

Biến động lợi nhuận cổ phiếu và kiệt quệ tài chính: Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam

Lê Bảo Thy*, Nguyễn Thị Thanh Thi, Nguyễn Huỳnh Bảo Hân
Trường Đại học Tôn Đức Thắng, Việt Nam

TỪ KHÓA

Biến động lợi nhuận
cổ phiếu,
Gscore,
kiệt quệ tài chính,
Zscore,
thị trường chứng khoán
Việt Nam.

TÓM TẮT

Nghiên cứu này xem xét ảnh hưởng của biến động lợi nhuận cổ phiếu đến nguy cơ kiệt quệ tài chính, dựa trên dữ liệu bảng của các công ty phi tài chính tại Việt Nam trong giai đoạn 2010–2024 và áp dụng phương pháp mô men tổng quát (GMM). Kết quả cho thấy những doanh nghiệp có lợi nhuận cổ phiếu biến động mạnh thường đối mặt với rủi ro kiệt quệ tài chính cao hơn. Ngoài ra, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng các yếu tố như chất lượng kiểm toán, hiệu quả sử dụng tài sản và tăng trưởng kinh tế có tác động tích cực trong việc giảm nguy cơ kiệt quệ tài chính; trong khi tình hình lạm phát lại làm tăng nguy cơ khủng hoảng tài chính. Kết quả nghiên cứu mang lại những gợi ý thiết thực cho nhà quản lý và nhà hoạch định chính sách trong việc nhận diện và kiểm soát mối liên hệ giữa biến động lợi nhuận cổ phiếu và tình trạng kiệt quệ tài chính, đồng thời nhấn mạnh tầm quan trọng của việc ổn định lợi nhuận cổ phiếu nhằm nâng cao sự ổn định tài chính cho các công ty niêm yết tại các thị trường mới nổi.

1. Đặt vấn đề

Những biến động gần đây trên thị trường chứng khoán toàn cầu đã làm dấy lên lo ngại về khả năng ảnh hưởng đến sự ổn định tài chính của các doanh nghiệp. Diễn biến này cho thấy cả giới hoạch định chính sách lẫn các nhà nghiên cứu cần nhìn nhận nghiêm túc hơn về tác động của biến động lợi nhuận cổ phiếu đối với sức khỏe tài chính và khả năng chống chịu của doanh nghiệp. Biến động lợi nhuận cổ phiếu ngày càng thu hút sự quan tâm trong lĩnh vực tài chính bởi những ảnh hưởng sâu rộng của nó đến cả cấp độ doanh nghiệp và hệ thống tài chính nói chung. Cụ thể, biến động lợi nhuận cổ phiếu cao không chỉ làm suy giảm giá trị thị trường của doanh nghiệp mà còn ảnh hưởng đến cơ cấu vốn, quyết định đầu tư và hoạt động quản trị (Ahmed

& Hla, 2019). Đồng thời, sự bất ổn trong hiệu quả hoạt động mà biến động lợi nhuận cổ phiếu phản ánh buộc doanh nghiệp phải cải thiện quản trị nhằm kiểm soát rủi ro và bảo vệ lợi ích của các bên liên quan (Mugaloglu & Erdag, 2013). Ngoài ra, biến động lợi nhuận cổ phiếu cũng có thể khiến doanh nghiệp trở nên thận trọng hơn trong các quyết định đầu tư, đặc biệt là đầu tư dài hạn, qua đó làm giảm cơ hội tăng trưởng. Do đó, kiểm soát và giảm thiểu biến động lợi nhuận cổ phiếu được xem là yếu tố then chốt để đảm bảo sự ổn định tài chính và kinh tế vĩ mô, bởi tính bền vững về tài chính chính là nền tảng quyết định khả năng tồn tại và phát triển lâu dài của doanh nghiệp (Vuong & cộng sự, 2024).

Nhiều nghiên cứu đã phân tích tác động của biến động lợi nhuận cổ phiếu đến các khía cạnh khác nhau trong hoạt động doanh nghiệp. Tuy nhiên, vẫn còn một khoảng

*Tác giả liên hệ. Email: lebaothy@tdtu.edu.vn

<https://doi.org/10.61602/jdi.2026.88.13>

Ngày nộp bài: 15/9/2025; Ngày chỉnh sửa: 17/11/2025; Ngày duyệt đăng: 18/01/2026; Ngày online: 26/3/2026

ISSN (print): 1859-428X, ISSN (online): 2815-6234

trông đáng kể trong cơ sở lý luận liên quan đến ảnh hưởng của yếu tố này đối với tình trạng kiệt quệ tài chính – một chỉ báo quan trọng phản ánh nguy cơ phá sản của doanh nghiệp, đặc biệt tại các quốc gia đang phát triển như Việt Nam. Nhằm lấp đầy khoảng trống nghiên cứu này, nghiên cứu của chúng tôi tiến hành kiểm tra mối quan hệ giữa biến động lợi nhuận cổ phiếu và tình trạng kiệt quệ tài chính, dựa trên dữ liệu bảng của 351 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) giai đoạn 2010–2024. Nghiên cứu này đóng góp vào kho tàng học thuật hiện hành như sau:

Thứ nhất, Việt Nam là một nền kinh tế mới nổi với dân số trẻ, quá trình công nghiệp hóa nhanh chóng và mức tăng trưởng kinh tế ấn tượng trong những thập niên gần đây. Thị trường chứng khoán Việt Nam đã thay đổi nhanh chóng kể từ đầu những năm 2000, với sự ra đời của Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và sau đó là Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Theo thời gian, thị trường vốn ngày càng đóng vai trò quan trọng trong việc huy động vốn cho các doanh nghiệp, hỗ trợ cho các hoạt động đầu tư và tăng trưởng. Đồng thời, Chính phủ Việt Nam đã thể hiện cam kết mạnh mẽ đối với tiến trình tự do hóa kinh tế và hội nhập vào hệ thống tài chính toàn cầu. Với nền kinh tế đang tăng trưởng nhanh và cấu trúc thị trường vốn còn nhiều bất ổn, Việt Nam là một trường hợp hấp dẫn để nghiên cứu tác động của biến động lợi nhuận cổ phiếu đối với kiệt quệ tài chính. Hơn nữa, trong những năm gần đây, Việt Nam đã ghi nhận sự gia tăng đáng báo động về số lượng doanh nghiệp rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính, thể hiện qua số lượng doanh nghiệp ngừng hoạt động hoặc rút khỏi thị trường. Theo Tổng cục Thống kê, trong năm 2023, khoảng 172.600 doanh nghiệp đã rời khỏi thị trường, trung bình khoảng 14.400 doanh nghiệp mỗi tháng. Xu hướng này tiếp tục trong năm 2024 với gần 197.900 doanh nghiệp ngừng hoạt động hoặc giải thể, tương đương khoảng 16.500 doanh nghiệp mỗi tháng. Tình hình càng trở nên đáng lo ngại hơn vào đầu năm 2025, khi chỉ trong bốn tháng đầu năm đã có khoảng 96.500 doanh nghiệp rút khỏi thị trường, tương đương hơn 24.100 doanh nghiệp mỗi tháng, tăng 12,2% so với cùng kỳ năm trước. Những điều kiện này càng nhấn mạnh tính cấp thiết và phù hợp của việc nghiên cứu tác động của biến động lợi nhuận cổ phiếu đến khủng hoảng tài chính trong bối cảnh Việt Nam, nơi các doanh nghiệp hoạt động trong môi trường có mức độ biến động thị trường cao, thông tin bất đối xứng lớn và hệ thống tài chính dễ bị tổn thương.

Thứ hai, bên cạnh các yếu tố nội tại doanh nghiệp, điều kiện kinh tế vĩ mô như lạm phát và tăng trưởng GDP cũng đóng vai trò quan trọng trong việc định hình sự ổn định tài chính của doanh nghiệp. Tuy nhiên, có rất ít bằng chứng về tác động của các biến số kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP và lạm phát đến kiệt quệ tài chính tại thị trường Việt Nam. Dewi và Hadri (2017), Egbunike và Okerekeoti (2018) là một trong số ít những bài nghiên cứu về mối quan hệ này. Rõ ràng khi giá cả tăng cao, chi phí đầu vào như tiền lương và nguyên vật liệu cũng

tăng theo, buộc doanh nghiệp phải nâng giá bán để giữ vững biên lợi nhuận (Dewi & Hadri, 2017). Tuy nhiên, việc tăng giá có thể khiến người tiêu dùng hạn chế chi tiêu, từ đó làm giảm doanh thu và lợi nhuận hoạt động. Tăng trưởng GDP thường kích thích nhu cầu tiêu dùng tăng theo, giúp doanh nghiệp cải thiện doanh thu và dễ dàng hơn trong việc đáp ứng các nghĩa vụ tài chính. Từ đó, tăng trưởng GDP góp phần cải thiện kỳ vọng kinh doanh, thúc đẩy hoạt động đầu tư và mở rộng khả năng tiếp cận tín dụng, qua đó giúp doanh nghiệp nâng cao khả năng chống chịu trước các hạn chế nội tại hoặc các cú sốc ngắn hạn (Egbunike & Okerekeoti, 2018). Nghiên cứu của chúng tôi góp phần lấp đầy khoảng trống nghiên cứu và nhấn mạnh tầm quan trọng của các yếu tố vĩ mô trong quá trình đánh giá sức khỏe tài chính của doanh nghiệp, đặc biệt tại các nền kinh tế chuyển đổi như Việt Nam.

2. Mô hình lý thuyết

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Lý thuyết trật tự phân hạng (*Pecking order theory*)

Lý thuyết trật tự phân hạng của Myers và Majluf (1984) cho rằng các doanh nghiệp có xu hướng ưu tiên sử dụng các nguồn tài chính nội bộ, chẳng hạn như lợi nhuận giữ lại trước khi xem xét đến các lựa chọn tài trợ từ bên ngoài. Trật tự ưu tiên này xuất phát từ hiện tượng bất đối xứng thông tin giữa những người điều hành doanh nghiệp và các nhà đầu tư bên ngoài. Các nhà quản lý, những người có nhiều thông tin hơn về giá trị thực và triển vọng tương lai của doanh nghiệp, thường tìm cách tránh phát hành cổ phiếu vì thị trường có thể xem hành động này như một tín hiệu cho thấy doanh nghiệp bị định giá quá cao, dẫn đến phản ứng tiêu cực từ giá cổ phiếu. Do đó, lợi nhuận giữ lại được xem là nguồn tài chính ưu việt và ít rủi ro nhất.

Tuy nhiên, trong những giai đoạn biến động lợi nhuận cổ phiếu cao, lợi nhuận thường trở nên không ổn định hoặc sụt giảm đáng kể, làm giảm nguồn lợi nhuận giữ lại và qua đó hạn chế khả năng tài trợ nội bộ của doanh nghiệp. Đồng thời, biến động lợi nhuận cổ phiếu cao cũng làm gia tăng mức độ bất định của thị trường và rủi ro đặc thù của doanh nghiệp trong mắt các chủ nợ, từ đó ảnh hưởng đến hành vi cho vay. Sự gia tăng rủi ro khiến các tổ chức cho vay thận trọng hơn, thường dẫn đến các điều kiện vay khắt khe hơn, chi phí vay cao hơn hoặc thậm chí hạn chế khả năng tiếp cận nguồn vốn. Điều này làm suy giảm lợi thế tương đối của nợ vay và hạn chế khả năng linh hoạt tài chính của doanh nghiệp, khiến doanh nghiệp dễ rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính hơn.

2.1.2. Lý thuyết đánh đổi (*Trade-off theory*)

Theo lý thuyết đánh đổi của Myers (1984), các doanh nghiệp có một cơ cấu vốn tối ưu mà họ lựa chọn bằng cách cân nhắc giữa chi phí và lợi ích của việc sử

dụng nợ và vốn chủ sở hữu. Một trong những lợi ích của việc sử dụng nợ là khả năng tạo ra lá chắn thuế từ lãi vay. Tuy nhiên, một bất lợi đáng kể của nợ là chi phí tiềm ẩn từ kiệt quệ tài chính, đặc biệt khi doanh nghiệp sử dụng nợ quá mức. Mức độ nợ cao làm gia tăng rủi ro vỡ nợ, nhất là trong giai đoạn lợi nhuận sụt giảm hoặc biến động lợi nhuận cổ phiếu gia tăng.

Biến động lợi suất cổ phiếu, được xem là đại diện cho rủi ro đặc thù và sự bất ổn của dòng tiền, làm trầm trọng thêm sự đánh đổi này. Khi một doanh nghiệp có mức đòn bẩy cao phải đối mặt với biến động lợi nhuận cổ phiếu gia tăng, khả năng đáp ứng các nghĩa vụ nợ cố định của họ bị thu hẹp. Sự không tương xứng giữa lợi nhuận biến động và nghĩa vụ tài chính cố định làm tăng khả năng vi phạm cam kết vay nợ, điều kiện tái cấp vốn và rủi ro vỡ nợ. Ngoài ra, mức biến động lợi nhuận cổ phiếu cao có thể khiến doanh nghiệp lệch khỏi cơ cấu vốn tối ưu, do chi phí cận biên của nợ tăng lên theo mức độ biến động. Những doanh nghiệp không thể linh hoạt điều chỉnh tỷ lệ đòn bẩy khi đối mặt với cú sốc biến động sẽ phải gánh chịu chi phí khủng hoảng cao hơn và suy giảm uy tín trên thị trường.

2.2. Biến động lợi nhuận cổ phiếu và kiệt quệ tài chính

Dù có ý nghĩa cả về mặt lý thuyết và thực tiễn, nhưng mối liên hệ giữa biến động lợi nhuận cổ phiếu và kiệt quệ tài chính vẫn chưa được xem xét rộng rãi trong tài liệu hiện có. Chúng tôi chỉ tìm thấy một số nghiên cứu thực nghiệm đề cập đến mối quan hệ này, và kết quả từ các nghiên cứu này nhất quán chỉ ra rằng mức độ biến động lợi nhuận cổ phiếu càng cao thì rủi ro kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp càng lớn. Sử dụng mẫu dữ liệu từ các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Pakistan giai đoạn 2001–2014, Ahmed và Hla (2019) phát hiện rằng biến động lợi nhuận cổ phiếu có tác động cùng chiều đến kiệt quệ tài chính. Các công ty có biến động lợi nhuận cổ phiếu quá lớn thường tạo ra mức lợi nhuận thấp, không đủ để chi trả nghĩa vụ nợ. Nói cách khác, sự biến động mạnh mẽ trong lợi nhuận cổ phiếu có thể làm giảm khả năng tiếp cận thị trường vốn, làm suy giảm giá trị vốn chủ sở hữu, kéo theo giá cổ phiếu giảm và từ đó làm suy giảm hiệu quả kinh doanh thông qua lợi nhuận thấp. Tương tự, Vương và cộng sự (2024) phát hiện rằng biến động lợi nhuận cổ phiếu cao có liên quan đến mức độ kiệt quệ tài chính cao hơn dựa trên dữ liệu bảng của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2010–2020. Các doanh nghiệp có biến động lợi nhuận cổ phiếu cao có thể phải đối mặt với chi phí huy động vốn lớn hơn, gây khó khăn trong việc tài trợ cho các dự án mới hoặc tái cấp vốn cho các khoản nợ hiện tại. Biến động lợi nhuận cổ phiếu làm tổn hại đến môi trường tài chính bên ngoài của doanh nghiệp. Khi điều này xảy ra, các doanh nghiệp niêm yết không có đủ lợi nhuận giữ lại để đáp ứng nhu cầu tài chính nội bộ. Các lựa chọn tài trợ bên ngoài đi kèm với chi phí

vốn lớn, từ đó làm tăng chi phí kiệt quệ tài chính. Từ đó, chúng tôi đưa ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

Giả thuyết H1. Biến động lợi nhuận cổ phiếu có mối quan hệ cùng chiều với khủng hoảng tài chính doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu bao gồm các công ty phi tài chính niêm yết trên sàn HOSE trong giai đoạn 2010–2024. Các công ty phi tài chính thường được lựa chọn trong các nghiên cứu thực nghiệm vì hệ thống báo cáo tài chính của họ có tính đồng nhất cao hơn so với các công ty tài chính. Vì vậy, các ngân hàng và tổ chức tài chính khác đã được loại khỏi phạm vi nghiên cứu do những đặc thù về mặt tài chính. Mẫu cuối cùng bao gồm 351 công ty niêm yết, tương ứng với 4.858 quan sát theo năm công ty. Ngoài ra, các biến kinh tế vĩ mô như tăng trưởng kinh tế (GDP) và lạm phát (INF) được thu thập từ cơ sở dữ liệu của World Bank.

Bảng 1. Định nghĩa các biến số

Biến	Tên biến	Cách tính
Biến phụ thuộc		
FD	Zscore (Altman's Z-score, 1968)	Như trình bày trong Mục 3.2.1
	Gscore (Grover's score, 2001)	Như trình bày trong Mục 3.2.1
Biến độc lập		
Biến động lợi suất cổ phiếu		
SRV	Biến động lợi suất cổ phiếu	Như trình bày trong Mục 3.2.2
Biến kiểm soát		
AU	Chất lượng kiểm toán	Biến giả có giá trị bằng 1 nếu báo cáo tài chính được kiểm toán bởi công ty kiểm toán Big Four, và bằng 0 nếu báo cáo tài chính được kiểm toán bởi các công ty kiểm toán khác.
AT	Hiệu suất sử dụng tài sản	AT = Doanh thu thuần / Tổng tài sản
ROE	Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	ROE = Lợi nhuận ròng / Vốn chủ sở hữu bình quân
GDP	Tăng trưởng GDP	Thu thập từ cơ sở dữ liệu World Bank
INF	Lạm phát	Thu thập từ cơ sở dữ liệu World Bank

3.2. Mô tả biến

3.2.1. Biến phụ thuộc

Kiệt quệ tài chính (FD) là một khái niệm đa chiều đã được nghiên cứu rộng rãi và được định nghĩa theo

hiều cách khác nhau tùy theo bối cảnh nghiên cứu và phương pháp tiếp cận. Gordon (1971) định nghĩa khủng hoảng tài chính là trạng thái mà doanh nghiệp không thể đáp ứng các nghĩa vụ tài chính, có khả năng dẫn đến phá sản hoặc phải tái cơ cấu tài chính. Ông nhấn mạnh rằng kiệt quệ tài chính thường xuất phát từ sự kết hợp của các yếu tố như đòn bẩy tài chính quá mức, biến động riêng biệt cao và quản trị tài chính kém hiệu quả. Chẳng hạn, Whitaker (1999) mô tả kiệt quệ tài chính là tình huống mà dòng tiền từ hoạt động kinh doanh không đủ để chi trả các nghĩa vụ tài chính hiện tại, buộc doanh nghiệp phải thực hiện các biện pháp khắc phục. Ngoài ra, mô hình Z-score của Altman (1968) là công cụ được sử dụng phổ biến để đánh giá khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính thông qua sự kết hợp của các tỷ số tài chính. Cụ thể, Altman (1968) đã phát triển một mô hình phân biệt đa biến gồm năm tỷ số tài chính chính để phân loại giữa các doanh nghiệp đang gặp kiệt quệ và doanh nghiệp khỏe mạnh. Công thức Z-score gốc cho các công ty sản xuất niêm yết được thể hiện như sau:

$$Zscore = 1,2 \times (\text{Vốn lưu động} / \text{Tổng tài sản}) + 1,4 \times (\text{Lợi nhuận giữ lại} / \text{Tổng tài sản}) + 3,3 \times (\text{Lợi nhuận trước lãi vay và thuế} / \text{Tổng tài sản}) + 0,6 \times (\text{Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu} / \text{Tổng nợ phải trả}) + 0,999 \times (\text{Doanh thu} / \text{Tổng tài sản})$$

Zscore càng cao phản ánh xác suất phá sản càng thấp, thể hiện sự ổn định tài chính lớn hơn, trong khi Zscore thấp cho thấy rủi ro kiệt quệ tài chính cao và vị thế tài chính kém ổn định.

Bên cạnh đó, mô hình Grover (2001) là phiên bản điều chỉnh hoặc tái cấu trúc từ mô hình Z-score của Altman nhằm đánh giá kiệt quệ tài chính. Grover (2001) đã phát triển phương pháp này dựa trên mẫu gồm 70 doanh nghiệp. Mô hình được chọn sử dụng nhờ vào phương pháp luận được cải tiến và khả năng thích ứng tốt hơn với điều kiện tài chính hiện đại. Mô hình được thể hiện như sau:

$$Gscore = 1,650 \times (\text{Vốn lưu động} / \text{Tổng tài sản}) + 3,404 \times (\text{Lợi nhuận trước lãi vay và thuế} / \text{Tổng tài sản}) + 0,016 \times (\text{Lợi nhuận ròng} / \text{Tổng tài sản}) + 0,057$$

Gscore cao phản ánh sức khỏe tài chính tốt và rủi ro phá sản thấp, từ đó cho thấy doanh nghiệp ổn định hơn. Ngược lại, Gscore thấp tương ứng với khả năng gặp kiệt quệ tài chính cao, báo hiệu tình hình tài chính yếu kém.

Cần nhấn mạnh rằng cả hai mô hình Zscore và Gscore đều là những công cụ được công nhận rộng rãi và được ứng dụng thường xuyên trong lĩnh vực dự báo kiệt quệ tài chính. Nhờ tính vững chắc về mặt thực nghiệm và khả năng áp dụng linh hoạt, cả hai mô hình đã được nhiều nhà nghiên cứu, chuyên gia phân tích tài chính và nhà hoạch định chính sách sử dụng, đặc biệt là ở các nền kinh tế mới nổi và đang chuyển đổi, nơi rủi ro thị trường và bất cân xứng thông tin thường cao hơn (Jabbouri & Naili, 2019).

3.2.2. Biến độc lập

Biến động lợi nhuận cổ phiếu (SRV) được tính bằng cách đo độ lệch chuẩn của lợi nhuận cổ phiếu hàng ngày trong khoảng thời gian một năm. Biến động thực tế được xác định dựa trên lợi nhuận cổ phiếu hàng ngày trong vòng một năm và giá cổ phiếu trong quá khứ (Campbell & cộng sự, 2001). Công thức:

$$SRV_{i,t} = \sqrt{\sum_i^N (R_{i,m,t} - \text{MEAN}_{i,t})^2 \times \frac{1}{N}}$$

được sử dụng rộng rãi trong nhiều nghiên cứu trước đây nhằm định lượng biến động lợi nhuận cổ phiếu (Ahmed & Hla, 2019; Vương & cộng sự, 2024).

Bảng 2. Thống kê mô tả

Biến	Quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Zscore	4.858	2,730	1,754	0,784	6,374
Gscore	4.858	0,762	0,537	-3,137	4,229
SRV	4.858	0,027	0,018	0,001	0,950
AU	4.858	0,343	0,475	0	1
AT	4.858	0,996	1,042	0,0001	12,739
ROE	4.858	0,101	0,730	-40,821	1,587
GDP	4.858	6,096	1,538	2,554	8,124
INF	4.858	5,060	4,322	0,631	18,678

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả cho toàn bộ mẫu nghiên cứu. Biến Zscore có giá trị trung bình là 2,730, dao động từ 0,784 đến 6,374. So với đó, biến Gscore có giá trị trung bình là 0,762, với giá trị nhỏ nhất là -3,137 và lớn nhất là 4,229. Biến SRV có giá trị trung bình là 0,027, phản ánh mức độ biến động lợi nhuận cổ phiếu trung bình thấp, tuy nhiên giá trị tối đa lên đến 0,950. Đối với các biến kiểm soát, các biến AU, AT và ROE có giá trị trung bình lần lượt là 0,343, 0,996, và 0,101. Các chỉ số kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP và lạm phát (INF) có giá trị trung bình lần lượt là 6,096% và 5,060%, phản ánh bối cảnh kinh tế của Việt Nam trong giai đoạn nghiên cứu.

Bảng 3. Hệ số tương quan của các biến được sử dụng trong mô hình hồi quy

STT	Biến	SRV	AU	AT	ROE	GDP	INF	VIF
1	SRV	1						1,02
2	AU	-0,130	1					1,03
3	AT	0,023	-0,020	1				1,02
4	ROE	-0,023	-0,016	0,041	1			1,00
5	GDP	-0,028	-0,009	0,034	0,014	1		1,01
6	INF	0,029	-0,082	0,053	0,017	0,062	1	1,12

Bảng 3 trình bày hệ số tương quan giữa các biến được sử dụng trong mô hình hồi quy. Kết quả trong

bảng cho thấy mối liên hệ giữa các biến độc lập là yếu, khi tất cả các hệ số trong quan đều nhỏ hơn 0,8. Tuy nhiên, để đánh giá sâu hơn khả năng xuất hiện hiện tượng đa cộng tuyến, kiểm định Hệ số phóng đại phương sai (VIF) đã được thực hiện. Kết quả cho thấy tất cả các biến đều có giá trị VIF nhỏ hơn 2, cho thấy rằng đa cộng tuyến không phải là vấn đề đáng lo ngại trong mẫu nghiên cứu.

3.3. Phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu bài nghiên cứu đang sử dụng là dữ liệu bảng, do đó tác giả sẽ tiến hành chọn một mô hình hồi quy từ các mô hình truyền thống như mô hình bình phương nhỏ nhất (Pool OLS), mô hình hồi quy tác động cố định (FEM) và mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) đã được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu trước đây. Mô hình cũng được kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến, phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Sau khi kiểm định Modified Wald test, nhận thấy mô hình có hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Để giải quyết vấn đề nội sinh tiềm ẩn của các biến giải thích và tính đến tính không đồng nhất đặc thù của doanh nghiệp, không thay đổi theo thời gian, nghiên cứu này sử dụng phương pháp moment tổng quát (GMM). Cách tiếp cận này được lựa chọn vì một số lý do chính: Thứ nhất, GMM nhìn chung hiệu quả hơn cả mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình bình phương tối thiểu (POLS). Nó giảm thiểu chệch ước lượng bằng cách ước lượng các tham số dựa trên tất cả các điều kiện moment hiện có. Hơn nữa, khi số lượng biến công cụ tỷ lệ với kích thước mẫu, GMM có khả năng mang lại các ước lượng đáng tin cậy hơn so với POLS và FEM. Thứ hai, GMM mang lại sự linh hoạt cao hơn POLS và FEM, vì nó có thể ước lượng nhiều loại mô hình với các đặc điểm kỹ thuật khác nhau, bao gồm cả các mô hình có hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi.

3.4. Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu này nhằm khám phá các yếu tố quyết định dẫn đến tình trạng kiệt quệ tài chính. Chúng tôi giả thuyết, trong đó nhấn mạnh đến biến động lợi nhuận cổ phiếu đến tình trạng kiệt quệ tài chính. Trong mô hình khái niệm, chúng tôi cũng đưa vào các biến kiểm soát vốn được biết đến là có ảnh hưởng đến khủng hoảng tài chính, chẳng hạn như hiệu suất sử dụng tài sản, tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), tăng trưởng GDP và lạm phát.

$$Zscore_{it} = \beta_0 + \beta_1 Zscore_{i,t-1} + \beta_2 SRV_{it} + \beta_3 AU_{it} + \beta_4 AT_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 GDP_t + \beta_7 INF_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Gscore_{it} = \beta_0 + \beta_1 Gscore_{i,t-1} + \beta_2 SRV_{it} + \beta_3 AU_{it} + \beta_4 AT_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 GDP_t + \beta_7 INF_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó, t biểu thị năm và i biểu thị doanh nghiệp. Zscore và Gscore phản ánh mức độ khủng hoảng tài chính, trong khi SRV là biến đại diện chính cho độ biến động lợi suất cổ phiếu. $\varepsilon_{i,t}$ là sai số ngẫu nhiên. Tất cả các biến và cách đo lường được trình bày chi tiết trong Bảng 2.

4. Kết quả và thảo luận

Bảng 4. Tác động của biến động lợi nhuận cổ phiếu đến kiệt quệ tài chính

	Mô hình (1) Zscore	Mô hình (2) Gscore
	Hệ số (Sai số chuẩn)	
L.zscore	0,812*** (0,002)	
L.gscore		0,564*** (0,030)
SRV	-59,160*** (9,117)	-3,663** (1,658)
AU	0,227** (0,110)	0,065** (0,026)
AT	0,112*** (0,043)	0,005 (0,009)
ROE	-0,202 (0,472)	0,094 (0,063)
GDP	0,112*** (0,017)	0,011*** (0,003)
INF	0,023 (0,018)	-0,015*** (0,003)
Hằng số	2,835*** (0,341)	0,168*** (0,057)
Số lượng quan sát	4,858	4,858
Số lượng nhóm	51	40
Kiểm định Arellano-Bond cho AR (1)	0,015	0,000
Kiểm định Arellano-Bond cho AR (2)	0,259	0,617
Kiểm định Hansen	0,179	0,161
Kiểm định Different-in-Hansen	0,140	0,299

Ghi chú: Các số trong ngoặc đơn là sai số chuẩn. ***, ** và * lần lượt biểu thị mức ý nghĩa thống kê ở các ngưỡng 1%, 5% và 10%.

Các hệ số của biến SRV có giá trị âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% ở mô hình Zscore và 5% ở mô hình Gscore, cho thấy rằng các công ty có biến động lợi nhuận cổ phiếu cao hơn có khả năng rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính cao hơn. Biến động lợi nhuận cổ phiếu làm xấu đi hình ảnh của các công ty niêm yết, đặc biệt là trong điều kiện thị trường không ổn định. Khi biến động cổ phiếu cao, các công ty thường không có đủ lợi nhuận giữ lại để đáp ứng nhu cầu tài trợ nội bộ, buộc họ phải phụ thuộc vào nguồn vốn bên ngoài với chi phí tài chính cao hơn. Tình huống này làm gia tăng gánh nặng tài chính tổng thể và làm tăng chi phí kiệt quệ tài chính. Hơn nữa, các công ty có mức biến

động cổ phiếu lớn thường tạo ra thu nhập không ổn định và thấp hơn, khiến họ khó đáp ứng nghĩa vụ nợ. Chi phí vốn bên ngoài cao hơn trong điều kiện biến động cao tạo thêm áp lực lên công ty, từ đó làm tăng nguy cơ rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu của một số tác giả khác (Ahmed & Hla, 2019; Vương & cộng sự, 2024). Do đó, chúng tôi chấp nhận giả thuyết H1.

Biến chất lượng kiểm toán (AU) có tác động cùng chiều đối với cả hai mô hình Zscore và Gscore, cho thấy rằng các công ty được thực hiện kiểm toán bởi các công ty Big Four thường gắn với chất lượng kiểm toán cao hơn, từ đó nâng cao độ tin cậy và tính minh bạch của báo cáo tài chính. Chất lượng báo cáo được cải thiện giúp giảm bất đối xứng thông tin và tăng uy tín với các chủ nợ, nhà đầu tư. Kết quả là, các công ty này được xem là ít rủi ro hơn, dẫn đến chi phí huy động vốn thấp hơn, giảm khả năng rơi vào kiệt quệ tài chính. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu trước đó (Vương & cộng sự, 2024).

Nghiên cứu của chúng tôi cũng xác nhận rằng hiệu quả sử dụng tài sản (AT) cho thấy tác động cùng chiều với Zscore với mức ý nghĩa thống kê 1%. Vòng quay tài sản tăng giúp giảm nguy cơ kiệt quệ tài chính vì nó phản ánh mức độ hiệu quả trong việc sử dụng tài sản của doanh nghiệp để tạo ra doanh thu, từ đó cải thiện dòng tiền và khả năng sinh lời. Điều này giúp doanh nghiệp có đủ nguồn lực để đáp ứng các nghĩa vụ tài chính ngắn hạn và duy trì sự ổn định tài chính. Bên cạnh đó, việc sử dụng tài sản hiệu quả cũng làm giảm nhu cầu vay nợ quá mức, từ đó hạn chế rủi ro kiệt quệ tài chính. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu gần đây (Agustia & cộng sự, 2020), cho thấy rằng tăng cường sử dụng tài sản hiệu quả sẽ nâng cao khả năng chống chịu tài chính.

Liên quan đến môi trường vĩ mô, biến tăng trưởng kinh tế (GDP) có ảnh hưởng tích cực đến cả hai mô hình Zscore và Gscore ở mức ý nghĩa thống kê 1%. Tổng sản phẩm quốc nội (GDP) là một chỉ số vĩ mô quan trọng phản ánh sức khỏe và hiệu quả tổng thể của nền kinh tế. GDP tăng thường báo hiệu tăng trưởng kinh tế, tiêu dùng gia tăng, tất cả đều góp phần cải thiện tình hình tài chính của các công ty trong nước. Những điều kiện này tạo ra môi trường thuận lợi để công ty tạo ra doanh thu và lợi nhuận cao hơn, dễ tiếp cận tín dụng hơn và giảm rủi ro vỡ nợ. Do đó, trong các giai đoạn tăng trưởng GDP cao, các công ty ít có khả năng gặp thiếu hụt thanh khoản hoặc thua lỗ hoạt động dẫn đến tình trạng kiệt quệ tài chính. Kết quả của chúng tôi phù hợp với nghiên cứu trước (Jabbouri & Naili, 2019).

Ngược lại, chúng tôi tìm thấy bằng chứng cho thấy chỉ số lạm phát (INF) có tác động ngược chiều đến Gscore ở mức ý nghĩa 1%. Khi lạm phát tăng, chi phí sản xuất như tiền lương và nguyên vật liệu cũng tăng theo. Các nhà sản xuất sẽ tăng giá bán hàng hóa, điều này làm giảm sức mua của người tiêu dùng. Doanh thu

hoạt động của công ty sẽ giảm, ảnh hưởng trực tiếp đến tài chính của công ty, làm tăng khả năng xảy ra kiệt quệ tài chính. Kết quả của chúng tôi phù hợp với các kết luận trước đó (Oktavian & Handoyo, 2023).

5. Kết luận

Nghiên cứu này đóng góp vào cơ sở lý luận còn hạn chế về tác động của biến động lợi nhuận cổ phiếu đến tình trạng kiệt quệ tài chính của các công ty tại các thị trường mới nổi, đặc biệt là ở Việt Nam. Dù đã có nhiều công trình nghiên cứu phân tích mối liên hệ giữa biến động lợi nhuận cổ phiếu và các chỉ tiêu tài chính của doanh nghiệp, yếu tố này vẫn chưa được chú trọng đúng mức trong việc lý giải nguy cơ kiệt quệ tài chính. Nhằm lấp đầy khoảng trống này, chúng tôi tiến hành nghiên cứu trên dữ liệu bảng gồm các công ty niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) trong giai đoạn 2010–2024, và áp dụng phương pháp mô men tổng quát (GMM) để phân tích. Nghiên cứu thu được một số kết quả quan trọng như sau: Thứ nhất, kết quả thực nghiệm cho thấy mức độ biến động lợi nhuận cổ phiếu càng cao thì khả năng doanh nghiệp rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính càng lớn. Điều này nhấn mạnh vai trò tiêu cực của sự biến động thị trường đối với sự ổn định tài chính của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Ngoài ra, kết quả phân tích cho thấy lạm phát làm suy giảm sự ổn định tài chính do làm gia tăng chi phí hoạt động và sự bất ổn định của nền kinh tế, khiến doanh nghiệp dễ rơi vào khủng hoảng hơn. Trong khi đó, các yếu tố như chất lượng kiểm toán, hiệu quả sử dụng tài sản và tăng trưởng GDP đều góp phần làm giảm nguy cơ kiệt quệ tài chính. Điều này có thể được giải thích do tính minh bạch cao hơn, hiệu quả vận hành tốt, khả năng sinh lời ổn định và môi trường kinh tế vĩ mô thuận lợi. Những kết quả trên làm nổi bật vai trò tổng hợp của cả các yếu tố ở cấp độ doanh nghiệp lẫn kinh tế vĩ mô trong việc xác định sức khỏe tài chính.

Nghiên cứu này cũng mang lại những hàm ý quan trọng cho cả nhà quản trị doanh nghiệp và nhà hoạch định chính sách tại Việt Nam. Đối với các nhà quản trị doanh nghiệp, kết quả cho thấy rằng biến động lợi nhuận cổ phiếu không chỉ là một chỉ báo thị trường mà còn là yếu tố then chốt ảnh hưởng đến khả năng rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính. Do đó, các doanh nghiệp cần triển khai các chiến lược quản lý tài chính và rủi ro hiệu quả nhằm kiểm soát sự biến động quá mức trong giá trị doanh nghiệp, đồng thời nâng cao tính minh bạch trong báo cáo tài chính, đảm bảo thu nhập ổn định và tập trung vào các hoạt động kinh doanh cốt lõi để cải thiện lợi nhuận và dòng tiền. Đối với các nhà hoạch định chính sách, kết quả nghiên cứu nhấn mạnh tầm quan trọng của việc duy trì một môi trường thị trường minh bạch và ổn định nhằm giảm thiểu rủi ro dẫn đến kiệt quệ tài chính. Cơ quan quản lý có thể xem xét hoàn thiện khung pháp lý về công bố thông tin, tăng cường

giám sát thị trường, phát triển các công cụ cảnh báo sớm rủi ro và mở rộng hệ thống xếp hạng tín nhiệm để hỗ trợ nhà đầu tư đánh giá chính xác sức khỏe tài chính của doanh nghiệp. Bên cạnh những kết quả đạt được, nghiên cứu cũng còn một số hạn chế liên quan đến dữ liệu và phạm vi nghiên cứu. Thứ nhất, mẫu nghiên cứu chỉ bao gồm các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 2010–2024, nên chưa phản ánh đầy đủ toàn cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam. Đặc biệt, nghiên cứu chưa xét đến các công ty trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX), nơi có mức biến động giá cổ phiếu cao hơn cũng như đặc điểm quy mô, thanh khoản và hành vi giao dịch khác biệt so với HOSE. Việc bổ sung dữ liệu từ HNX trong các nghiên cứu tiếp theo sẽ giúp nâng cao tính đại diện của mẫu. Thứ hai, nghiên cứu chỉ tập trung vào bối cảnh Việt Nam, một thị trường mới nổi với các đặc trưng riêng. Vì vậy, khả năng khái quát hóa của kết quả nghiên cứu còn hạn chế. Các nghiên cứu tương lai có thể mở rộng sang nhiều thị trường mới nổi khác nhằm tăng tính tổng quát và kiểm chứng sự ổn định của các kết luận đưa ra.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Agustia, D., Muhammad, N. P. A., & Permatasari, Y. (2020). Earnings management, business strategy, and bankruptcy risk: evidence from Indonesia. *Heliyon*, 6(2). DOI: <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2020.e03317>
- Ahmed, Z., & Hla, D. T. (2019). Stock return volatility and capital structure measures of nonfinancial firms in a dynamic panel model: Evidence from Pakistan. *International Journal of Finance and Economics*, 24(1). DOI: <https://doi.org/10.1002/ijfe.1682>
- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4). DOI: <https://doi.org/10.2307/2978933>
- Campbell, J. Y., Lettau, M., Malkiel, B. G., & Xu, Y. (2001). Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk. *Journal of Finance*, 56(1). DOI: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00318>
- Dewi, A., & Hadri, M. (2017). Financial distress prediction in Indonesia companies: finding an alternative model. *Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences*, 61(1), 29–38. Access at <https://ideas.repec.org/a/scn/031261/16967532.html>
- Egbunike, C. F., & Okerekeoti, C. U. (2018). Macroeconomic factors, firm characteristics and financial performance: A study of selected quoted manufacturing firms in Nigeria. *Asian Journal of Accounting Research*, 3(2). DOI: <https://doi.org/10.1108/AJAR-09-2018-0029>
- Gordon, M. J. (1971). Towards A Theory of Financial Distress. *The Journal of Finance*, 26(2). DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1971.tb00902.x>
- Grover, J. S. (2001). Financial Rasio, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy: A Service Industry Extension Of Altman Z-score Model of Bankruptcy Prediction. *Journal Of Southern Finance Association Annual Meeting*.
- Jabbouri, I., & Naili, M. (2019). Determinants of Nonperforming Loans in Emerging Markets: Evidence from the MENA Region. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 22(4). DOI: <https://doi.org/10.1142/S0219091519500267>
- Mugaloglu, Y. I., & Erdag, E. (2013). Corporate governance, transparency and stock return volatility: Empirical evidence from the Istanbul Stock Exchange. *Journal of Applied Economics & Business Research*, 3(4), 207–221.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3). DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2). DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Oktavian, E., & Handoyo, S. (2023). Effect of Leverage, Profitability, Liquidity Ratio, and Inflation towards Financial Distress. *International Journal of Management Science and Application*, 2(1). DOI: <https://doi.org/10.58291/ijmsa.v2i1.111>
- Vuong, G. T. H., Nguyen, P. Van, Barky, W., & Nguyen, M. H. (2024). Stock return volatility and financial distress: Moderating roles of ownership structure, managerial ability, and financial constraints. *International Review of Economics and Finance*, 91. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.01.054>
- Whitaker, R. B. (1999). The early stages of financial distress. *Journal of Economics and Finance*, 23(2). DOI: <https://doi.org/10.1007/bf02745946>

Stock Return Volatility and Financial Distress: Empirical Evidence from Vietnam

Le Bao Thy, Nguyen Thi Thanh Thi, Nguyen Huynh Bao Han
Ton Duc Thang University, Vietnam

Abstract

This study investigates the impact of stock return volatility on financial distress by employing the Generalized Method of Moments (GMM) method on a panel dataset of Vietnamese non-financial firms spanning the period from 2010 to 2024. The empirical results reveal that firms experiencing greater stock return volatility are more likely to encounter financial distress. Moreover, the findings suggest that audit quality, asset turnover, and GDP growth have positive effects in reducing this risk, whereas inflation increases the likelihood of financial distress. This research provides valuable insights for corporate executives and policymakers into the link between stock return volatility and financial distress. Furthermore, it highlights the importance of managing stock return volatility to enhance the financial stability of listed firms in emerging markets.

Keywords: Financial distress, Gscore, stock return volatility, Vietnamese stock market, Zscore.