



TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU VỀ NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN RỦI RO PHÁ SẢN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP

VÔ THỊ VÂN NA

Trước tác động của đại dịch COVID-19 rất nhiều doanh nghiệp đang gặp vô vàn khó khăn khi chi phí hoạt động doanh nghiệp tăng cao, doanh thu tăng trưởng thấp, đẩy doanh nghiệp đến nguy cơ tạm dừng hoạt động, thậm chí phá sản. Do đó, nghiên cứu dự báo về rủi ro phá sản, về sự kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp hiện nay đã trở thành một trong những lĩnh vực được quan tâm nhiều nhất. Nghiên cứu này đóng góp nền tảng cơ sở lý luận cho việc hình thành và phát triển các mô hình nghiên cứu khảo sát đo lường nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro phá sản của doanh nghiệp, là nền tảng để đưa ra các hàm ý chính sách cho những nhà quản lý tại doanh nghiệp, hội nghề nghiệp và cơ quan quản lý Nhà nước.

Từ khóa: Doanh nghiệp, rủi ro, phá sản, kinh doanh, thị trường

RESEARCH OVERVIEW ON FACTORS AFFECTING BANKRUPTCY RISK OF ENTERPRISES

Vo Thi Van Na

Due to the impact of the COVID-19 pandemic, many businesses are facing multiple difficulties when their operating costs are high, revenue growth is low, pushing businesses to the risk of suspending operations or even going bankrupt. Therefore, predicting bankruptcy risk and financial distress is currently an issue of concern. This study contributes a theoretical grounding for the formation and development of research models to measure the factors affecting the bankruptcy risk of enterprises, and to provide policy implications for managers, professional associations, and state management agencies.

Keywords: Enterprise, risk, bankruptcy, business, market

Ngày nhận bài: 14/6//2022

Ngày hoàn thiện biên tập: 30/6/2022

Ngày duyệt đăng: 7/7/2022

Đặt vấn đề

Phá sản là một trong những tình huống rủi ro nhất của doanh nghiệp (DN). Thời gian qua, Chính phủ đã ban hành hàng loạt phương án hỗ trợ nhằm giúp DN khắc phục khó khăn, tuy nhiên, vấn đề mấu

chốt để các DN tồn tại và phát triển vẫn chính là sự chủ động, nỗ lực, quyết tâm của mỗi DN, cũng như việc đề ra những chiến lược sản xuất kinh doanh hợp lý, phù hợp với bối cảnh cạnh tranh quyết liệt. Vì vậy, vấn đề phân tích rủi ro phá sản có ý nghĩa vô cùng quan trọng và luôn thu hút sự quan tâm nghiên cứu của các nhà kinh tế, bằng chứng là đã có nhiều bài nghiên cứu được thực hiện nhằm nỗ lực kiểm chứng các yếu tố tác động đến rủi ro phá sản và việc dự báo rủi ro phá sản của các tác giả trong nước và quốc tế dựa trên việc xây dựng các mô hình ước lượng và những biến số tài chính.

Mô hình nghiên cứu

Có nhiều phương pháp phân tích được các nhà nghiên cứu ứng dụng trong việc đánh giá rủi ro phá sản của DN, bao gồm: mô hình phân tích đa nhân tố (MDA), mô hình Probit và mô hình Logit.

MDA là phương pháp thống kê được sử dụng để phân loại hình quan sát vào một hay nhiều nhóm độc lập dựa vào những đặc thù riêng biệt của những quan sát. Phương pháp này sử dụng trước hết là để phân loại và/hoặc dự báo những vấn đề mà biến độc lập xuất hiện ở dạng định tính như phá sản hay không phá sản. Do đó, bước đầu tiên là phải xây dựng việc phân loại nhóm rõ ràng. Sau khi các nhóm đã được thiết lập, dữ liệu được thu thập, MDA sẽ lọc ra, kết hợp tuyến tính của những đặc trưng này để phân biệt tốt nhất giữa các nhóm.

Các nghiên cứu sử dụng mô hình MDA chủ yếu được áp dụng rộng rãi như nghiên cứu của Beaver (1966), Altman (1968) đã đặt những nền tảng đầu



BẢNG 1: CHI TIẾT CÁC NGHIÊN CỨU VỀ ĐÁNH GIÁ RỦI RO PHÁ SẢN CỦA DOANH NGHIỆP

STT	Tác giả - Phương pháp	Nội dung nghiên cứu	Kết quả của nghiên cứu
1	Beaver - Phương pháp so sánh, phân tích hồ sơ và các tỷ số tài chính	Các tỷ số tài chính dự báo thất bại kinh doanh	Các tỷ số tài chính như: Tỷ số nợ và thu nhập so với tổng tài sản, tỷ số dòng tiền/tổng nợ được xem là nhân tố quan trọng trong việc dự báo khủng hoảng tài chính của DN
2	Altman - Phương pháp phân tích đa biệt thức (MDA)	Phân tích biệt thức tỷ lệ tài chính và dự báo về sự phá sản của công ty	Mô hình với các yếu tố tác động đến rủi ro phá sản với các biến là: Tỷ lệ vốn lưu động, lợi nhuận giữ lại, lợi nhuận trước lãi vay + thuế và tổng tài sản, giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu/giá trị sổ sách của tổng nợ, doanh thu/tổng tài sản
3	Altman & cộng sự - Phương pháp phân tích đa biệt thức (MDA)	Phân tích Zeta: Mô hình mới xác định rủi ro phá sản của các tập toàn	Mô hình tác động đến rủi ro phá sản DN (gọi là mô hình Zeta), gồm: Lợi nhuận trước thuế và lãi vay/ tổng tài sản, tính ổn định của lợi nhuận, lợi nhuận trước thuế và lãi/lãi vay, lợi nhuận giữ lại/tổng tài sản, tài sản lưu động/tổng tài sản, vốn cổ phần thường/tổng nguồn vốn và quy mô
4	Ohlson - Phương pháp Logistic	Tỷ số tài chính và dự báo xác suất phá sản	Kiến nghị chỉ số O-score trong việc phân biệt giữa những DN phá sản và không phá sản. DN có chỉ số $O > 0.038$ thì được xếp là phá sản với các yếu tố khác không đổi
5	Grice và Ingram - Phương pháp MDA	Kiểm tra tổng quát mô hình dự báo rủi ro của Altman	Độ chính xác khi áp dụng mô hình Z-score để dự báo nguy cơ phá sản của DN là 57,6% và độ chính xác trong dự báo khả năng phá sản của DN sản xuất cao hơn DN phi sản xuất; 69,1% so với 57,8% khi sử dụng mô hình Z-score cổ điển
6	Pongsatrat và cộng sự - Mô hình Z.score và O.score	Dự báo phá sản đối với các DN nhỏ và lớn tại châu Á: So sánh giữa chỉ số của Ohlson và Altman	Kết quả nghiên cứu đã kiểm chứng được khả năng dự báo của mô hình của Altman và Ohlson về phá sản lên những DN lớn và nhỏ ở Thái Lan và đưa đến kết luận rằng đối với những DN phá sản, mô hình của Altman cho thấy một độ chính xác dự báo cao hơn là so với mô hình của Ohlson
7	Leksrisakul và Evans - Phương pháp MDA	Mô hình dự báo phá sản ở Thái Lan dựa trên phương pháp phân tích đa biệt thức	Nghiên cứu phát hiện các DN bị phá sản có lợi nhuận và tính thanh khoản thấp hơn
8	Bùi Phúc Trung - Phương pháp MDA	Đánh giá nguy cơ phá sản của DN niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam bằng hàm phân biệt	Kết quả nghiên cứu đưa ra kết luận: Nhóm DN có $Z > 1.7451$ thuộc nhóm có nguy cơ phá sản, nếu $-0.9082 < Z < 1.7451$ thì DN nằm trong vùng cảnh báo có nguy cơ phá sản, nếu $Z < -0.9082$ thì DN được phân vào nhóm không có nguy cơ phá sản
9	Hayes và cộng sự - Mô hình Z-score	Nghiên cứu về hiệu quả của mô hình Z-score Altman để dự đoán rủi ro phá sản của các DN kinh doanh bán lẻ	Nghiên cứu trước đây chỉ ra rằng Altman Z dự đoán khủng hoảng tài chính trong tương với độ chính xác là 90% trong các DN được nghiên cứu. Trong nghiên cứu này, kết quả dự đoán có tính chính xác đến 94%
10	Nguyễn Thành Cường và Phạm Thế Anh - Mô hình Z-score	Đánh giá rủi ro phá sản của các DN chế biến thủy sản đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.	Thông qua việc áp dụng mô hình Z-score áp dụng cho từng lĩnh vực, nhóm tác giả đã đưa ra một số đề xuất nhằm hạn chế rủi ro tín dụng cho các ngân hàng trong quá trình xét cấp tín dụng
11	Lê Cao Hoàng Anh và Nguyễn Thu Hằng - Mô hình Z-score	Kiểm định mô hình chỉ số Z của Altman trong dự báo thất bại DN tại Việt Nam	Kết quả nghiên cứu kiểm định cho thấy mô hình Altman rất hiệu quả với tỷ lệ dự báo chính xác đạt 91% tại thời điểm một năm trước khi DN kiệt quệ tài chính, tỷ lệ này giảm xuống còn 72% trong vòng hai năm
12	Nguyễn Minh Hà và Nguyễn Bảo Khang - Phương pháp Logistic	Các yếu tố tác động đến phá sản DN tại tỉnh Đồng Nai	Kết quả nghiên cứu cho thấy các yếu tố năm t tác động đến phá sản DN có năm t+1 gồm: Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản, Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu (ROE), Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu (ROS), Tài sản ngắn hạn/Doanh thu, Doanh thu/Tổng tài sản, Giá vốn hàng bán/Doanh thu, và hình thức DN có 100% vốn nhà nước. Trong khi đó, các yếu tố năm t tác động đến phá sản DN có năm t+2 gồm: Tài sản ngắn hạn / Tổng tài sản, ROE, ROS, Tài sản ngắn hạn/Doanh thu. Đối với sự phá sản DN có năm t+3, ngoài 4 yếu tố tác động trong năm t+2, Doanh thu/Tổng tài sản có tác động đến phá sản DN

Nguồn: Thống kê của tác giả

tiên về dự báo khả năng phá sản hay kiệt quệ tài chính của các DN. Tiếp đó, Altman và cộng sự (1997) đã loại bỏ biến doanh thu/tổng tài sản và cho ra đời

mô hình chỉ số Z'' dành cho mọi loại hình DN.

Sau đó, cũng có một số tác giả vận dụng mô hình của Altman để đánh giá rủi ro phá sản như: Grice



và Ingram (2001) kiểm chứng sự phù hợp của mô hình Altman Z-score trong dự báo nguy cơ phá sản của các DN và ứng dụng mô hình Altman Z-score điều chỉnh $-Z''$ -score để đánh giá nguy cơ phá sản của các DN phi sản xuất. Pongsatatt và cộng sự (2004) cho rằng, chỉ số Z của Altman và chỉ số O của Ohlson là những công cụ vô cùng giá trị đối với những giám đốc tài chính khi kiểm soát khả năng phá sản. Lekrisakul và Evans (2005), Hayes và cộng sự (2010) cũng sử dụng phương pháp hàm phân biệt, nghiên cứu phát hiện các DN bị phá sản có lợi nhuận và tính thanh khoản thấp hơn.

Tại Việt Nam, nổi bật một số nghiên cứu về rủi ro phá sản DN như của nhóm tác giả Nguyễn Thành Cường và cộng sự (2011), vận dụng mô hình chỉ số Z xác định rủi ro phá sản của các DN chế biến thủy sản đang niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Kết quả nghiên cứu đưa ra các tiêu chí của Altman đối với từng DN, là cơ sở xếp hạng tín dụng trong vay vốn ngân hàng. Tác giả Bùi Phúc Trung (2012) vận dụng hàm phân biệt nhằm đánh giá rủi ro phá sản DN đang niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Kết quả phân loại các DN trên sàn thành 3 nhóm. Nhóm 1, có $Z > 1,7451$ chỉ báo cho các DN này đang gặp nguy cơ phá sản; nhóm 2, có $-0,9082 < Z < 1,7451$ thì DN này rơi vào vùng cảnh báo có nguy cơ phá sản; nhóm 3, là các DN nằm trong vùng an toàn, không có nguy cơ phá sản trong ngắn hạn, với $Z < -0,9082$.

Bên cạnh đó, có một số nghiên cứu liên quan đến rủi ro phá sản như nghiên cứu của Lê Cao Hoàng Anh và Nguyễn Thu Hằng (2012), Nguyễn Minh Hà và cộng sự (2013) phân tích mô hình Z-score với mẫu nghiên cứu gần 300 DN niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) trong 5 năm.

Các nghiên cứu vận dụng kỹ thuật phân tích MDA có ưu điểm là xem xét cân nhắc toàn bộ tập hợp các đặc điểm chung của các DN tương ứng và sự tương quan lẫn nhau giữa các đặc điểm đó. Trong khi đó, một nghiên cứu đơn biến chỉ có thể cân nhắc các công cụ đo lường được sử dụng cho nhóm chỉ định trước tại một thời điểm. Tuy nhiên, nhược điểm của mô hình là các biến độc lập phải tuân theo các giả định: có phân phối chuẩn, hệ số tương quan thấp, hoặc không tương quan, ma trận hiệp phương sai của các nhóm là như nhau... nhưng trên thực tế, các biến độc lập đôi khi rất khó thỏa mãn được yêu cầu này.

Từ những hạn chế đó, mô hình Probit và mô hình Logit được nhiều nhà nghiên cứu áp dụng trong phân tích rủi ro phá sản hơn. Mô hình Logit và Probit nghiên cứu sự phụ thuộc của một biến nhị phân vào các biến độc lập khác. Mục tiêu của các mô

hình này là sử dụng những nhân tố ảnh hưởng đến một DN (biến độc lập) để xác định khả năng những DN này sẽ có rủi ro phá sản (biến phụ thuộc) là bao nhiêu. Nghĩa là mô hình Logit và Probit có thể ước lượng xác suất mặc định một DN có rủi ro phá sản là bao nhiêu trực tiếp từ mẫu. Trong quá trình sử dụng mô hình này không đòi hỏi các giả thuyết về những nhân tố liên quan đến biến độc lập, có nghĩa là các nhân tố liên quan tới rủi ro phá sản dù là định tính hay định lượng đều có thể xử lý mà không gặp bất cứ một vấn đề nào. Tuy nhiên, trong quá trình xử lý số liệu, đòi hỏi phải có một số lượng dữ liệu đủ lớn cho mỗi phạm trù trong số liệu thống kê, đặc biệt là số liệu về các DN có rủi ro phá sản.

Về mặt phương pháp, việc áp dụng mô hình hồi quy nhị phân yêu cầu bốn bước. Thứ nhất, các tỷ số tài chính sẽ được tính toán; Thứ hai, mỗi tỷ số được nhân với một hệ số đặc trưng tương ứng với tỷ số đó. Hệ số đặc trưng này có thể âm hoặc dương; Thứ ba, kết quả tính toán được cộng tất cả lại với nhau; Thứ tư, khả năng phá sản của DN được tính toán. Ưu điểm của mô hình Logit và Probit so với mô hình khác là kết quả của nó có thể cung cấp trực tiếp được xác suất DN có rủi ro phá sản so với phương pháp MDA.

Tài liệu tham khảo:

1. Bùi Phúc Trung (2012), Đánh giá nguy cơ phá sản của DN niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam bằng hàm phân biệt. Tạp chí Khoa học, Trường Đại học Mở, TP. Hồ Chí Minh, số 1, trang 43-47;
2. Lê Cao Hoàng Anh và Nguyễn Thu Hằng (2012), Kiểm định mô hình chỉ số Z của Altman dự báo thất bại doanh nghiệp tại Việt Nam. Tạp chí Công Nghệ Ngân hàng-74, trang 3-9;
3. Nguyễn Minh Hà và cộng sự (2013), Các yếu tố tác động đến phá sản doanh nghiệp tại tỉnh Đồng Nai. Tạp chí Phát triển kinh tế, số 273, trang 26-38;
4. Nguyễn Thành Cường và cộng sự (2014), Ứng dụng mô hình chỉ số Z của Altman đánh giá rủi ro phá sản của các công ty chế biến thủy sản đang niêm yết trên Sàn chứng khoán Việt Nam;
5. Altman, E. (1968), Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. The Journal of Finance, 589-609;
6. Beaver, W. (1966), Financial ratios as predictors of failure. Journal of Accounting Research, 71-111;
7. Grice, J., & Ingram, R. (2001), Tests of the generalizability of Altman's bankruptcy prediction model. Journal of Business Research, 54(1), 53-61;
8. Hayes, S., K (2010), A Study of the Efficacy of Altman's Z to Predict Bankruptcy of Retail Firms. Economics & Business Journal: Inquiries & Perspectives, 3(1), 122-134.

Thông tin tác giả:

TS. Võ Thị Vân Na

Trường Đại học Kinh tế - Tài chính TP. Hồ Chí Minh

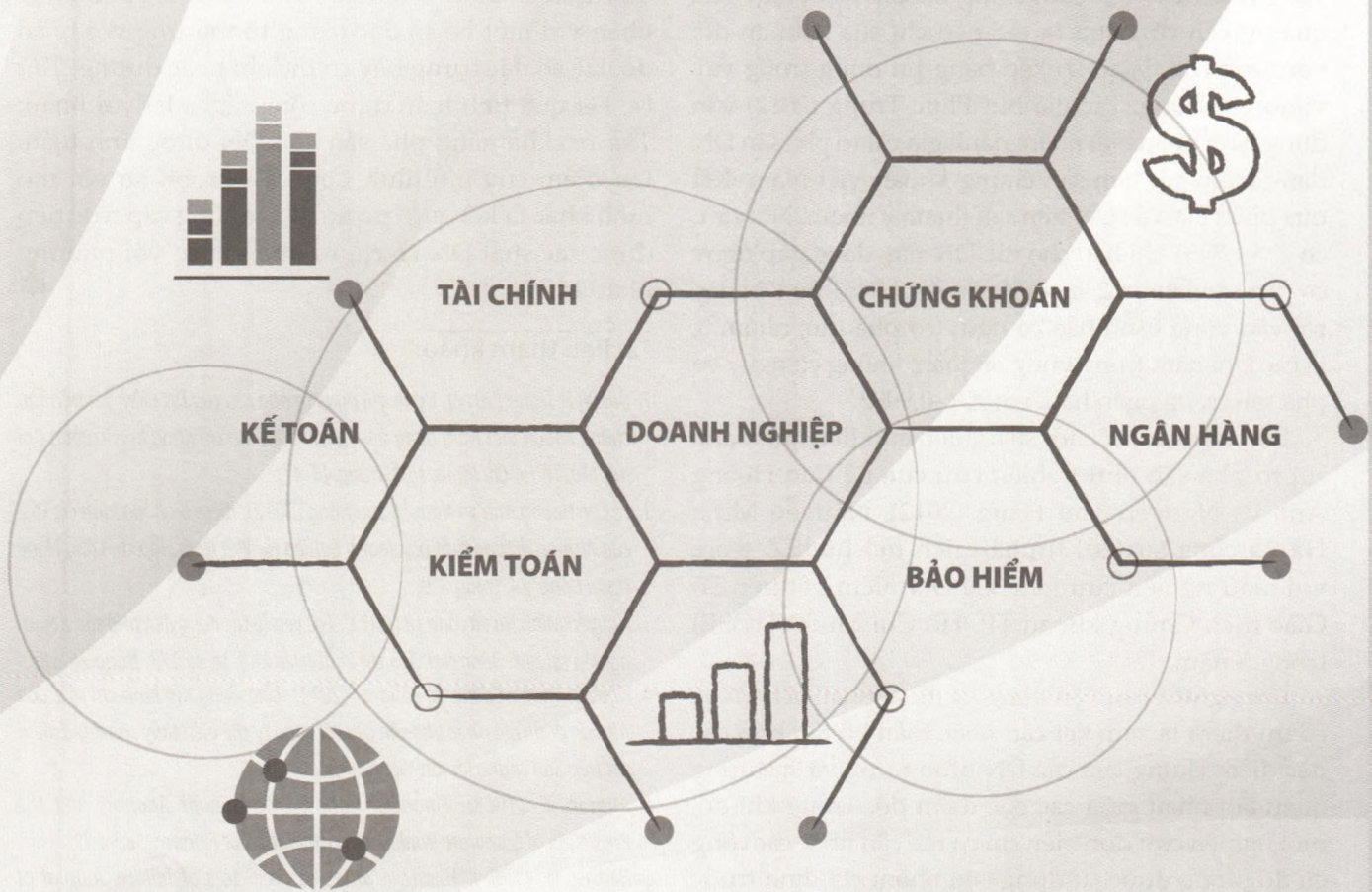
Email: navtv@uef.edu.vn



TẠP CHÍ
Tài chính

ISSN - 2615 - 8973

CƠ QUAN CỦA BỘ TÀI CHÍNH



▶ **GIỚI THIỆU KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU**