

CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN KHẢ NĂNG KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG VÀ BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

TS. Nguyễn Thị Hồng*

Nghiên cứu này được thực hiện để phân tích ảnh hưởng của các nhân tố bao gồm tỷ lệ đòn bẩy tài chính, tỷ lệ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên tổng doanh thu, tỷ lệ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên tổng nợ, quy mô công ty đến khả năng kiệt quệ tài chính của 147 doanh nghiệp xây dựng và bất động sản niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2015-2022 với 1.042 quan sát. Biến độc lập là kiệt quệ tài chính được đo lường theo mô hình của Atlman (1968). Bằng phương pháp thống kê mô tả, kiểm định tương quan và phân tích hồi quy đa biến. Kết quả thu được tỷ lệ đòn bẩy tài chính, tỷ lệ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, quy mô công ty có tác động ngược chiều đến khả năng kiệt quệ tài chính, tỷ lệ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên tổng nợ có tác động thuận chiều. Qua bài nghiên cứu này, tác giả đưa ra một số khuyến nghị cho nhà quản trị, nhà đầu tư để có những quyết định đúng đắn khi đầu tư vào doanh nghiệp.

• Từ khóa: kiệt quệ tài chính, đòn bẩy tài chính, quy mô, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh.

This study was conducted to analyze the influence of factors including financial leverage ratio, ratio of cash flow from operating activities to total revenue, ratio of cash flow from operating activities to total debt, company size to financial distress of 147 construction and real estate enterprises listed in Vietnam in the period 2015-2022 with 1,042 observations. The independent variable is financial distress measured according to Atlman's (1968) model. Using descriptive statistics, testing correlation and multivariate regression analysis. The results show that financial leverage ratio, cash flow ratio from business activities, and company size have a negative impact on the possibility of financial distress, cash flow ratio from business activities to total debt. have a positive impact. Through this research article, the author gives some recommendations for administrators and investors to make the right decisions when investing in businesses.

• Key words: financial distress, financial leverage, company size, cash flow from operating activities.

JEL codes: M10, M40, M41.

Ngày gửi bài: 07/11/2023

Ngày gửi phản biện: 08/11/2024

Ngày nhận kết quả và sửa sau phản biện: 26/02/2024

Ngày chấp nhận đăng: 27/02/2024

có xu hướng tăng so với năm 2022. Một trong những nguyên nhân dẫn đến tình trạng các doanh nghiệp giải thể, phá sản là kiệt quệ tài chính. Do đó, dự báo khả năng kiệt quệ tài chính của DN đã trở thành nhu cầu cần thiết, là một vấn đề mà các nhà đầu tư, chủ nợ và các nhà quản lý của DN đang rất quan tâm trong giai đoạn này. Trong bài viết này, tác giả đánh giá các yếu tố tác động đến khả năng kiệt quệ tài chính của DN, giúp cho nhà quản lý có những quyết sách phù hợp nhằm duy trì hoạt động và có những biện pháp thúc đẩy giúp doanh nghiệp phát triển. Bên cạnh đó, nhận diện được các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng kiệt quệ tài chính cũng giúp cho các nhà đầu tư, chủ nợ có thể ra những quyết định kinh tế đúng đắn. Từ những vấn đề cấp thiết trên, tác giả lựa chọn vấn đề “Các nhân tố tác động đến khả năng kiệt quệ tài chính của các DN xây dựng và bất động sản niêm yết tại Việt Nam” để nghiên cứu. Từ đó, có thể giúp nhà đầu tư, chủ nợ và các nhà quản lý nhận diện được mức độ ảnh hưởng của các nhân tố ảnh hưởng để hạn chế số lượng DN rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính.

2. Tổng quan nghiên cứu và cơ sở lý thuyết

2.1. Tổng quan nghiên cứu

Nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng kiệt quệ tài chính nhận được sự quan tâm của nhiều

1. Giới thiệu

Theo Tổng cục Thống kê, trong 6 tháng đầu năm 2023 có 60.200 doanh nghiệp tạm ngừng kinh doanh có thời hạn, 31.000 doanh nghiệp ngừng hoạt động chờ làm thủ tục giải thể và 8.800 doanh nghiệp hoàn tất thủ tục giải thể. Con số về các doanh nghiệp này

* Trường Đại học Công nghiệp Hà Nội; email: nguyenthihong@haui.edu.vn

nhà nghiên cứu trên thế giới từ những năm đầu sau chiến tranh thế giới lần thứ II. Nghiên cứu của Beaver (1966) được coi là một trong những nghiên cứu nền tảng về khả năng kiệt quệ tài chính. Tác giả đã sử dụng phương pháp phân biệt đơn biến trong việc dự báo khả năng thất bại của 79 doanh nghiệp trong giai đoạn 1954-1964. Tuy nhiên, phương pháp này của Beaver khi áp dụng vào thực tế cho kết quả không thống nhất, gây nên khó khăn trong việc phân tích tình hình thực tế DN. Kế thừa nghiên cứu của Beaver (1966), Altman (1968) áp dụng mô hình phân tích đa biến có thể khắc phục được hạn chế của Beaver. Tuy nhiên, mô hình phân tích đa biến mà Altman sử dụng vẫn còn một số hạn chế như mô hình giả định rằng tất cả các biến độc lập có phân phối chuẩn, kết quả dự báo mới chỉ dừng lại ở việc xác định doanh nghiệp an toàn hay không, các hệ số biến riêng trong mô hình phân biệt không thể xác định ý nghĩa của các biến giải thích trong mô hình. Ohlson (1980) đã sử dụng phương pháp logarit để ước lượng xác suất xảy ra kiệt quệ tài chính với dữ liệu của 105 DN phá sản và 2,058 DN không phá sản trong thời kỳ 1970-1976 ở Mỹ. Kết quả cho thấy mô hình Ohlson dự báo trước một năm kiệt quệ tài chính xảy ra có độ chính xác 96,12%. Chiristidis và Gregory (2010) đã kiểm định một tập hợp các biến số tài chính, thị trường và vĩ mô trong một mô hình dự báo kiệt quệ tài chính cho các DN niêm yết tại Anh bằng mô hình Hazard, với mẫu gồm 589 DN niêm yết trong giai đoạn 1978-2006. Kết quả cho thấy việc kết hợp đồng thời các biến tài chính, thị trường và vĩ mô có khả năng dự báo kiệt quệ tài chính. Thim (2011) và cộng sự nghiên cứu các doanh nghiệp tại Malaysia giai đoạn 2005-2009, kết quả thu được quy mô, đòn bẩy tài chính có mối quan hệ cùng chiều với khả năng kiệt quệ tài chính. Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận lại có mối quan hệ ngược chiều. Nguyễn Thu Hằng và Lê Cao Hoàng Anh (2012) kiểm định mô hình chỉ số Z của Altman trong dự báo thất bại của DN tại Việt Nam. Kết quả kiểm định cho thấy mô hình của 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 2 năm. Tinoco và cộng sự (2013) sử dụng mẫu quan sát 23.218 công ty trong giai đoạn 1980-2022 với việc dựa trên các tiện ích của việc kết hợp dữ liệu kế toán, dựa trên thị trường và kinh tế vĩ mô. Nghiên cứu phát triển mô hình rủi ro cho các công ty niêm yết dự đoán kiệt quệ và phá sản. Kết quả cho thấy tiện ích của việc kết hợp dữ liệu kế toán, thị trường và vĩ mô trong tình trạng khó khăn tài chính mô hình dự đoán cho các DN niêm yết. Kết quả cuối cùng thu được các biến các tác động đến khả năng kiệt quệ tài chính gồm tổng số tiền tự hoạt động đến tổng nợ phải trả, tổng nợ phải trả đối

với tổng tài sản, không có khoảng thời gian tín dụng, vốn lưu động trên tổng tài sản. Lê Chí Đạt và Phạm Hoàng Chiến (2016) dự báo khả năng gặp khó khăn tài chính cho các công ty niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Tác giả sử dụng mẫu nghiên cứu 1,137 quan sát của 167 DN phi tài chính niêm yết trên sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh giai đoạn 2006-2014. Tác giả đưa các biến tài chính vào mô hình hồi quy sau đó lần lượt bổ sung các biến kinh tế vĩ mô và thị trường vào mô hình. Kết quả nghiên cứu cho thấy các biến tài chính kết hợp với các thông tin vĩ mô và thị trường giúp gia tăng mức độ chính xác trong việc dự báo tình trạng gặp khó khăn tài chính của doanh nghiệp.

Qua việc liệt kê một số công trình nghiên cứu trước nhóm tác giả nhận thấy đã có một số nghiên cứu chuyên sâu về các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng kiệt quệ tài chính tại Việt Nam và trên thế giới nhưng kết quả vẫn chưa đồng nhất. Cần có những nghiên cứu chuyên sâu ở các lĩnh vực khác nhau và quy mô mẫu lớn để khẳng định mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến khả năng kiệt quệ tài chính. Do đó, bài báo này tiến hành nghiên cứu thực nghiệm nhằm tìm ra mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến khả năng kiệt quệ tài chính của các DN niêm yết tại Việt Nam.

2.2. Cơ sở lý thuyết

Kiệt quệ tài chính là trạng thái mà một công ty đáp ứng một cách khó khăn các nghĩa vụ tài chính của mình đối với các chủ nợ. Trạng thái của kiệt quệ tài chính là quá trình thay đổi linh hoạt các trạng thái khác nhau giữa tình trạng khó khăn tạm thời của doanh nghiệp và phá sản, là kết quả của các bất thường xảy ra trong hoạt động kinh doanh suốt một khoảng thời gian. Các trạng thái này bao gồm thất bại, mất khả năng thanh khoản, vỡ nợ và phá sản.

Các dấu hiệu nhận biết kiệt quệ tài chính

Giai đoạn sớm - giai đoạn thất bại: Trong giai đoạn thất bại, doanh nghiệp gặp một số khó khăn trong hoạt động kinh doanh như doanh số sụt giảm, doanh thu không đủ để bù đắp chi phí làm thu nhập hoạt động bị âm, doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc thu hồi công nợ nên tình trạng bị thiếu hụt tiền mặt để hoạt động (Whitaker, 1999), tỷ suất sinh lợi cổ phiếu âm (Opler và Titman, 1994).

Giai đoạn giữa - giai đoạn mất khả năng thanh khoản: Trong giai đoạn mất khả năng thanh khoản, tỷ suất sinh lợi giảm, tiền mặt giảm do thua lỗ liên tục (Makridakis, 1991), công ty phải cắt giảm hay ngưng chi trả cổ tức, phải gia hạn nợ hay điều chỉnh kỳ hạn trả nợ, vi phạm hợp đồng tín dụng, gián đoạn việc

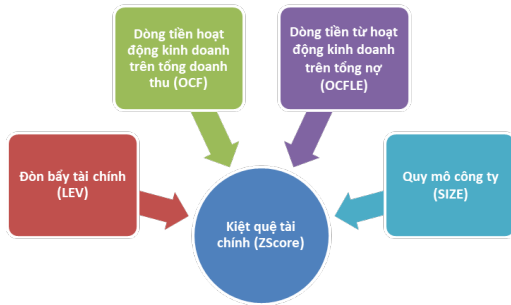
thanh toán nợ, bị giảm thời hạn cấp tín dụng từ các chủ nợ (Altman và Hotchkiss, 1993).

Giai đoạn sau - giai đoạn vỡ nợ, phá sản: Trong giai đoạn này, công ty thường xuyên thua lỗ trong hoạt động kinh doanh, việc thiếu hụt tiền mặt gia tăng, việc vi phạm hợp đồng tín dụng trở thành vấn đề thường xuyên và có thể dẫn đến việc đệ trình đơn xin phá sản lên tòa án (Altman và Hotchkiss, 1993).

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình và giả thuyết nghiên cứu

Căn cứ cơ sở lý thuyết và các bằng chứng thực nghiệm, bài viết căn cứ vào nghiên cứu thực nghiệm của Sayari & Mugan (2013) và thực hiện nhận diện kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam với mô hình nghiên cứu như sau:



Toàn bộ các thước đo biến phụ thuộc, độc lập và kiểm soát được khái quát ở Bảng 1.

Bảng 1: Tên biến nghiên cứu và đo lường

Mã hóa biến	Tên biến	Đo lường
Biến phụ thuộc - Kiệt quệ tài chính		
ZScore	Kiệt quệ tài chính	$Z\text{-Score} = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5$ $X_1 = \text{Vốn lưu động/Tổng tài sản}$ $X_2 = \text{Lợi nhuận giữ lại/Tổng tài sản}$ $X_3 = \text{Lợi nhuận trước thuế và lãi vay/Tổng tài sản}$ $X_4 = \text{Giá trị vốn hóa thị trường/Giá trị sổ sách của nợ}$ $X_5 = \text{Doanh thu/Tổng tài sản}$ $Z\text{-Score} < 1,8: \text{Kiệt quệ tài chính}$ $1,81 \leq Z\text{-Score} \leq 2,99: \text{Kết quả không chắc chắn}$ $Z\text{-Score} > 2,99: \text{Sức khỏe tài chính tốt}$
Biến độc lập		
LEV	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ/Tổng tài sản
OCF	Dòng tiền hoạt động kinh doanh trên tổng doanh thu	Dòng tiền hoạt động kinh doanh/Tổng doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ
OCFLE	Dòng tiền hoạt động kinh doanh trên tổng nợ	Dòng tiền hoạt động kinh doanh/Tổng nợ
SIZE	Quy mô công ty	Logarit Tổng tài sản

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp.

Nghiên cứu này đo lường biến phụ thuộc là kiệt quệ tài chính bằng mô hình Z-Score của Altman (1968), đây là mô hình phổ biến nhất. Theo Tanjung (2020) Z-Score là mô hình dự đoán chính xác nhất

khả năng kiệt quệ tài chính khi so sánh với S-Score, X-Score và O-Score.

Dựa trên kết quả của những nghiên cứu trước, nhóm tác giả đưa ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

H0: Tỷ lệ đòn bẩy tài chính có tác động cùng chiều đến khả năng kiệt quệ tài chính của các DN xây dựng và bất động sản niêm yết tại Việt Nam

H1: Tỷ lệ dòng tiền hoạt động kinh doanh trên tổng doanh thu có tác động ngược chiều đến khả năng kiệt quệ tài chính của các DN xây dựng và bất động sản niêm yết tại Việt Nam

H2: Tỷ lệ dòng tiền hoạt động kinh doanh trên tổng nợ có tác động ngược chiều đến khả năng kiệt quệ tài chính của các DN xây dựng và bất động sản niêm yết tại Việt Nam

H3: Quy mô công ty có tác động ngược chiều đến khả năng kiệt quệ tài chính của các DN xây dựng và bất động sản niêm yết tại Việt Nam

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Qua tổng hợp của nhóm tác giả, năm 2022 có 1.514 doanh nghiệp thuộc tất cả các ngành nghề niêm yết trên hai sàn chứng khoán là Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội, trong đó có 162 DN thuộc lĩnh vực xây dựng và bất động sản (chiếm tỷ lệ 10,7%). Như vậy, các DN thuộc lĩnh vực xây dựng và bất động sản có ảnh hưởng khá lớn đến các DN niêm yết nói chung. Trong nghiên cứu này tác giả sử dụng dữ liệu trên báo cáo tài chính của các DN trong lĩnh vực sản xuất niêm yết trên 2 sàn chứng khoán là HNX và HOSE trong giai đoạn 2015-2022. Sau khi loại bỏ các biến không có dữ liệu, tác giả thực hiện phân tích trên 147 doanh nghiệp với 1,042 quan sát.

3.3. Kỹ thuật xử lý dữ liệu

Mục đích của nghiên cứu này là phân tích sự tác động các nhân tố đến khả năng kiệt quệ tài chính của các DN sản xuất niêm yết trên hai sàn chứng khoán HNX và HOSE. Dựa trên những nghiên cứu trước về hiệu quả tài chính, nhóm tác giả xây dựng giả thuyết, mô hình nghiên cứu cũng như đo lường các biến trong mô hình. Để kiểm định tác động của cường độ sử dụng vốn đến hiệu quả tài chính, dữ liệu thứ cấp được thu thập trên báo cáo tài chính của các DN sau đó tiến hành phân tích bằng phần mềm Stata 15.1 với quy trình như sau:

- Phương pháp thống kê mô tả, kiểm định tương quan giữa các biến để có cái nhìn tổng quan về các biến trong mô hình.

- Phân tích hồi quy đa biến sử dụng mô hình bình phương tối thiểu (POLS), mô hình hiệu ứng cố định (FEM) và mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (REM) và so

sánh sự phù hợp giữa các mô hình để tìm ra mô hình tối ưu.

- Kiểm định phương sai biến đổi, kiểm định hiện tượng tự tương quan trong dữ liệu bảng và khắc phục các hiện tượng này bằng phương pháp bình phương tối thiểu tổng quát (FGLS) để có được mô hình đáng tin cậy.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Thống kê mô tả giá trị nhỏ nhất, nhỏ nhất, giá trị trung bình và độ lệch chuẩn

Bảng 2 thể hiện kết quả thống kê mô tả cho các biến nghiên cứu, phản ánh giá trị trung bình (mean), giá trị nhỏ nhất (minimum), giá trị lớn nhất (maximum) và độ lệch chuẩn (Std.Dev).

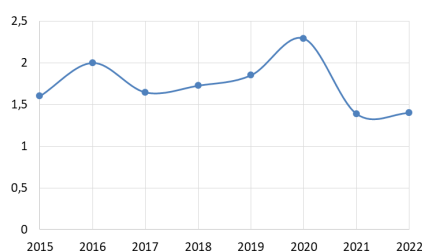
Bảng 2: Kết quả thống kê mô tả cho 1.042 quan sát (2015-2022)

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ZScore	1,042	1.736757	2.219718	-0.99054	32.66735
LEV	1,042	0.591749	0.200243	0.01099	0.991947
OCF	1,042	-0.25562	6.748086	-176.664	74.3823
OCFLE	1,042	-0.00104	2.468736	-62.7763	46.9385
SIZE	1,042	28.35008	1.483901	24.18532	33.98957

Nguồn: Kết quả từ Stata 15.1

Bảng trên tổng hợp kết quả thống kê mô tả của 147 công ty với 1.042 quan sát trong thời gian 8 năm từ 2015-2022. Độ lệch chuẩn cho thấy các biến trong mô hình có sự nhất quán về mức độ phân tán. Chỉ số Zscore có giá trị nhỏ nhất là -0,99054 và giá trị lớn nhất là 32,66735, giá trị trung bình là 1,736757 với độ lệch chuẩn 2,219718. Điều này cho thấy dữ liệu biến Zscore có độ phân phối lớn vì độ lệch chuẩn lớn hơn giá trị trung bình.

Biểu đồ 1: Giá trị trung bình của kiệt quệ tài chính (Zscore) giai đoạn 2015-2022



Nguồn: Kết quả từ Stata 15.1

Biểu đồ trên cho thấy các DN xây dựng và bất động sản có hệ số ZScore trung bình qua các năm đều dưới 2,5, theo nghiên cứu của Altman (1968) thì hệ số Zscore >2.99 thì sức khỏe tài chính tốt. Do đó, giá trị trung bình của chỉ số Zscore ở biểu đồ trên cho thấy các DN xây dựng và bất động sản đang gặp khó khăn về tài chính.

4.2. Hồi quy tương quan

Bảng 3 cho thấy kết quả sự tương quan giữa các biến, đo lường theo hệ số Pearson.

Bảng 3: Hệ số tương quan Pearson giữa các biến

	ZScore	LEV	OCF	OCFLE	SIZE
ZScore	1				
LEV	-0.4571	1			
OCF	-0.0934	0.0868	1		
OCFLE	0.2002	0.0144	0.0818	1	
SIZE	-0.1536	0.1682	0.0472	0.0146	1

Nguồn: Kết quả từ Stata 15.1

Bảng 3 mô tả mối quan hệ tương quan giữa các biến trong mô hình gồm biến phụ thuộc Zscore và 4 biến độc lập LEV, OCF, OCFLE, SIZE. Dựa vào bảng trên có thể thấy hầu hết các biến đều có ý nghĩa thống kê và có mối tương quan. Theo kết quả ở bảng trên thì hệ số tương quan giữa các cặp biến trong mô hình không có cặp nào lớn hơn 0,8 nên ít xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến đưa vào mô hình. Vì vậy, có thể kết luận mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng.

4.3. Hồi quy tuyến tính

Hồi quy tuyến tính bằng mô hình POLS, FEM, REM

Bảng 4: Kết quả hồi quy

	POLS	FEM	REM	GLS
LEV	-5.659*** [-15.08]	-7.603*** [-12.55]	-5.659*** [-15.08]	-4.887*** [-16.29]
OCF	-0.0247*** [-3.02]	-0.0249*** [-3.03]	-0.0247*** [-3.02]	-0.0226*** [-2.57]
OCFLE	0.186*** [8.24]	0.183*** [7.93]	0.186*** [8.24]	0.192*** [7.99]
SIZE	-0.132** [-2.39]	-0.197 [-1.58]	-0.132** [-2.39]	-0.119*** [-2.94]
_cons	8.826*** [5.76]	11.83*** [3.48]	8.826*** [5.76]	7.986*** [7.06]
N	1,042	1,042	1,042	1,042
R-sq		0.248		
Kiểm định F	F(146, 891) = 2.95 Prob > F = 0.0000			
Kiểm định BP Lagrange test	chibar2(01) = 130.32 Prob > chibar2 = 0.0000			
Hausman test	Chi2(4) = 38.42 Prob>chi2 = 0.0000			

Nguồn: Kết quả từ Stata 15.1

Bảng 4 mô tả kết quả hồi quy tuyến tính của cường độ sử dụng vốn đến hiệu quả tài chính theo 3 mô hình là POLS, FEM, REM. Với kết quả kiểm định để so sánh các cặp mô hình POLS và FEM (F-test), FEM và REM (Hausman test), REM và POLS (Breusch-Pagan Lagrange test), mô hình FEM là mô hình tối ưu phù hợp cho nghiên cứu. Sau đó, nhóm tác giả tiến hành kiểm định để đánh giá liệu mô hình FEM được xây dựng có khiếm khuyết không. Kết quả kiểm định phương sai thay đổi cho thấy giá trị Prob>chi2 bằng

0,0000 (nhỏ hơn 0,05) nên chúng tôi kết luận mô hình có hiện tượng phương sai thay đổi. Tiếp theo, nhóm tác giả kiểm định Wooldridge và thu được kết quả $\text{Prob} > F$ bằng 0,0489 nhỏ hơn mức ý nghĩa 0,05 nên chúng tôi cho rằng mô hình có xảy ra hiện tượng tự tương quan. Để khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi nhóm tác giả thực hiện hồi quy bằng phương pháp hồi quy FGLS (ước lượng bình phương bé nhất tổng quát khả thi) và kết quả thu được của hồi quy FEM, REM và FGLS.

Qua bảng 4 cho thấy tỷ lệ đòn bẩy tài chính (LEV) có giá trị bằng -4.887, điều này có nghĩa tỷ lệ đòn bẩy tài chính có tác động ngược chiều đến khả năng kiệt quệ tài chính, bác bỏ giả thuyết H0. Doanh nghiệp xây dựng và bất động sản có tỷ lệ đòn bẩy tài chính càng cao thì càng ít có khả năng kiệt quệ tài chính. Các DN ít phải đối mặt với kiệt quệ tài chính không chỉ có cơ hội tiếp cận các khoản vay dễ dàng với lãi suất thấp hơn và đảm bảo hiệu quả sử dụng nợ của DN.

Giá trị biến tỷ lệ dòng tiền hoạt động kinh doanh trên tổng doanh thu (OCF) có giá trị -0,00226, điều này có nghĩa tỷ lệ dòng tiền hoạt động kinh doanh trên tổng doanh thu có tác động ngược chiều đến khả năng kiệt quệ tài chính, chấp nhận giả thuyết H1. Kết quả này phù hợp với kết quả nghiên cứu thực nghiệm của Sayari & Mugan (2013). Kết quả này ủng hộ nguyên lý phân tích dòng tiền, theo đó dòng tiền hoạt động kinh doanh thặng dư và gia tăng cho thấy DN có khả năng tập tiền và cải thiện, đây là nguồn tiền phù hợp để DN có thể thực hiện trách nhiệm với chủ nợ và qua đó giảm thiểu khả năng kiệt quệ tài chính và ngược lại.

Giá trị biến tỷ lệ dòng tiền hoạt động kinh doanh trên tổng nợ (OCFLE) có giá trị 0,192, điều này có nghĩa tỷ lệ dòng tiền hoạt động kinh doanh trên tổng nợ có tác động thuận chiều đến khả năng kiệt quệ tài chính, bác bỏ giả thuyết H2. Doanh nghiệp có tỷ lệ nợ lớn trên tổng dòng tiền thì dẫn đến khó khăn trong việc trả nợ, do đó làm gia tăng khả năng kiệt quệ tài chính của DN.

Giá trị biến quy mô công ty (SIZE) có giá trị bằng -0,119, điều này có nghĩa quy mô công ty có mối quan hệ ngược chiều với khả năng kiệt quệ tài chính, chấp nhận giả thuyết H3. Việc nhận định nhân tố này, không phải giải pháp là nâng quy mô lên, mà thực chất các nhà quản trị DN phải làm cách nào để giải quyết những khó khăn gặp phải của một DN có quy mô nhỏ và từ đó hạn chế được khả năng dẫn đến kiệt quệ tài chính.

Kết luận

Nghiên cứu này nhằm mục đích kiểm định sự tác động của các nhân tố tỷ lệ đòn bẩy tài chính, tỷ lệ dòng

tiền từ hoạt động kinh doanh trên tổng tài sản, tỷ lệ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên tổng nợ, quy mô công ty đến khả năng kiệt quệ tài chính của các DN xây dựng và bất động sản niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2015-2022. Bằng phương pháp thống kê mô tả, kiểm định tương quan, phân tích hồi quy cho thấy tỷ lệ đòn bẩy tài chính, tỷ lệ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên tổng tài sản, quy mô công ty có mối quan hệ ngược chiều với kiệt quệ tài chính. Tuy nhiên, tỷ lệ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên tổng nợ lại có mối quan hệ thuận chiều. Qua nghiên cứu này tác giả khuyến nghị các nhà quản trị doanh nghiệp nên kiểm soát và cơ cấu lại tỷ lệ nợ ở mức thích hợp. Trước khi tiến hành vay lớn và dài hạn, cần phải đánh giá một cách chặt chẽ khả năng sinh lời xem những khoản vay nào có thể tạo mức sinh lời ít nhất là để bù đắp chi phí lãi vay hay không.

Tuy nhiên, nghiên cứu này của nhóm tác giả còn những hạn chế nhất định vì nghiên cứu chỉ sử dụng dữ liệu của 147 DN xây dựng và bất động sản niêm yết tại Việt Nam mà chưa nghiên cứu được tổng thể các DN thuộc các ngành khác nhau trong nền kinh tế. Kiệt quệ tài chính mới đo lường theo một mô hình của Altman (1968) mà chưa đo lường theo các mô hình khác nhau, do đó chưa phản ánh chính xác nhất về ảnh hưởng của những nhân tố đến khả năng kiệt quệ tài chính tại các DN xây dựng và bất động sản. Đây cũng là những khoảng trống để tác giả cũng như các nhà nghiên cứu tại Việt Nam có thể thực hiện trong những nghiên cứu tiếp theo.

Tài liệu tham khảo:

- Altman, E. (1968). 'Financial ratios, discriminant analysis, and the prediction of corporate bankruptcy'. *Journal of Finance* 23(4), 589-609.
- Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (1993). *Corporate financial distress and bankruptcy* (Vol. 1998, pp. 105-110). New York: John Wiley & Sons.
- Beaver, W. H. (1966). 'Financial ratios as predictors of failure'. *Empirical Research in Accounting: Selected Studies* 4, 71-102.
- Christidis, A., & Gregory, A. (2010). *Some new models for financial distress prediction in the UK*. Xfi-Centre for Finance and Investment Discussion Paper, (10).
- Lê, Đ. C., & Phạm, H. C. (2016). *Dự báo khả năng gặp khó khăn tài chính cho các công ty niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh*.
- Lê Hoàng Cao Anh, Nguyễn Thu Hằng (2012), "kiểm định mô hình Z của Altman trong dự báo thất bại doanh nghiệp tại Việt Nam", *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng* số 74, tháng 5/2012.
- Makridakis S. (1991), "What Can We Learn from Corporate Failure?", *Long Range Planning*, Vol. 24(4):115-126
- Ohlson, J. (1980). 'Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy'. *Journal of Accounting Research* 18, 109-131.
- Opler, T. C., & Titman, S. (1994). *Financial distress and corporate performance*. *The Journal of finance*, 49(3), 1015-1040.
- Sayari, N., & Mugan, F. N. C. S. (2013). *Cash flow statement as an evidence for financial distress*. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 1(3), 95-103.
- Tanjung, P. R. S., & Anggraini, D. (2020). *Financial Distress Prediction of Lippo Group Companies Using Altman and Zmijewski Models*. *Saudi Journal of Economics and Finance*, 1(1), 69-85.
- Thim, C. K., Choong, Y. V., & Nee, C. S. (2011). *Factors affecting financial distress: The case of Malaysian public listed firms*. *Corporate Ownership and Control*, 8(4), 345-351.
- Tinoco, M. H., & Wilson, N. (2013). *Financial distress and bankruptcy prediction among listed companies using accounting, market and macroeconomic variables*. *International review of financial analysis*, 30, 394-419.
- Whitaker, R. B. (1999). *The early stages of financial distress*. *Journal of economics and finance*, 23(2), 123-132.