, theo thời gian, các tổ chức tài chính vi mô có xu hướng thay đổi nguồn vốn của mình từ các tổ chức phi lợi nhuận sang các doanh nghiệp thương mại khi tổ chức tài chính vi mô phát triển lên các giai đoạn tiếp theo (Hoque & cộng sự, 2011).

Khi các tổ chức này phát triển đến giai đoạn 2 và giai đoạn 3, giai đoạn mà các tổ chức này dần trưởng thành về hoạt động thì các tổ chức tài chính vi mô sẽ đủ điều kiện để đáp ứng được các yêu cầu của các khoản vay từ các tổ chức tín dụng. Ngoài ra, đạt được sự tự vững về tài chính cũng sẽ giúp các tổ chức tài chính vi mô tăng khả năng tự huy động vốn.

Ở giai đoạn 4, các NGO và các tổ chức tài chính vi mô chính thức đạt được lợi nhuận sau thuế một cách ổn định, lợi nhuận giữ lại gia tăng và làm tăng nguồn vốn chủ sở hữu. Giai đoạn này, các tổ chức chính thức sẽ tập trung huy động các khoản tiết kiệm tự nguyện, các khoản vay liên ngân hàng, phát hành trái phiếu, cổ phiếu. Các yếu tố này sẽ đảm bảo doanh thu và sự phát triển bền vững của tổ chức tài chính vi mô.

Bảng 1: Sự phát triển về các nguồn tài trợ của các tổ chức tài chính vi mô

	Giai đoạn 1: Khởi nghiệp	Giai đoạn 2: tự vững hoạt động	Giai đoạn 3: tự vững tài chính		Giai đoạn 4: Thu lợi nhuận thương mại	
	NGO	NGO	NGO	TCTCVM chính thức	NGO	TCTCVM chính thức
Trợ cấp và các khoản vay mềm	x	x	x	x	x	x
Tiết kiệm bắt buộc	x	x	x		x	
Tiết kiệm tự nguyện				x		x
Vốn tư nhân						
Vốn nợ						
Vay thương mại		x	x	x	x	x
Quỹ bảo đảm		x	x	x	x	x
Phát hành TP			x	x	x	x
Phát hành CP			x	x	x	x
Vay liên NH				x		x
Vốn chủ sở hữu						
Vốn góp			x	x	x	x
LNGLP			x	x	x	x
Vốn trách nhiệm xã hội hoá				x	x	
Vốn thương mại					x	x

Nguồn: (Calvin, 2001)

2.2. Các nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và độ tự vững của tổ chức tài chính vi mô

2.2.1. Nghiên cứu quốc tế

Tehulu (2013) nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến tính bền vững tài chính của các tổ chức tài chính vi mô ở Đông Phi. Với dữ liệu bảng thu thập được từ 23 tổ chức tài chính vi mô trong 6 năm từ 2004 đến 2009, kết quả thu được từ việc sử dụng các mô hình hồi quy cho thấy mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và tính bền vững tài chính của các tổ chức tài chính vi mô là tiêu cực và đáng kể ở mức 5%. Theo Tehulu, lý do chính cho sự tương quan nghịch giữa cấu trúc vốn và tính bền vững của các tổ chức tài chính vi mô là nhiều tổ chức tài chính vi mô đang hoạt động ở các nước đang phát triển thu hút các nhà đầu tư bằng cách cho vay các nhà đầu tư này chứ không phải trả cổ tức cho chủ sở hữu. Do đó, vốn chủ sở hữu trở thành nguồn tài chính rẻ hơn so với các khoản nợ.

Điều thú vị là cũng thực hiện nghiên cứu về tính bền vững của tổ chức tài chính vi mô ở các nước Đông Phi nhưng ở quy mô tương đối nhỏ hơn so với nghiên cứu của Tehulu (2013), Nyamsogoro (2010) và Kinde (2012) đều chỉ ra rằng sự khác biệt trong chi phí tài chính của vốn chủ sở hữu và nợ là nguyên nhân chính cho sự tương quan nghịch giữa cấu trúc

vốn và sự bền vững của tổ chức tài chính vi mô. Ngoài ra, trong nghiên cứu của Bogan & cộng sự (2007) và Ngo, T.V. (2012), cả hai nghiên cứu đều nhận định các chi phí liên quan đến việc sử dụng các khoản nợ như chi phí giao dịch và lãi trả cho chủ nợ là lý do chính đặt gánh nặng tài chính lên tổ chức tài chính vi mô, giảm thu nhập ròng và hạ thấp cơ hội của tổ chức tài chính vi mô bền vững.

Ngược lại, mối quan hệ tích cực giữa đòn bẩy và tính bền vững của tổ chức tài chính vi mô đã được kết luận trong nghiên cứu của Kyereboah-Coleman (2007). Theo Kyereboah-Coleman (2007), đòn bẩy cao hơn sẽ giúp tổ chức tài chính vi mô đạt được mức độ tiếp cận rộng hơn hoặc phục vụ nhiều khách hàng hơn, thu nhập và lợi nhuận cao hơn.

Một nghiên cứu khác cũng ủng hộ mối quan hệ tích cực giữa cấu trúc vốn và sự bền vững của tổ chức tài chính vi mô là nghiên cứu của Iezza (2010). Iezza (2010) đã kiểm tra các yếu tố ảnh hưởng đến tính bền vững tài chính của 687 tổ chức tài chính vi mô ở 63 quốc gia trên thế giới trong năm 2008. Kết quả thu được từ mô hình hồi quy cho thấy cấu trúc vốn giữ vai trò quan trọng trong việc cải thiện tính bền vững của tổ chức tài chính vi mô.

Nghiên cứu của Mwang & cộng sự (2015) đã đưa

Bảng 2: Thống kê mô tả

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
OSS (%)	116	1,3000	290,0800	128,937	39,894
EA (%)	116	,0000	99,0702	39,897	24,317
DP (%)	116	,0000	80,0000	28,790	22,999
BA (%)	114	,0000	91,3648	25,446	21,231
OA (%)	116	0,0900	57,7748	3,303	10,680
GLP (\$)	112	113174,0000	121553345,0700	7399225,281	19926855,497
OER (%)	115	3,0000	33,2700	13,394	4,755
CPB (\$)	111	4,6300	75,9100	28,646	15,456
BPLO (people)	113	151	1390	458,01	306,949
PAR30 (%)	112	,0000	7,1700	,428	1,071
FB (%)	112	65,0000	100,0000	93,104	8,498
Valid N (listwise)	111				
AGE					
	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent	
Valid	1	55	47,0	49,1	49,1
	2	32	27,4	28,6	77,7
	3	25	21,3	22,3	100
	Total	112	95,7	100,0	
Missing System		5	4,3		
Total		117	100,0		

Nguồn: Trích xuất từ phần mềm SPSS

ra các đánh giá về mối quan hệ giữa cơ cấu nguồn vốn và tính bền vững của tổ chức tài chính vi mô tại Kenya. Nghiên cứu này tập trung vào phân tích tác động của tỷ lệ tiền gửi trên tổng tài sản lên tính bền vững của tổ chức tài chính vi mô. Các tác giả đã đưa ra kết luận rằng, tỷ lệ tiền gửi trên tổng tài sản càng lớn sẽ đảm bảo cải thiện tính bền vững của tổ chức tài chính vi mô.

Theo Helms (2006), tiền gửi cũng được xem như một nguồn vốn giá rẻ, và được coi như một nguồn tài trợ giúp để giảm chi phí hoạt động trong quá trình tăng lợi nhuận cũng như có tác động tích cực đối với tính bền vững của tổ chức tài chính vi mô. Nghiên cứu của Muriu (2011) cũng chỉ ra mối quan hệ tích cực đáng kể giữa tỷ lệ tiền gửi trên tài sản và độ tự vững của tổ chức tài chính vi mô. Phát hiện của ông phù hợp với Cull & cộng sự (2011), rằng tổ chức tài chính vi mô nên mở rộng dịch vụ để thu hút nhiều tiền gửi hơn.

2.2.2. Nghiên cứu trong nước

Trong những năm gần đây cũng đã có rất nhiều những nghiên cứu về tài chính vi mô được thực hiện trong nước. Tuy nhiên, các nghiên cứu về mức độ tự vững của tổ chức tài chính vi mô thì chưa nhiều.

Trong đó, có thể kể ra một số nghiên cứu tiêu biểu có liên quan tới nghiên cứu này.

Với nghiên cứu “Tài chính vi mô Việt Nam: thực trạng và khuyến nghị chính sách”, Nguyễn Kim Anh & cộng sự (2014) đã tiến hành đánh giá tổng quan quá trình hình thành và phát triển hoạt động tài chính vi mô tại Việt Nam trong 3 thập kỉ qua, và đề xuất một số giải pháp, kiến nghị cụ thể thiết thực với hy vọng tạo được sự phát triển an toàn, bền vững trong tương lai đối với tổ chức tài chính vi mô.

Trong luận án Tiến sĩ “Tiếp cận tài chính vi mô tại Trung Quốc, Bangladesh và Phillipines – Bài học kinh nghiệm cho Việt Nam”, Đặng Thu Thủy (2017) đã đưa ra những đánh giá về thực trạng tiếp cận tài chính vi mô tại ba quốc gia trong khu vực; từ đó đưa ra cái nhìn tổng thể, khách quan về tình hình hoạt động, việc sử dụng vốn hiệu quả và tính bền vững của tổ chức tài chính vi mô tại ba quốc gia này để rút ra bài học cho tài chính vi mô Việt Nam.

Nghiên cứu “Phát triển bền vững các tổ chức tài chính vi mô Việt Nam và những vấn đề đặt ra” của Lê Văn Luyện & Nguyễn Đức Hải (2016) đã đánh giá thực trạng tổ chức tài chính vi mô quy mô nhỏ. Qua đó, nghiên cứu đã chỉ ra bốn vấn đề trong phát

triển bền vững của tổ chức tài chính vi mô Việt Nam: (i) vấn đề hạn chế về quy mô tài sản và vốn chủ sở hữu của tổ chức tài chính vi mô tại Việt Nam; (ii) số lượng khách hàng còn hạn chế và chưa đa dạng của tổ chức tài chính vi mô bán chính thức tại Việt Nam; (iii) năng lực hoạt động còn khiêm tốn của tổ chức tài chính vi mô; (iv) sự hạn chế về nguồn lực tài chính đầu tư cho khu vực tài chính vi mô bán chính thức.

Gần nhất với nghiên cứu này là nghiên cứu của Nguyễn Kim Anh & Lê Thanh Tâm (2013). Nghiên cứu được thực hiện một cách bài bản và hệ thống về tài chính vi mô trong đánh giá tổng quan về ngành và phân tích thực trạng về mức độ bền vững của tổ chức tài chính vi mô Việt Nam giai đoạn 2010-2012. Nghiên cứu còn có những đánh giá kết quả đạt được cùng với những hạn chế và nguyên nhân của hạn chế trong quá trình phát triển bền vững của các tổ chức tài chính vi mô của Việt Nam từ đó đề xuất một số khuyến nghị.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu và các biến nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu là các tổ chức tài chính vi mô Việt Nam được thống kê trong danh bạ các tổ chức tài chính vi mô bởi Trung tâm tư vấn nguồn lực tài chính vi mô doanh nghiệp nhỏ và vừa, cũng như có cung cấp dữ liệu tài chính trên trang MIX market. Tuy nhiên, do sự biến động liên tục trong số lượng các tổ chức gia nhập cũng như rút khỏi lĩnh vực tài chính vi mô Việt Nam trong giai đoạn 2011 – 2016, nên trong nghiên cứu này, nhóm tác giả chủ yếu tập trung vào dữ liệu của các tổ chức có duy trì dữ liệu hoạt động trong cả 6 năm. Cụ thể 25 tổ chức (chiếm khoảng 90% thị phần hoạt động của các tổ chức tài chính vi mô) bao gồm 21 tổ chức tài chính vi mô bán chính thức và 04 tổ chức tài chính vi mô chính

thức được Ngân hàng Nhà nước cấp phép hoạt động theo Luật các tổ chức tín dụng 2010 (phụ lục 1) được lựa chọn.

Đối với biến phụ thuộc, nghiên cứu lựa chọn biến tự vững về hoạt động (OSS) làm biến đại diện chính cho sự tự vững của các tổ chức tài chính vi mô theo như gợi ý của nhiều nhà nghiên cứu như Sekabira (2013), Bogan (2012) và Kipesha & Xianzhi (2013). Đặc biệt, đặt trong bối cảnh Việt Nam, khi mà các tổ chức tài chính vi mô chủ yếu đang mới chỉ ở giai đoạn khởi nghiệp và tự vững hoạt động trong vòng đời phát triển của mình, thì việc lựa chọn OSS như một nguồn số liệu tin cậy trong phản ánh độ tự vững của các tổ chức tài chính vi mô là phù hợp.

Cấu trúc vốn của các tổ chức tài chính vi mô – biến độc lập chính của mô hình sẽ được thể hiện qua các tỉ lệ vốn huy động từ tiền gửi, vốn đi vay, vốn chủ sở hữu và nợ khác trên tổng tài sản.

Không chỉ bị tác động bởi cấu trúc vốn, độ tự vững của các tổ chức tài chính vi mô còn chịu tác động bởi chính đặc tính của tổ chức (quy mô, tuổi, loại hình tổ chức, thị trường khách hàng mục tiêu), hiệu quả (chi phí trên một khách hàng vay hiện tại, tỉ lệ chi phí hoạt động), tốc độ phát triển và tăng trưởng (số khách hàng trên một cán bộ tín dụng) và mức độ rủi ro (dư nợ rủi ro trên 30 ngày). Do đó, khi xây dựng mô hình, nghiên cứu này cũng cân nhắc tới các biến kiểm soát liên quan tới đặc tính bên trong của các tổ chức tài chính vi mô. Cụ thể, công thức và khái niệm các biến sẽ được trình bày cụ thể trong phụ lục 2.

3.2. Mô hình phân tích

$$OSS = \beta_0 + \beta_1*EA + \beta_2*DP + \beta_3*BA + \beta_4*OA + \beta_5*GLP + \beta_6*FB + \beta_7*OER + \beta_8*CPB + \beta_9*BPLO + \beta_{10}*PAR30 + \beta_{11}*AGE + \varepsilon$$

Trong đó:

Bảng 3: Sự thay đổi trong cấu trúc vốn của các tổ chức tài chính vi mô Việt Nam 2011- 2016 (%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	49,16	37,82	31,68	36,9	32,5	33
Tiền gửi/Tổng tài sản	23,9	25,7	29,56	30,37	32,72	36,47
Vốn vay/Tổng tài sản	23,08	28,86	31,07	24,88	26,67	23,79
Nợ khác/Tổng tài sản	3,85	7,6	7,68	7,84	8,11	6,73

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp.

OSS: Độ tự vững hoạt động

EA: Vốn chủ sở hữu/ Tổng tài sản

DP: Tiền gửi/ Tổng tài sản

BA: Vốn vay/ Tổng tài sản

OA: Nợ khác/ Tổng tài sản

GLP: Tổng dư nợ cho vay

FB: Tỷ lệ khách hàng nữ

OER: Tỷ lệ chi phí hoạt động

CPB: chi phí trên một khách hàng vay

BPLO: Số khách hàng trên một cán bộ tín dụng

PAR30: Tỷ lệ dư nợ rủi ro trên 30 ngày

AGE: Độ tuổi

β_0 : Hệ số chặn

β_{1-11} : Hệ số góc

ϵ : sai số ngẫu nhiên

3.3. Phương pháp phân tích số liệu

Trước tiên, đặc tính của tất cả các biến sử dụng trong mô hình sẽ được mô tả trong bảng thống kê mô tả với các thông số như giá trị lớn nhất, nhỏ nhất, giá trị trung bình, trung vị, hay sai số chuẩn của trung bình mẫu.

Thứ hai, nhằm đảm bảo kết quả ước lượng của mô hình là đáng tin cậy, nghiên cứu đã thực hiện kiểm định mức độ thỏa mãn của các giả định trước khi chạy mô hình. Cụ thể, kiểm định về biến ngoại lai và độ phân phối chuẩn của dữ liệu lần lượt được thực

hiện. Trong trường hợp xuất hiện các quan sát nằm ngoài quy luật phân phối, phương pháp winsorising được sử dụng để hạn chế sự tác động của các biến ngoại lai này đến dữ liệu thống kê theo như gợi ý của nhiều nhà nghiên cứu trong lĩnh vực này như Artiach & cộng sự (2010) và Platonova & cộng sự (2016). Đối với kiểm định về phân phối chuẩn, Skewness (độ lệch) và Kurtosis (độ gù) là hai chỉ số chính được dùng để xem xét quyết định biến định lượng có phân phối chuẩn hay không. Trong trường hợp dữ liệu không phân phối chuẩn thì phương pháp biến đổi dữ liệu, cụ thể, là dùng log để chuyển đổi dữ liệu sẽ được áp dụng theo như gợi ý của nhiều nhà nghiên cứu khi sử dụng dữ liệu trong lĩnh vực tài chính vi mô. Quan trọng hơn, kiểm định phân phối chuẩn của phần dư cũng sẽ được thực hiện.

Giả định về đa cộng tuyến được kiểm định thông qua hệ số phóng đại phương sai VIF. Trong trường hợp $VIF > 2$ thì sẽ phải xem xét lại vai trò của từng biến độc lập và có biện pháp loại bỏ biến độc lập phù hợp.

Cuối cùng, do dữ liệu trong nghiên cứu vừa theo thời gian và vừa theo không gian nên phương pháp hồi quy với dữ liệu bảng, cụ thể 3 mô hình là Pooled OLS, mô hình FEM và mô hình REM sẽ lần lượt được ước lượng. Sau đó, nghiên cứu sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình phù hợp để nghiên cứu.

4. Kết quả và thảo luận

Bảng 4: Kết quả ước lượng với từng mô hình

	Mô hình Pooled	Mô hình FEM	Mô hình REM
Variables	OSS		
Cấu trúc vốn			
EA	-0,349*	- 0,375	-0,125*
DP	1,036*	1,14*	1,598*
BA	-0,06	- 0,898	-0,677
OA	-0,345	- 0,577	-0,352
Biến kiểm soát			
LogGLP	4,807	4,165	2,280
FB	- 0,427	-1,485	-0,039
OER	-2,624*	-5,119*	-5,37*
CPB	-0,369	-0,0001	-0,00
LogBPLO	8,313	12,043	4,990
PAR30	-2,894	-5,212	-0,975
AGE	7,49*	10,815*	6,499*
R square	0,665	0,840	0,745
Adjusted R square	0,653	0,801	0,683

Nguồn: Trích xuất từ phần mềm SPSS.

4.1. Thống kê mô tả

Thông qua dữ liệu trong bảng thống kê mô tả có thể nhận thấy giá trị trung bình của độ tự vững của các tổ chức tài chính vi mô được nghiên cứu là 128,94% - lớn hơn 100%. Điều này cho thấy nhìn chung các tổ chức tài chính vi mô đều có thể bù đắp các loại chi phí hoạt động từ doanh thu tạo ra từ hoạt động của mình. Kết quả này hoàn toàn phù hợp với thống kê của các nghiên cứu về tổ chức tài chính vi mô tại các nước đang phát triển nói chung (Marakkath, 2014; Mwizarubi & cộng sự, 2015) và tại Việt Nam nói riêng (Ngo, T.V., 2012).

Ngoài ra, khi so sánh giá trị trung bình của OSS qua các năm từ 2011 – 2016 cho thấy sự khác biệt giữa các năm là không quá lớn. Tuy nhiên, sự chênh lệch giữa giá trị lớn nhất và nhỏ nhất của OSS lại rất lớn, thể hiện sự không đồng đều và khác biệt lớn trong khả năng đạt được độ tự vững của các tổ chức.

Nghiên cứu về cấu trúc vốn, giá trị trung bình của tỉ lệ nguồn vốn chủ sở hữu, tiền gửi, vốn vay và nợ khác trên tổng tài sản qua các năm được thể hiện trong bảng 3.

Cụ thể, vốn chủ sở hữu của các tổ chức tài chính vi mô có xu hướng giảm dần theo thời gian từ 50% vào năm 2011 xuống còn 33% vào năm 2016. Kết quả này là hoàn toàn phù hợp với kết quả thống kê trong các nghiên cứu về tổ chức tài chính vi mô của Ngo, T.V. (2012) và Kinde (2012) khi các tác giả đều chỉ ra rằng các tổ chức tài chính vi mô có xu hướng sử dụng nhiều nguồn vốn huy động từ bên ngoài để tài trợ cho hoạt động của mình hơn là sử dụng vốn chủ sở hữu.

Đặc biệt, khi phân tích kĩ hơn tỉ lệ của các nguồn vốn huy động từ bên ngoài, hoạt động huy động tiền gửi tiết kiệm đang có chiều hướng gia tăng và ngày càng chiếm tỉ trọng cao hơn trong cơ cấu tổng nguồn vốn của tổ chức tài chính vi mô.

Cuối cùng, tỉ trọng các khoản nợ vay và nợ khác trong tổng cơ cấu nguồn vốn cũng biến động không ngừng với nợ vay dao động trong khoảng từ 20% – 30% và nợ khác dao động trong khoảng 4% - 8%.

Ngoài ra, kết quả thống kê còn cho thấy trung bình tỉ lệ chi phí hoạt động và chi phí trên một khách hàng vay tại các tổ chức tài chính vi mô lần lượt là 13,39% và \$28,647. Bảng thống kê cũng cho thấy số lượng khách hàng trên một cán bộ tín dụng là 458 và tỉ lệ PAR là 0,43% - một tỉ lệ tương đối thấp,

phản ánh khả năng thu hồi nợ vay của các tổ chức tài chính vi mô Việt Nam là tốt.

Ngoài ra, trung bình 93,1% khách hàng vay vốn là nữ cho thấy đây là đối tượng khách hàng mục tiêu mà tất cả các tổ chức tài chính vi mô Việt Nam đều hướng tới là nữ giới. Bên cạnh đó, giá trị mean của tổng danh mục cho vay là \$7399225,070 cho thấy quy mô của các tổ chức tài chính vi mô đang ở mức trung bình.

Cuối cùng, kết quả thống kê về nhóm tuổi hoạt động của các tổ chức tài chính vi mô cho thấy trong số các dữ liệu hợp lệ có tới 49,1% tổ chức tài chính vi mô là nằm trong nhóm mới hoạt động, 28,6% là thuộc nhóm trẻ và 22,3% còn lại là nằm trong nhóm trưởng thành. Điều này cho thấy độ tuổi của các tổ chức tài chính vi mô Việt Nam vẫn đa phần thuộc nhóm trẻ với số năm hoạt động chủ yếu là dưới 8 năm.

4.2. Kết quả mô hình

Để đánh giá tác động của cấu trúc vốn lên độ tự vững của các tổ chức tài chính vi mô, kết quả ước lượng với ba mô hình Pooled OLS, FEM và REM được trình bày trong Bảng 4.

Bảng 4 cho thấy kết quả ước lượng của các mô hình là tương đồng nhau với tỉ lệ vốn huy động từ tiền gửi trên tổng tài sản (EA), quy mô của tổ chức tài chính vi mô (LogGLP), số khách hàng trên một cán bộ tín dụng (BPLO) và nhóm tuổi (AGE) của tổ chức tài chính vi mô sẽ có tác động thuận chiều lên OSS. Trái lại, các yếu tố như tỉ lệ vốn chủ sở hữu (EA), vốn vay (BA) và nợ khác (OA) trên tổng tài sản cũng như tỉ lệ khách hàng là nữ giới (FB), tỉ lệ chi phí hoạt động (OER), chi phí trên một khách hàng vay (CPB), tỉ lệ dư nợ rủi ro trên 30 ngày (PAR30) lại có tác động nghịch chiều lên OSS.

Ngoài ra, nhóm tác giả thực hiện kiểm định Hausman và nhận thấy giá trị p-value bằng 0,368 lớn hơn 0,05 nên chấp nhận giả thuyết H0 và bác bỏ giả thuyết H1, tức là mô hình REM là mô hình phù hợp để nghiên cứu. Do đó, nhóm tác giả sẽ sử dụng kết quả ước lượng với mô hình REM để phân tích.

4.2.1. Sự tác động của cấu trúc vốn lên độ tự vững của tổ chức tài chính vi mô Việt Nam

Vốn chủ sở hữu và độ tự vững của tổ chức tài chính vi mô Việt Nam

Kết quả từ mô hình cho thấy tỉ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản có tác động nghịch chiều lên độ tự

vững của các tổ chức tài chính vi mô hay nói cách khác các tổ chức tài chính vi mô khi đạt được độ tự vững thì tốc độ gia tăng trong vốn chủ sở hữu ngày càng thấp hơn so với khả năng thu hút vốn từ các nguồn tài trợ bên ngoài. Kết quả này là không đồng nhất với kết quả từ nghiên cứu của Sekabira (2013) khi Sekabira cho rằng sự gia tăng trong sử dụng vốn chủ sở hữu và loại bỏ dần các nguồn viện trợ ra khỏi cơ cấu vốn của tổ chức tài chính vi mô sẽ giúp cho các tổ chức này tăng khả năng đạt được độ tự vững. Tuy nhiên, Bayai & Ikhide (2016) nhấn mạnh: trong lĩnh vực tài chính vi mô vốn chủ sở hữu luôn được coi là tài nguyên khan hiếm, nên việc lựa chọn việc sử dụng các nguồn vốn thay thế có thể khác nhau giữa các khu vực, và dẫn đến kết quả nghiên cứu là không đồng nhất.

Vốn huy động từ tiền gửi trên tổng tài sản

Sự tác động của tỉ lệ tiền gửi trên tổng tài sản tới độ tự vững của các tổ chức tài chính vi mô Việt Nam có thể thấy là rất rõ nét với chiều hướng là thuận chiều. Kết quả này là đồng nhất với kết luận từ các nhà nghiên cứu như Cull & cộng sự (2009), Muriu (2011) và Mwangi & cộng sự (2015) khi các tác giả đều cho rằng tiền gửi là một nguồn vốn với chi phí rẻ nên việc gia tăng tỉ lệ tiền gửi trên tổng tài sản sẽ giúp làm giảm chi phí hoạt động, tăng lợi nhuận và do đó có tác động tích cực tới độ tự vững của các tổ chức tài chính vi mô. Ngoài ra, Kinde (2012) còn nhấn mạnh thông qua việc huy động nguồn tiền gửi với chi phí thấp, các tổ chức tài chính vi mô còn có thể giảm lãi suất cho vay, mở rộng danh mục cấp tín dụng hay gia tăng thêm mạng lưới và củng cố mối quan hệ với khách hàng (Iezza, 2010) – tiền đề để

tổ chức tài chính vi mô đạt được độ tự vững trong dài hạn.

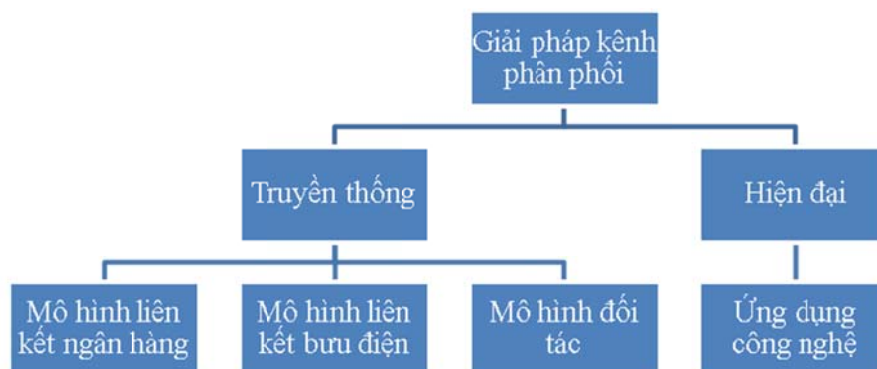
Vốn vay trên tổng tài sản và nợ khác trên tổng tài sản

Nếu như tác động của vốn chủ sở hữu và tiền gửi trên tổng tài sản lên độ tự vững của tổ chức tài chính vi mô Việt Nam là rõ nét thì sự tác động của vốn vay và nợ khác lại có phần mờ nhạt. Ngoài ra, cả hai yếu tố này đều có tác động ngược chiều lên độ tự vững của các tổ chức tài chính vi mô Việt Nam. Cụ thể, mặc dù chiếm tỉ trọng tương đối cao trong cơ cấu tổng nguồn vốn của tổ chức tài chính vi mô Việt Nam với tỉ lệ dao động trong khoảng từ 20% – 30%, vốn vay lại không thực sự mang lại hiệu quả trong việc nâng cao khả năng tự vững của tổ chức tài chính vi mô Việt Nam. Sự tác động nghịch chiều này là tương đồng với kết quả trong nghiên cứu được thực hiện bởi Bogan & cộng sự (2007), Ngo, T.V. (2012), Nyamsogoro (2010), Kinde (2012) và Tehulu (2013). Lý giải cho hiện tượng này, nhóm tư vấn hỗ trợ người nghèo (CGAP) đã thực hiện một khảo sát và chỉ ra rằng phần lớn các nhà quản trị tổ chức tài chính vi mô không nắm được tường tận các loại chi phí hữu hình và vô hình khi sử dụng hình thức vốn này, do đó công tác dự toán chi phí hoạt động là không chính xác.

4.2.2. Sự tác động của các yếu tố khác lên độ tự vững của tổ chức tài chính vi mô Việt Nam

- Quy mô (GLP): Giống như kết luận của nhiều nhà nghiên cứu khác như Tehulu (2013) và Tchuiigoua (2015) về lợi thế mà quy mô mang lại cho tổ chức tài chính nói chung và tổ chức tài chính vi mô nói riêng như danh tiếng, khả năng quản trị rủi ro, chi phí

Hình 1: Các kênh phân phối của tổ chức tài chính vi mô



Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp.

(Hartarska, Shen & Mersland, 2013), trong nghiên cứu này quy mô cũng có tác động thuận chiều lên độ tự vững của các tổ chức tài chính vi mô Việt Nam, tuy nhiên mức độ ý nghĩa không cao.

- Thị trường mục tiêu (FB): Kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ giữa tỉ lệ khách hàng vay là nữ và độ tự vững của các tổ chức tài chính vi mô Việt Nam là nghịch chiều, tuy nhiên sự tác động này là không rõ nét. Kết quả này là tương đồng với kết luận được đưa ra bởi Ngo, T.V. (2012) trong một nghiên cứu về độ tự vững của các tổ chức tài chính vi mô tại các nước đang phát triển nói chung và tại Việt Nam nói riêng. Lý giải cho điều này, một nghiên cứu thống kê về đặc điểm kinh tế nông thôn Việt Nam được thực hiện vào giai đoạn 2014 – 2016 bởi UNU-WIDER đã chỉ ra rằng tại nông thôn Việt Nam số lượng chủ hộ là nữ thường ít hơn nam giới hay quyền lực của nữ giới trong gia đình thường chưa cao. Đặc biệt hơn, tại các hộ có chủ hộ là nữ thì tuổi của chủ hộ già hơn và hộ có ít thành viên hơn, cộng thêm những rào cản liên quan đến giới khác như phân biệt đối xử, thiếu an toàn trong sở hữu đất đai và những khó khăn trong việc mua đầu vào có thể đóng góp dẫn đến việc sử dụng vốn của khách hàng vay là nữ trong nông nghiệp chưa thực sự hiệu quả.

- Chi phí cho một người vay (CPB): Kết quả của nghiên cứu đã chỉ ra rằng mối quan hệ giữa chi phí trên một khách hàng vay và độ tự vững của tổ chức tài chính vi mô Việt Nam là nghịch chiều. Kết quả này là tương đồng với kết luận của Nyamsogoro (2010) và Kinde (2012) khi các tác giả này đều chỉ ra rằng sự tăng lên của CPB thể hiện sự yếu kém trong công tác quản lý chi phí của tổ chức và về lâu dài sẽ dẫn tới sự suy giảm lợi nhuận và độ tự vững của tổ chức tài chính vi mô. Chính vì vậy, Marakkath (2014) đã đưa ra gợi ý đối với các nhà quản lý tổ chức tài chính vi mô đó là cần phải tập trung hơn nữa vào giảm thiểu chi phí.

- Tỉ lệ chi phí hoạt động (OER): Hệ số góc của OER nhận giá trị âm cho thấy sự tác động của tỉ lệ chi phí hoạt động lên OSS là nghịch chiều hay giá trị OER càng cao khả năng đạt được độ tự vững càng thấp. Kết quả này ủng hộ cho các kết luận được đưa ra bởi Gibson (2012), Arnone & cộng sự (2012) cũng như Rahman & Mazlan (2014). Cụ thể, các nhà nghiên cứu đều thống nhất sự gia tăng trong chi phí hoạt động sẽ làm suy giảm hiệu quả hoạt động của tổ chức và do đó khả năng gia tăng lợi nhuận và đạt

được độ tự vững sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực theo.

- Tốc độ phát triển và tăng trưởng (BPLO): Sự tác động của số lượng khách hàng trên một cán bộ tín dụng lên độ tự vững của các tổ chức tài chính vi mô Việt Nam là dương cho thấy sự hiệu quả trong năng suất lao động của một nhân viên tín dụng là một yếu tố quan trọng giúp tăng khả năng đạt được độ tự vững của MFI.

- Mức độ rủi ro (PAR30): Sự tác động của tỉ lệ dư nợ rủi ro trên 30 ngày tới độ tự vững của tổ chức tài chính vi mô Việt Nam là nghịch chiều; tuy nhiên sự tác động này lại không có ý nghĩa. Kết quả này là tương đồng với kết luận của Tehulu (2013) và Marakkath (2014).

- Nhóm tuổi (AGE): Hệ số góc của nhóm tuổi của tổ chức tài chính vi mô trong kết quả nghiên cứu là dương cho thấy số năm hoạt động tài chính vi mô của tổ chức càng lớn thì khả năng đạt được độ tự vững càng cao. Kết quả này là tương đồng với kết luận được đưa ra bởi Tchuigoua (2015) và Khachatryan & cộng sự (2017) khi các nhà nghiên cứu đều khẳng định rằng tổ chức càng hoạt động lâu trong lĩnh vực tài chính vi mô đồng nghĩa với việc danh tiếng của họ sẽ nhiều người biết đến hơn và do đó khả năng mở rộng mạng lưới khách hàng cả về huy động lẫn cấp tín dụng đều dễ dàng hơn.

5. Giải pháp và kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy trong khi tiền gửi trên tổng tài sản, quy mô, tốc độ phát triển và tăng trưởng, độ tuổi có mối quan hệ thuận chiều lên độ tự vững của các tổ chức tài chính vi mô thì sự tác động của vốn chủ sở hữu, nợ vay và nợ khác trên tổng tiền gửi, thị trường mục tiêu, tính hiệu quả và mức độ rủi ro lại có tác động nghịch chiều. Đặc biệt, trong các biến phân tích sự tác động của tiền gửi lên độ tự vững của MFIs Việt Nam là rõ nét nhất. Do đó, nghiên cứu sẽ tập trung đưa ra các giải pháp nhằm giúp các tổ chức tài chính vi mô thu hút thêm tiền gửi tiết kiệm.

Thứ nhất, nâng cao trình độ của cán bộ công nhân viên: Các tổ chức tài chính vi mô cần phải thay đổi nhận thức, nhấn mạnh hơn nữa tầm quan trọng và vai trò của hoạt động huy động vốn đối với sự tồn tại của một tổ chức. Việc này có thể thực hiện thông qua việc các tổ chức tài chính vi mô tự tổ chức hoặc phối hợp với Hiệp hội tài chính vi mô để tổ chức các chương trình đào tạo, các buổi hội thảo hoặc đi thực

tế về cách thức huy động vốn cũng như bán chéo sản phẩm dành cho tất cả các nhân viên của mình.

Thứ hai, đa dạng hóa sản phẩm huy động vốn: Các sản phẩm dịch vụ của các tổ chức tài chính vi mô Việt Nam chưa đa dạng, do đó việc thiết kế thêm nhiều sản phẩm mới phù hợp với từng đối tượng khách hàng khác nhau là cần thiết. Để làm được điều này, các tổ chức tài chính vi mô cần phải thực hiện các cuộc điều tra nghiêm túc về nhu cầu và năng lực tiết kiệm của thị trường tài chính vi mô, từ đó giúp xây dựng và thiết kế các sản phẩm phù hợp.

Thứ ba, đa dạng hóa về kênh phân phối, tiếp cận khách hàng: Có thể thấy rõ không tổ chức tài chính vi mô nào cũng có thể phân bổ rộng khắp hết tất cả các quận, huyện, thị xã, thôn xóm. Sự phân bổ không đồng đều, manh mún này ít nhiều đã làm hạn chế khả năng cung cấp dịch vụ tài chính nói chung

và dịch vụ gửi tiền tiết kiệm nói riêng cho người dân. Do đó giải pháp ở đây chính là các tổ chức tài chính vi mô có thể sử dụng hệ thống mạng lưới đại lý, kết hợp với các đối tác để tận dụng mạng lưới cơ sở vật chất và hạ tầng của họ hoặc nếu có tiềm lực tài chính thì áp dụng công nghệ thông tin để thành lập các điểm thu tiền di động, vừa giúp quản lý hiệu quả và tiết kiệm chi phí hoạt động. Cụ thể, thông qua quá trình nghiên cứu, nhóm đưa ra một số gợi ý về kênh phân phối truyền thống và hiện đại để các tổ chức tài chính vi mô có thể xem xét áp dụng.

Có thể thấy tiền gửi đóng một vai trò vô cùng quan trọng trong chiến lược phát triển dài hạn của các tổ chức tài chính vi mô nhằm đạt được sự tự vững. Do đó, nghiên cứu đã đưa ra một số giải pháp, khuyến nghị nhằm giúp các tổ chức tài chính vi mô có thể thu hút thêm nguồn tiền gửi một cách hiệu quả và an toàn.

Phụ lục 1: Danh sách các tổ chức tài chính vi mô được nghiên cứu

ST T	Nhóm chính thức	STT	Nhóm bán chính thức
1	TCTCVM TNHH MTV Tình thương (2010)	1	Chương trình Bàn tay vàng
2	TCTCVM TNHH M7 (2012)	2	Chương trình tài chính vi mô - Hội LHPN tỉnh Bến Tre
3	TCTCVM TNHH Thanh Hóa (2014)	3	Chương trình ANHCHIEM (ACE)
4	Quỹ trợ vốn cho người nghèo tự tạo việc làm (CEP) (2016)	4	Chương trình tài chính vi mô - Tổ chức Tâm Nhìn Thế Giới (WV Vietnam)
		5	Quỹ Dariu (TDF)
		6	Quỹ hỗ trợ phụ nữ phát triển kinh tế tỉnh Tiền Giang (MOM)
		7	Quỹ hỗ trợ phụ nữ phát triển Ninh Phước
		8	Quỹ hỗ trợ phụ nữ phát triển tỉnh Lào Cai
		9	Quỹ phát triển An Phú
		10	Quỹ phụ nữ phát triển huyện Điện Biên
		11	Quỹ phụ nữ phát triển thành phố Điện Biên Phủ
		12	Quỹ tài chính vi mô vì sự phát triển cộng đồng (MFCDI)
		13	Quỹ trợ vốn CNVC&NLĐ nghèo tỉnh BRVT (CAFPE)
		14	Trung tâm hỗ trợ phát triển doanh nghiệp nhỏ (SEDA)
		15	Trung tâm phát triển vì người nghèo (PPC)
		16	Trung tâm vì phụ nữ và phát triển cộng đồng (CWCD)

Phụ lục 2: Danh sách các biến

Chỉ tiêu	Ý nghĩa	Công thức
Tự vững hoạt động (OSS)	Khả năng của tổ chức tài chính vi mô để trang trải tất cả các chi phí hoạt động thông qua thu nhập từ hoạt động	$\frac{\text{Thu nhập từ hoạt động}}{\text{Tổng chi phí hoạt động}}$
Vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản (EA)	Phản ánh tỉ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản	$\frac{\text{Vốn chủ sở hữu}}{\text{Tổng tài sản}}$
Vốn huy động từ tiền gửi trên tổng tài sản (DP)	Phản ánh tỉ lệ vốn huy động trên tổng tài sản	$\frac{\text{Vốn huy động từ tiền gửi}}{\text{Tổng tài sản}}$
Vốn vay trên tổng tài sản (BA)	Phản ánh tỉ lệ vốn vay trên tổng tài sản	$\frac{\text{Vốn vay}}{\text{Tổng tài sản}}$
Nợ khác trên tổng tài sản (OA)	Phản ánh tỉ lệ nợ khác trên tổng tài sản	$\frac{\text{Nợ khác}}{\text{Tổng tài sản}}$
Quy mô (GLP)	Độ lớn của tổng danh mục cho vay	
Thị trường mục tiêu (FB)	Tỉ lệ khách hàng nữ trên tổng số khách hàng mà hiện tổ chức đang phục vụ	$\frac{\text{Số khách hàng nữ}}{\text{Tổng số khách hàng}}$
Chi phí cho một người vay (CPB)	Phản ánh chi phí cho một người vay	$\frac{\text{Tổng chi phí hoạt động}}{\text{Tổng số khách hàng}}$
Tỉ lệ chi phí hoạt động (OER)	Phản ánh tỉ lệ chi phí hoạt động trên tổng chi phí tại tổ chức tài chính vi mô	$\frac{\text{Tổng chi phí hoạt động}}{\text{Tổng chi phí}}$
Tốc độ phát triển và tăng trưởng (BPLO)	Phản ánh số khách hàng hiện tại trên một cán bộ tín dụng	$\frac{\text{Tổng số KH có dư nợ}}{\text{Tổng số cán bộ tín dụng}}$
Mức độ rủi ro (PAR30)	Phản ánh tỉ lệ dư nợ rủi ro trên 30 ngày	$\frac{\text{Dư nợ rủi ro trên 30 ngày}}{\text{Tổng dư nợ}}$
Nhóm tuổi (AGE)	Căn cứ dựa trên số năm hoạt động tài chính vi mô để phân loại các tổ chức vào các nhóm tương ứng: mới (0-4 năm); trẻ (5-8 năm) và trưởng thành (>8 năm). Các nhóm này sau đó sẽ được mã hóa các giá trị tương ứng 3, 2 và 1	

Tài liệu tham khảo:

- Arnone, M., Pellegrini, C. B., Messa, A., Pellegrini, L., & Sironi, E. (2012), 'Microfinance institutions in Africa, Asia, and Latin America: an empirical analysis of operational efficiency, institutional context and costs', *International Journal of Economic Policy in Emerging Economies*, 5(3), 255-271.
- Artiach, T., Lee, D., Nelson, D., & Walker, J. (2010), 'The determinants of corporate sustainability performance', *Accounting & Finance*, 50(1), 31-51.
- Bayai, Innocent & Ikhide, Sylvanus. (2016), 'Financing and financial sustainability of microfinance institutions (MFIs): A conceptual view', *Banks and Bank Systems*, 11(2), 21-32.
- Bogan, V. L. (2012), 'Capital structure and sustainability: An empirical study of microfinance institutions', *Review of Economics and Statistics*, 94(4), 1045-1058.
- Bogan, V.L., Johnson, W., & Mhlanga, N. (2007), *Does Capital Structure affect the financial sustainability of Microfinance Institutions*, < http://www.researchgate.net/profile/Vicki_Bogan/publication/238621802_Does_Capital_Structure_Aect_the_Financial_Sustainability_of_Microfinance_Institutions/links/004635399e807e6069000000.pdf>.
- Calvin, B. (2001), 'Framework for Financing Sources', in An Introduction to Key Issues in Microfinance, on Microfinance Network website.
- Cull, R., Asli Demirgüç-Kunt, A., & Morduch, J. (2009), 'Microfinance meets the market', *Journal of Economic perspectives*, 23(1), 167-92.
- Cull, R., Demirguc-Kunt, A. & Morduch, J. (2011) 'The effect of regulation on MFI profitability and outreach', *World Development*, 39 (6), pp. 949-965.
- Daher, L., & Le Saout, E. (2013), 'Microfinance and financial performance', *Strategic Change*, 22(1-2), 31-45.
- Đặng Thu Thủy (2017), 'Tiếp cận tài chính vi mô tại Trung Quốc, Bangladesh và Philippines: Bài học Kinh nghiệm cho Việt Nam', luận án tiến sĩ, Viện Hàn Lâm Khoa Học Xã Hội Việt Nam, Học viện Khoa học Xã hội.
- Gibson, A. B. (2012), 'Determinants of operational sustainability of Microfinance Institutions in Kenya', Unpublished MBA Thesis, School of Business, University of Nairobi.
- Hartarska, V., Shen, X., & Mersland, R. (2013), 'Scale economies and input price elasticities in microfinance institutions', *Journal of Banking & Finance*, 37(1), 118-131.
- Helms, B. (2006). Access for all: Building inclusive Financial Systems. USA: The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank's Consultative Group To Assist the Poor (CGAP).
- Hoque, M., Chishty, M., & Halloway, R. (2011), 'Commercialization and changes in capital structure in microfinance institutions: An innovation or wrong turn?', *Managerial Finance*, 37(5), 414-425.
- Iezza, P. (2010), *Financial Sustainability of Microfinance Institutions: An Empirical Analysis*, < <http://studenttheses.cbs.dk/handle/10417/1560>>.
- Khachatryan, K., Hartarska, V., & Grigoryan, A., (2017), 'Performance and Capital Structure of Microfinance Institutions in Eastern Europe and Central Asia', *Eastern European Economics*, 55(5), 395-419.
- Khandker, S. R. (2003), 'Micro-Finance and Poverty : Evidence Using Panel Data from Bangladesh', Policy Research Working Paper, No. 2945.
- Kimando, Kihoro & Njogu (2012), 'Factors Influencing the Sustainability of MicroFinance Institutions in Murang'a Municipality', *International Journal of Business and Commerce* Vol. 1, No.10: Jun2012[21-45] (ISSN: 2225-2436)
- Kinde, B. A. (2012), 'Financial sustainability of microfinance institutions in Ethiopia', *European Journal of Business and Management*, 4(15), 1-10.
- Kipesha & Xianzhi (2013), 'Sustainability, Profitability and Outreach Tradeoffs: Evidences from Microfinance Institutions in East Africa', *European Journal of Business and Management*, ISSN 2222-1905 (Paper) ISSN 2222-2839 (Online) Vol.5, No.8, 2013
- Kyereboah-Coleman, A. (2007), 'The impact of capital structure on the performance of microfinance institutions', *The*

Journal of Risk Finance, 8(1), 56-71.

Lê Văn Luyện & Nguyễn Đức Hải (2016), 'Phát triển bền vững các tổ chức tài chính vi mô Việt Nam và những vấn đề đặt ra', *Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng*, 171, 9-15.

Ledgerwood, J. (1999), *Microfinance handbook: An institutional and financial perspective*, Washington, D.C: World Bank.

Marakkath, N. (2014), *Sustainability of Indian microfinance institutions*. DE: Springer Verlag.

Morduch & Haley (2002), 'Analysis of the Effects of Microfinance on Poverty Reduction', NYU Wagner Working Paper No. 1014.

Muriu P (2011), *Microfinance Profitability: Does financing choice matter?*, Birmingham Business School University of Birmingham, < <https://www.rug.nl/research/globalisation-studies-groningen/research/conferencesandseminars/conferences/eumicrofinconf2011/papers/1new.3c.muriu.pdf>>.

Mwangi. M, Muturi.W & Ombuki. C. (2015), 'The effects of deposit to asset ratio on the financial sustainability of deposit taking micro finance institutions in Kenya', *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 3(8), 504-511.

Mwizarubi, M., Singh, H., & Mnzava, B. (2015), 'Emerging Paradigms of Financing Tanzanian Microfinance Institutions and their Impact on Financial Sustainability – Part I', *11th International Business and Social Science Research Conference*. Dubai, < http://www.wbiworldconpro.com/uploads/dubai-conference-2015_january/finance/1420797589_338-Mosses.pdf>.

Ngo, T.V. (2012), 'Capital structure and microfinance performance: A cross country analysis and case study of Vietnam', PhD Thesis; < <http://etheses.bham.ac.uk/4428/1/Ngo13PhD.pdf>>

Nguyễn Kim Anh, TS. Lê Thanh Tâm, CN. Nguyễn Mạnh Cường, ThS. Nguyễn Văn Thuyết & ThS. Nguyễn Thị Tuyết Mai (2014), *Tài chính vi mô Việt Nam: thực trạng và khuyến nghị chính sách*, <<http://www.microfinance.vn/tai-chinh-vi-mo-tai-viet-nam-thuc-trang-va-khuyen-nghi-chinh-sach/?lang=vi>>.

Nguyễn Kim Anh & Lê Thanh Tâm (2013), *Mức độ bền vững của các tổ chức tài chính vi mô Việt Nam: Thực trạng và một số khuyến nghị*, Nhà xuất bản Giao thông Vận tải.

Nyamsogoro, G. D. (2010). *Financial sustainability of rural microfinance institutions (tổ chức tài chính vi mô) in Tanzania* (Doctoral thesis). Retrieved from http://gala.gre.ac.uk/6366/1/Ganka_Daniel_Nyamsogoro_2010.pdf

Platonova, E., Asutay, M., Dixon, R., & Mohammad, S. (2016). The impact of corporate social responsibility disclosure on financial performance: evidence from the GCC Islamic Banking Sector. *Journal of Business Ethics*, 1-21

Quayes, S. (2015), 'Outreach and performance of microfinance institutions: A panel analysis', *Applied Economics*, 47(18), 1909-1925. doi:10.1080/00036846.2014.1002891

Rahman, M. A., & Mazlan, A. R. (2014), 'Determinants of Operational Efficiency of Microfinance Institutions in Bangladesh', *Asian Social Science*, 10(22), 322.

Sekabira, H. (2013), 'Capital Structure and Its Role on Performance of Microfinance Institutions: The Ugandan Case', *Sustainable Agriculture Research*, 2(3), 86.

Tchuigoua, H. T. (2015), 'Capital structure of microfinance institutions', *Journal of Financial Services Research*, 47(3), 313-340

Tehulu, T. A. (2013), 'Determinants of financial sustainability of microfinance institutions in East Africa', *European Journal of Business and Management*, 5(17), 152-158.

Westley, G. D. (2006), *Strategies and structures for commercial banks in microfinance*, Inter-American Development Bank.