

# Rủi ro tài chính các doanh nghiệp viễn thông Việt Nam qua các mô hình kinh tế

Nguyễn Thị Chinh Lam  
Học viên Công nghệ Bưu chính Viễn thông

Đặt trong bối cảnh kinh tế xã hội Việt Nam hiện nay, khi nước ta đã gia nhập WTO và năm 2015 Việt Nam sẽ chính thức tham gia cộng đồng ASEAN, nền kinh tế nước ta đang đứng trước nhiều nguy cơ thách thức, đòi hỏi các doanh nghiệp nói chung và các doanh nghiệp viễn thông nói riêng phải có những đột phá trong kinh doanh cũng như cần phải củng cố tiềm lực của mình. Để làm được điều này, các doanh nghiệp viễn thông cần phải nhận thức, đánh giá được những rủi ro trong hoạt động trong đó có rủi ro tài chính để từ đó kiểm soát và phòng ngừa.

## 1. Mở đầu

Theo nghĩa hẹp, rủi ro tài chính là loại rủi ro mà doanh nghiệp phải đối mặt khi huy động vốn từ các khoản nợ để tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Người ta thường tính toán rủi ro tài chính bằng việc xem xét cơ cấu nguồn vốn của một doanh nghiệp. Sự xuất hiện của các khoản nợ trong cơ cấu nguồn vốn sẽ tạo ra cho doanh nghiệp những nghĩa vụ trả lãi phải được thanh toán cho chủ nợ trước khi trả cổ tức cho cổ đông nên nó có tác động lớn đến thu nhập của họ. Rủi ro tài chính là rủi ro có thể tránh được trong phạm vi mà các nhà quản lý có toàn quyền quyết định vay hay không vay. Một doanh nghiệp không vay nợ chút nào sẽ không có rủi ro tài chính. Mức độ rủi ro tài chính có thể chấp nhận được của doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào rủi ro kinh doanh (thu nhập từ hoạt động ổn định), các nhà đầu tư thường chấp nhận một mức rủi ro tài chính cao hơn.

## 2. Vận dụng mô hình Z' Score

Nhằm đánh giá về rủi ro tài chính tại các doanh nghiệp viễn thông, tác giả đã vận dụng mô hình Z-Score của tác giả E.I Altman (1968). Sơ đồ mô hình này được lựa chọn dựa trên cơ sở: chỉ số Z được thiết lập trong mô hình nhằm dự đoán về khả năng phá sản của doanh nghiệp trong tương lai 2 năm tới, tức là đánh giá về khả năng chống đỡ của doanh nghiệp với các khoản nợ phải trả. Trong khi đó tác giả sử dụng khái niệm rủi ro tài chính cũng với sự tương đồng là rủi ro khi doanh nghiệp thực hiện huy động nguồn vốn của mình theo nguồn vốn nợ phải trả.

Công thức tính hệ số Z Score cổ điển - áp dụng cho các doanh nghiệp sản xuất:

$$Z \text{ Score} = 1,2 * X1 + 1,4 * X2 + 3,3 * X3 + 0,61 * X4 + 0,999 * X5$$

Đối với doanh nghiệp chưa có phần hóa, ngành sản xuất Z-score được tính theo công thức:

$$Z' \text{ Score} = 0,717 * X1 + 0,847 * X2 + 3,107 * X3 + 0,42 * X4 + 0,998 * X5$$

Đối với doanh nghiệp khác Z-score được tính theo công thức (công thức này dùng cho hầu hết các doanh nghiệp):

$$Z'' \text{ Score} = 6,56 * X1 + 3,26 * X2 + 6,72 * X3 + 1,05 * X4$$

Trong quá trình nghiên cứu đặc điểm của các doanh nghiệp viễn thông, tác giả nhận thấy có doanh nghiệp đã cổ phần hóa có doanh nghiệp chưa thực hiện, doanh nghiệp vừa sản xuất vừa thương mại, do vậy mô hình Z'' vận dụng đánh giá về rủi ro tài chính là phù hợp.

Dựa vào báo cáo tài chính của 7 doanh nghiệp viễn thông tiêu biểu tại Việt Nam trong năm 2018, tác giả đã tính toán về trị số của Z'' như sau:

Bảng 1 Kết quả tính toán chỉ số Z'' - Score tại các DN viễn thông

	X1	X2	X3	X4	Z''
CMC Telecom	0,0074	0,0623	0,0787	0,5575	1,3661
VTC	0,1337	0,0430	0,0622	0,1970	1,6425
Viettel	0,5827	0,0009	0,0621	-4,0589	8,5015
SPT Telecom	0,2827	-0,0562	0,0079	1,5193	3,3195
Vinaphone	0,2890	0,1342	0,1678	0,5074	3,9931
Mobifone	0,2596	0,1536	0,1868	1,3622	4,8893
FPT Telecom	-0,0301	0,0989	0,1357	0,0013	1,0379

Thông qua bảng tính toán trên có thể thấy, các doanh nghiệp viễn thông đều có mức an toàn về tài chính hay nói cách khác nguy cơ về sự phá sản trong 2 năm tới (tính từ năm 2018) là không có, giá trị của Z'' là khá cao. Trong nhóm 7 công ty được nghiên cứu tìm hiểu có công ty CMC telecom có hệ số Z'' là 1,3661 và VTC có hệ số Z'' là 1,6425 giá trị này thuộc vùng 2, tức là công ty rơi vào vùng nguy hiểm tức là cần chú trọng đến khả năng phá sản. Khi xem xét chi tiết về các yếu tố ảnh hưởng đến hệ số Z'' của CMC tác giả nhận thấy so với các công ty khác thì giá trị đạt được của các biến ảnh hưởng là rất nhỏ đặc biệt là biến X1 (0,0074) mà hệ số ảnh hưởng của biến X1 lại khá cao 6,56 điều này làm cho giá trị của Z'' bị thấp. Giá trị X1 được tạo lập giữa trên vốn lưu động (TS ngắn hạn - Nợ ngắn

hạn) so sánh với tài sản của đơn vị, giá trị X1 thấp điều này chứng tỏ công ty có mức vốn lưu động là thấp, tức là tài sản ngắn hạn chỉ vừa đủ đảm bảo cho nợ ngắn hạn, điều này sẽ gây khó khăn cho doanh nghiệp duy trì hoạt động nếu gặp áp lực nợ ngắn hạn với thời hạn thanh toán càng thấp

Tại công ty VTC giá trị Z" thấp là sự ảnh hưởng của biến X3 (có hệ số lớn là 3,107) trong khi đó giá trị X3 đạt được chỉ là 0,0622. X3 được tạo lập từ các chỉ tiêu kinh tế lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) so sánh với tổng tài sản, X3 thấp chứng tỏ khả năng sinh lợi của đơn vị là chưa cao. Xét theo góc độ ảnh hưởng thì mức độ tạo ra lợi nhuận sẽ ảnh hưởng khá lớn đến sự an toàn tài chính của đơn vị.

Xét riêng trường hợp công ty SPT telecom, X2 đạt giá trị âm (-0,0562) tuy nhiên Z" lại có giá trị rất lớn, điều này được lý giải do X2 tạo từ lợi nhuận giữ lại (lợi nhuận lũy kế qua các năm) so với tài sản, tức là doanh nghiệp có lỗ lũy kế, tuy nhiên do sự ảnh hưởng tích cực của X1, X3 mà Z" có giá trị rất cao. Từ trường hợp này, có thể đưa ra những khuyến nghị các doanh nghiệp có thể thay đổi mức độ rủi ro từ việc lỗ lũy kế bằng cách cải thiện thiện hiệu tại thông qua khả năng thanh toán và sức sinh lời

Đối với trường hợp của FPT telecom, đây là 1 công ty phát triển được danh mạnh trong thị trường viễn thông nói riêng và trong nền kinh tế nói chung. Chỉ số Z" có giá trị thấp là do có sự ảnh hưởng ngược chiều từ giá trị của X1 (-0,0301) kết hợp với giá trị nhỏ của các biến số còn lại, lại một trường hợp nữa rủi ro tài chính bị ảnh hưởng lớn từ khả năng thanh toán

### 3. Vận dụng mô hình Alexander Bathory

Alexander Bathory (1984) nghiên cứu các tỷ lệ tài chính trong vấn đề dự đoán rủi ro tài chính của doanh nghiệp. Theo đó, Alexander Bathory (1984) phân tích 25 chỉ số bao gồm nhóm chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời, cơ cấu đầu tư tài sản, cơ cấu nguồn vốn..., sau đó tập trung vào 5 chỉ số giải thích rủi ro tài chính của DN, bao gồm: dòng tiền/nợ ngắn hạn (SZLit = CF/CL), lợi nhuận trước thuế/vốn kinh doanh (SYit = ROCE), vốn cổ phần/nợ ngắn hạn (GLit = EQ/CL), tài sản hữu hình ròng/tổng số nợ phải trả (YFit = NW/TL) và vốn lưu động/tổng tài sản (YZit = WC/TA)

$$FRit = SZLit + SYit + GLit + YFit + YZit$$

Bảng 2 Kết quả tính toán chỉ số theo mô hình Bathory từ các DN viễn thông

	SZLit	SYit	GLit	YFit	YZit	FR
	X1	X2	X3	X4	X5	FR
CMC Telecom	0,0115	0,2771	0,0696	0,8239	0,0008	0,9870
VTC	0,5106	0,3132	0,1170	0,3099	0,1337	0,9470
VTCtelecom	3,7128	0,0849	0,4306	0,4819	0,9817	8,0438
SPT Telecom	0,0015	0,0015	1,6109	0,7264	0,2827	2,1188
VinaPhone	0,2799	0,0985	0,5290	0,0051	0,2890	1,1534
VinhPhone	0,3267	0,3938	1,9973	1,0522	0,5298	3,2977
FPT Telecom	0,0757	0,6445	0,2061	0,5719	-0,0301	1,5668

Với mô hình của Bathory, khi áp dụng số liệu tài chính của các công ty viễn thông để tính giá trị rủi ro

lãi chính (FR) thì có một sự tương đồng cho kết quả của 3 công ty CMC telecom, FPT telecom và VTC. Ba công ty này có giá trị FR (CMC FR là 0,987, VTC là 0,947, còn FPT telecom là 1,5661) là thấp hơn hẳn so với 4 công ty còn lại

Điểm khác biệt của mô hình Bathory là tác giả không xây dựng mức đánh giá xem thế nào là phá sản (rủi ro tài chính), ở đây chỉ đưa vào giá trị của FR được xác lập chúng ta so sánh (có thể với giá trị này theo thời gian hoặc với các doanh nghiệp khác) để đánh giá mức độ rủi ro tài chính. Đồng thời thông qua mô hình các doanh nghiệp có thể xem xét giá trị của các yếu tố ảnh hưởng từ đó phân tích mức độ ảnh hưởng

Do 2 mô hình khi xem xét các yếu tố quyết định/ảnh hưởng đến rủi ro là có những biến số gần tương tự nhau nên kết quả tính toán giá trị các biến số cũng phù hợp giữa 2 mô hình, ví dụ X1 của mô hình Z" Score là tương tự với X1 trong mô hình Bathory.

### 4. Vận dụng mô hình H-score

Một trong những mô hình cũng được đánh giá cho khả năng dự báo phá sản chính xác đến 98% khi sử dụng để kiểm định doanh nghiệp 1 năm trước khi phá sản và độ chính xác 81% đối với việc dự báo trên một năm là mô hình Fulmer (Fulmer và các tác giả, 1984). Cùng với phương pháp MDA được sử dụng trong nghiên cứu của Altman, có thể là kỹ thuật stepwise cho phép chọn lọc ra các biến có tác động lớn nhất đến khả năng dự báo, mô hình Fulmer đã lựa chọn từ 40 chỉ số tài chính với bộ mẫu gồm 60 công ty trong đó 30 công ty phá sản và 30 công ty khỏe mạnh để xây dựng mô hình dự báo phá sản gồm 9 biến.

Mô hình H-score có dạng:

$$H = 5,528X1 + 0,212X2 + 0,073X3 + 1,270X4 - 0,120X5 + 2,335X6 + 0,575X7 + 1,083X8 + 0,894X9 - 6,075$$

Trong đó các biến X1 đến X9 được tính toán theo các công thức sau:

- X1 = Lợi nhuận giữ lại / Tổng tài sản
- X2 = Doanh thu thuần / Tổng tài sản
- X3 = Lợi nhuận trước thuế / Vốn chủ sở hữu
- X4 = Dòng tiền / Tổng nợ
- X5 = Tổng nợ / Tổng tài sản
- X6 = Nợ ngắn hạn / Tổng tài sản
- X7 = Log (Tài sản cố định)
- X8 = Vốn luân chuyển / Tổng nợ
- X9 = Log (EBIT/lãi vay)

Nếu H < 0: Doanh nghiệp sắp phá sản

Nếu H ≠ 0: Doanh nghiệp an toàn

thời gian	Bảng 3 Kết quả tính toán chỉ số H score tại các DN viễn thông								
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
CMC Telecom	0,0125	0,0816	0,1617	0,0009	0,5061	0,4665	1,6807	0,6083	0,4032
VTC	0,0310	0,0356	0,2532	0,0793	0,8020	0,6030	8,1068	0,4665	3,1406
VTCtelecom	0,3000	0,2388	0,6953	1,0079	0,1001	0,0257	11,0417	3,3333	0,0000
SPT Telecom	0,0016	0,0017	0,0011	0,0011	0,0046	0,3008	10,1000	0,0000	1,8482
VinaPhone	0,1342	0,5128	0,4952	0,0000	0,0002	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
VinhPhone	0,1516	0,0119	0,0820	0,0000	0,0000	0,3000	10,0000	0,1818	1,7223
FPT Telecom	0,0756	0,1924	3,3559	0,0712	0,0485	0,0390	12,8117	-0,006	1,0072

Mô hình H Score đã sử dụng 9 biến số và 1 hằng số để xác định giá trị mức độ phá sản (khả năng chống đỡ với các khoản nợ) của doanh nghiệp. Về kết quả khi áp dụng xác định H score tại 7 doanh nghiệp viễn thông cho thấy các doanh nghiệp đều chưa phải đối diện với khả năng phá sản (giá trị H score của cả 7 công ty đều lớn hơn 0). Tuy nhiên sự phân nhóm đã có thay đổi, khi áp dụng mô hình này thì VTC, CMC telecom, FPT telecom vẫn là các công ty có giá trị H thấp, nhưng góp thêm vào nhóm nào có sự bổ sung của công ty SPT telecom, với hệ số H chỉ đạt 1,848251, do sự ảnh hưởng của biến X1 được tạo lập từ lợi nhuận giữ lại (lãi lũy kế) có giá trị âm (-0,056) và hệ số ảnh hưởng lớn (5,528). Thông qua trường hợp này cả về lý thuyết và thực tiễn đều ủng hộ nhận định lợi nhuận hay việc cải thiện lợi nhuận công ty là một yếu tố then chốt hạn chế rủi ro tài chính.

## 5. Đánh giá và thảo luận

### 5.1. Những điểm tích cực

Khi vận dụng các mô hình kinh tế đo lường rủi ro tài chính tại các doanh nghiệp viễn thông cho kết quả chung là rủi ro tài chính mà các doanh nghiệp viễn thông gặp phải là không có hoặc nếu có thì ở mức độ thấp. Đây là tín hiệu đáng mừng cho các doanh nghiệp viễn thông, bởi lẽ với sự phát triển không ngừng của ngành sau thời kỳ bão hòa. Kết quả áp dụng 3 mô hình cho kết quả khá tương đồng tại các doanh nghiệp, cụ thể các doanh nghiệp như CMC telecom, VTC và FPT telecom là những công ty luôn bị đưa vào tầm đánh giá có mức độ rủi ro tài chính là cao hơn các công ty còn lại, thậm chí CMC telecom VTC còn bị đưa vào diện đối diện với nguy cơ phá sản trong mô hình Z score. Điều này dẫn đến kết luận, các mô hình kinh tế có độ tin cậy cao (trên thực tế các mô hình này đã được kiểm nghiệm vận dụng cho các doanh nghiệp lớn tại nhiều quốc gia, đồng thời nhiều nhà nghiên cứu khoa học đã vận dụng mô hình này trong nghiên cứu). Các doanh nghiệp Việt Nam cụ thể là doanh nghiệp viễn thông có thể vận dụng các mô hình để đo lường, đánh giá về tình hình tài chính.

Riêng nhóm doanh nghiệp viễn thông “không lớn” như Vinaphone, Mobifone khi vận dụng mô hình trên vào đo lường thì cho kết quả rất đáng mừng, các doanh nghiệp này hầu như không có rủi ro tài chính hay nói cách khác mức độ an toàn tài chính là khá cao, điều này thể hiện ở những khía cạnh: khả năng chống đỡ với các khoản nợ trong ngắn hạn và dài hạn, mức độ sinh lời là ổn định, cơ cấu về tài chính là hợp lý. Điều này không chỉ tạo nên sự ổn định tài chính cho các doanh nghiệp mà còn là sự ổn định tài chính cho cả ngành viễn thông và mở rộng ra là nền kinh tế

### 5.2. Những hạn chế

Bên cạnh những điểm sáng tích cực từ kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra những tồn tại, hạn chế mà các doanh nghiệp viễn thông cần xem xét

Thứ nhất, vấn đề về luân chuyển vốn và mức sinh lời là yếu tố ảnh hưởng quyết định đến rủi ro tài chính của các doanh nghiệp viễn thông. Thông qua kết quả phân tích tài nhóm các công ty có chỉ số Z', FR, H score thấp cho thấy các công ty này chưa kiểm soát được dòng vốn luân chuyển (đặc biệt là vốn lưu động), điều này sẽ gây khó khăn khi doanh nghiệp phải sinh nhiều khoản nợ ngắn hạn. Với đặc điểm cung cấp dịch vụ viễn thông, internet kỹ thu liên bình quân của các doanh nghiệp sẽ khoảng từ 30 đến 40 ngày như vậy xét trên góc độ khách quan thì dòng tiền lưu động của doanh nghiệp phải lớn. Với nội dung này, các doanh nghiệp viễn thông cần xem xét hai vấn đề: khả năng thu hồi nợ và kế hoạch thanh toán với các khoản nợ (đặc biệt là nợ trong ngắn hạn). Vấn đề tiếp theo các doanh nghiệp viễn thông cần chú trọng nếu muốn hạ thấp rủi ro tài chính đó là nâng cao hoặc cải thiện khả năng sinh lời, bởi xét theo các mô hình kinh tế khi xác lập các biến có chứa lợi nhuận, các biến này luôn gắn với hệ số ảnh hưởng khá cao. Điều này là hoàn toàn phù hợp với thực tế, một doanh nghiệp muốn tồn tại và phát triển trước hết là bảo toàn và phát triển vốn, muốn phát triển vốn thì cần tạo ra lợi nhuận.

Vấn đề thứ hai, để đưa ra kết quả chính xác trong quá trình vận dụng mô hình, buộc các doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp viễn thông phải chuẩn hóa dữ liệu báo cáo tài chính. Việc chuẩn hóa có những khía cạnh sau, trước hết là tính chính xác của số liệu, các số liệu trên báo cáo tài chính phải đảm bảo phù hợp với thực tế hoạt động của doanh nghiệp. Tránh tình trạng do yếu tố khách quan, chủ quan doanh nghiệp đã thay đổi số liệu báo cáo thì việc áp dụng mô hình và đưa ra những phân tích đánh giá là không còn ý nghĩa. Góc độ tiếp theo của việc chuẩn hóa dữ liệu là sự thống nhất trong công bố tình hình tài chính dưới hình thức các báo cáo tài chính. Các công ty nên thống nhất về số liệu tài chính qua từng năm, tránh hiện tượng số liệu của năm nay không tiếp nối số liệu báo cáo tài chính đã công bố năm trước./

## Tài liệu tham khảo

Lê Hoàng Vinh (2014), Cơ cấu vốn và rủi ro tài chính doanh nghiệp, Luận án tiến sĩ, Đại học Ngân hàng TP Hồ Chí Minh

Alexander Bathory (1984), Bhunia&Mukhuti, 2012, p.29

Edward I.Alتمان (1968), Z-Score model, Journal of Finance

Báo cáo tài chính các doanh nghiệp viễn thông (CMC telecom, VTC, Vishipel, SPT telecom, FPT telecom, Vinaphone, Mobifone năm- 2018)