

# CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH NHỰA NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

TS. Nguyễn Việt Dũng\* - TS. Mai Thanh Giang\*

*Bài nghiên cứu phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến kiệt quệ tài chính (KQTC) của các doanh nghiệp ngành nhựa niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2012-2023. Nghiên cứu đo lường KQTC bằng chỉ số S-Score của Springate (1978). Kết quả cho thấy các yếu tố khả năng sinh lời (ROA), khả năng thanh toán (LIQ), chính sách quản trị tiền mặt (CASH) có tác động tích cực, giúp giảm nguy cơ KQTC, trong khi các yếu tố quy mô doanh nghiệp (SIZE), tăng trưởng doanh thu (GRDT) có tác động tiêu cực, làm tăng nguy cơ KQTC. Đại dịch COVID-19 cũng được xác định là yếu tố làm gia tăng nguy cơ KQTC của doanh nghiệp ngành nhựa. Nghiên cứu đề xuất doanh nghiệp cần quản lý tài chính hiệu quả, duy trì thanh khoản hợp lý và có chiến lược thích ứng với biến động kinh tế để giảm thiểu rủi ro tài chính.*

• Từ khóa: nhân tố ảnh hưởng đến kiệt quệ tài chính, doanh nghiệp ngành nhựa niêm yết.

*The study analyzes the factors affecting financial distress of plastic enterprises listed on the Vietnamese stock market in the period 2012-2023. The study measures financial distress using the S-Score index of Springate (1978). The results show that the factors of profitability (ROA), solvency (LIQ), and cash management policy (CASH) have a positive impact, helping to reduce the risk of financial distress, while the factors of enterprise size (SIZE), revenue growth (GRDT) have a negative impact, increasing the risk of financial distress. The COVID-19 pandemic is also identified as a factor that increases the risk of financial distress of plastic enterprises. The study recommends that enterprises need to effectively manage finances, maintain reasonable liquidity, and have a strategy to adapt to economic fluctuations to minimize financial risks.*

• Key words: factors affecting financial distress, listed plastics enterprises.

JEL codes: G32

Ngày gửi bài: 03/02/2025

Ngày gửi phản biện: 24/02/2025

Ngày nhận kết quả và sửa phản biện: 14/3/2025

Ngày chấp nhận đăng: 20/3/2025

DOI: <https://doi.org/10.71374/jfar.v25.i287.15>

## 1. Giới thiệu

Theo Brealey & Cộng sự (2008), kiệt quệ tài chính (KQTC) xảy ra khi doanh nghiệp không thể hoặc gặp nhiều khó khăn trong việc thực hiện các

nghĩa vụ tài chính đã cam kết với chủ nợ. Tình trạng này có thể chỉ mang tính chất tạm thời, nhưng vẫn gây ra những hệ lụy như sự trì hoãn hoặc hủy bỏ các dự án tiềm năng, suy giảm năng suất lao động, hạn chế trong tiếp cận nguồn vốn từ ngân hàng và tổ chức tín dụng, cũng như việc các nhà cung cấp thắt chặt chính sách tín dụng thương mại. Trong những trường hợp nghiêm trọng, KQTC có thể dẫn đến phá sản, buộc doanh nghiệp phải chịu chi phí lớn cho các dịch vụ pháp lý, kiểm toán và quản lý tài chính. Do đó, việc dự báo khả năng doanh nghiệp rơi vào tình trạng căng thẳng tài chính đã trở thành một yêu cầu cấp thiết, thu hút sự quan tâm ngày càng lớn từ các nhà đầu tư, chủ nợ và nhà quản lý. Việc nhận diện các yếu tố ảnh hưởng đến KQTC đóng vai trò quan trọng trong hỗ trợ nhà quản lý đưa ra các quyết định chiến lược phù hợp, nhằm duy trì hoạt động kinh doanh và đảm bảo sự phát triển bền vững của doanh nghiệp. Đồng thời, điều này cũng giúp các nhà đầu tư và chủ nợ đánh giá chính xác mức độ rủi ro, đặc biệt trong trường hợp doanh nghiệp xuất hiện các dấu hiệu cảnh báo có nguy cơ rơi vào khủng hoảng tài chính.

Vấn đề đặt ra, những dấu hiệu nào cho phép nhận diện khả năng KQTC của doanh nghiệp. Nhân tố nào ảnh hưởng đến KQTC của doanh nghiệp? Có nhiều công trình nghiên cứu trong và ngoài nước quan tâm đến KQTC và các nhân tố ảnh hưởng đến KQTC của doanh nghiệp, tiêu biểu như Altman & Cộng sự (1994), Balcaen & Ooghe

\* Trường Đại học Kinh tế và Quản trị kinh doanh, email: [nguyenvietdung@tueba.edu.vn](mailto:nguyenvietdung@tueba.edu.vn) - [maithanhgiang@tueba.edu.vn](mailto:maithanhgiang@tueba.edu.vn) (Corresponding author)

(2006), Yazdanfar & Öhman (2019), Isayas (2021), Kebede & Cộng sự (2024), Rahayuningtyas & Yanti (2023), Sitangganga & Cộng sự (2024), Thim & Cộng sự (2011), Yen & Hiep (2014), Lê Hoàng Vinh & Phạm Lê Quang (2021), Phạm Thị Hồng Vân (2018)... Kết quả nghiên cứu còn nhiều khác biệt, tổng hợp các nhân tố còn chưa đầy đủ, đặc thù mỗi ngành nghề khác nhau, quy mô doanh nghiệp khác nhau thì nhận định còn khác biệt. Do đó, việc nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến KQTC của các doanh nghiệp ngành nhựa niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam là cần thiết.

## 2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

Theo Altman (1968), KQTC là trạng thái tài chính mà doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc đáp ứng các nghĩa vụ tài chính đến hạn, có thể dẫn đến mất khả năng thanh toán, vỡ nợ và phá sản nếu không được kiểm soát kịp thời. Doanh nghiệp rơi vào tình trạng này có thể mất khả năng thanh khoản, không thể thanh toán các khoản vay đúng hạn, bị các nhà cung cấp hạn chế tín dụng hoặc gặp khó khăn trong việc huy động vốn trên thị trường.

Nhận diện KQTC là bước quan trọng để doanh nghiệp có thể đưa ra biện pháp phòng ngừa và xử lý hiệu quả. Các nhà nghiên cứu tài chính đã phát triển nhiều mô hình để nhận diện KQTC, bao gồm: Mô hình Z-score của Altman năm 1968 và phát triển trong năm 1984 và 1995; hay mô hình Springate (còn gọi là S-Score) năm 1978, hoặc mô hình Ohlson (còn gọi là O-Score) năm 1980, Zmijewski (còn gọi là X-Score) năm 1983 và nhiều mô hình khác của Taffler năm 1983, Fulmer năm 1984, Zavgren năm 1985, Grover năm 2001,... Qua nghiên cứu các công trình trong và ngoài nước, các nhân tố chủ yếu ảnh hưởng đến KQTC của doanh nghiệp gồm có:

- Khả năng sinh lời (ROA) phản ánh mức độ lợi nhuận tạo ra từ những đầu tư của doanh nghiệp. Đây là yếu tố quan trọng nhất quyết định sức khỏe tài chính của doanh nghiệp. Nếu doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận thấp hoặc âm, khả năng đáp ứng các nghĩa vụ tài chính giảm, làm tăng nguy cơ KQTC (Chan & Chai, 2011); (Kurniasih & Cộng sự, 2020); (Ohlson, 1980); (Rahayuningtyas & Yanti, 2023); (Trần Triệu Anh Khoa, 2022).

- Khả năng thanh toán (LIQ) thể hiện mức độ sẵn có của tài sản ngắn hạn để đáp ứng các nghĩa vụ tài chính của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có hệ số thanh khoản thấp dễ gặp khó khăn khi trả

nợ ngắn hạn (Trần Triệu Anh Khoa, 2022; Yen & Hiep, 2014). Ngược lại, tỷ lệ thanh khoản càng cao, vị thế tài chính của doanh nghiệp càng mạnh và rủi ro gặp khó khăn về tài chính càng thấp (Dzung & Cộng sự, 2024; Rahayuningtyas & Yanti, 2023).

- Quy mô doanh nghiệp (SIZE) là biến đại diện quy mô công ty được đo bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản. Doanh nghiệp có quy mô vừa và nhỏ thường có rủi ro KQTC cao hơn do hạn chế về nguồn lực tài chính và khả năng huy động vốn thấp (Đình Khánh Nam, 2022). Doanh nghiệp có quy mô lớn thường có lợi thế về dòng tiền, dễ tiếp cận nguồn tài trợ hơn. Theo lý thuyết chi phí đại diện (Jensen & Meckling, 1976), doanh nghiệp có quy mô càng lớn đồng nghĩa với doanh nghiệp có tiềm lực về vốn đủ mạnh để vượt qua những giai đoạn khó khăn trong kinh doanh, nhờ thế giảm được nguy cơ phá sản.

- Tăng trưởng doanh thu (GRDT): Sự thay đổi trong doanh thu có thể tác động đến dòng tiền, khả năng thanh toán và lợi nhuận của doanh nghiệp, từ đó ảnh hưởng đến nguy cơ KQTC. Khi doanh thu giảm, doanh nghiệp có thể mất khả năng thanh toán nợ và bị đẩy vào tình trạng KQTC (Sitangganga & Cộng sự, 2023; Yen & Hiep, 2014). Tăng trưởng doanh thu dương giúp doanh nghiệp duy trì dòng tiền và khả năng thanh toán (Rahayuningtyas & Yanti, 2023; Thim & Cộng sự, 2011).

- Đòn bẩy tài chính (LEV) phản ánh mức độ sử dụng nợ vay trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp. Doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính cao có nguy cơ KQTC lớn hơn do gánh nặng nợ vay cao. Nếu chi phí lãi vay vượt quá lợi nhuận tạo ra, doanh nghiệp có thể mất khả năng thanh toán. Đây cũng chính là kết quả nghiên cứu của các tác giả: Ohlson 1980; Phạm Thị Hồng Vân 2018; Shumway 2001; Sitangganga & Cộng sự 2024; Tinoco & Wilson 2013.

- Chính sách quản trị tiền mặt (CASH) phản ánh lượng tiền mặt doanh nghiệp dự trữ để đáp ứng các nhu cầu thanh toán nhanh, dự phòng, đầu cơ, đóng vai trò quan trọng trong việc đảm bảo doanh nghiệp có đủ thanh khoản để đáp ứng các nghĩa vụ tài chính và tránh rơi vào tình trạng KQTC (Rahayuningtyas & Yanti 2023; Sitangganga & Cộng sự 2024; Thim & Cộng sự 2011). Dự trữ tiền mặt quá thấp có thể khiến doanh nghiệp không thể thanh toán nợ khi đến hạn, làm tăng nguy cơ vỡ nợ (Trần Triệu Anh Khoa 2022; Yen & Hiep 2014).

- Dòng tiền hoạt động (OCF) được tính bằng tỷ số giữa dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh trên doanh thu, thể hiện khả năng tạo tiền từ nội tại hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nhằm đáp ứng các nhu cầu trả nợ, chia lãi cho các chủ sở hữu và gia tăng đầu tư. Doanh nghiệp có dòng tiền hoạt động mạnh có khả năng chống chịu với suy thoái kinh tế tốt hơn, giảm nguy cơ phá sản (Rahayuningtyas & Yanti 2023; Sitangganga & Cộng sự 2024; Thim & Cộng sự 2011).

- Tác động đại dịch Covid-19 (CRI) phản ánh ảnh hưởng của đại dịch Covid-19 đến hoạt động kinh doanh, khủng hoảng tài chính của các doanh nghiệp ngành nhựa tại Việt Nam. Trong giai đoạn 2020 - 2023, các doanh nghiệp ngành nhựa chịu tác động tiêu cực của đại dịch Covid-19 nên mức độ KQTC tăng lên. Biến giả thể hiện tác động của đại dịch Covid-19, trong giai đoạn 2012 - 2019 là 0, sau đại dịch (giai đoạn 2020 - 2023) là 1.

### 3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Tác giả bài viết tiến hành khảo sát 23 doanh nghiệp ngành nhựa niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2012 - 2023 với dữ liệu báo cáo tài chính tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM và <https://finance.vietstock.vn>.

**Bảng 1: Cách tính và kỳ vọng về dấu của các biến trong mô hình**

TT	Ký hiệu biến	Loại biến	Tên biến	Cách tính	Kỳ vọng
1	S-Score	Biến phụ thuộc	Kiểm định tài chính	$S-Score = 1,03X1 + 3,07X2 + 0,66X3 + 0,4X4$ X1 = Vốn lưu động / Tổng tài sản X2 = Lợi nhuận trước thuế và lãi vay / Tổng tài sản X3 = Lợi nhuận trước thuế / Nợ ngắn hạn X4 = Doanh thu / Tổng tài sản S-Score > 0,862: Sức khỏe tài chính tốt. S-Score = 0,862: Ngưỡng báo động. S-Score < 0,862: KQTC.	
2	ROA	Biến độc lập	Khả năng sinh lời	Lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản	+
3	LIQ	Biến độc lập	Khả năng thanh toán nhanh	(Tài sản ngắn hạn - Hàng tồn kho)/Nợ ngắn hạn	+
4	SIZE	Biến độc lập	Quy mô doanh nghiệp	Logarit của tài sản bình quân	+/-
5	GRDT	Biến độc lập	Tăng trưởng doanh thu	(Doanh thu thuần năm t - Doanh thu thuần năm t-1)/ Doanh thu thuần năm t-1	-
6	LEV	Biến độc lập	Đòn bẩy tài chính	Nợ phải trả / Tổng tài sản	-
7	CASH	Biến độc lập	Chính sách quản trị tiền mặt	Tỷ lệ tiền mặt và tương đương tiền so với tổng tài sản	+
8	OCF	Biến độc lập	Dòng tiền hoạt động	Tỷ lệ dòng tiền hoạt động trên doanh thu thuần	+
9	CRI	Biến độc lập	Tác động của đại dịch Covid-19	Biến giả thể hiện tác động của đại dịch Covid-19, trong giai đoạn 2012 - 2019 là 0, sau đại dịch (giai đoạn 2020 - 2023) là 1.	+

Nguồn: Tác giả tổng hợp.

Mục đích của nghiên cứu nhằm xác định các nhân tố ảnh hưởng đến KQTC của doanh nghiệp ngành nhựa niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Theo Lê Hoàng Vinh & Phạm Lê

Quang (2021), nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng với biến phụ thuộc là KQTC được đo lường bằng chỉ số S - Score của Springate năm 1978. Biến độc lập bao gồm khả năng sinh lời (ROA), khả năng thanh toán (LIQ), quy mô doanh nghiệp (SIZE), tăng trưởng doanh thu (GRDT), đòn bẩy tài chính (LEV), chính sách quản trị tiền mặt (CASH), Dòng tiền hoạt động (OCF), tác động của đại dịch Covid-19 (CRI).

Mô hình nghiên cứu đề xuất:

$$S-Score = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GRDT_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 CASH_{it} + \beta_7 OCF_{it} + \beta_8 CRI_{it} + u_{it}$$

Qua nghiên cứu lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm, tác giả kỳ vọng các biến số ảnh hưởng đến KQTC của các doanh nghiệp ngành nhựa niêm yết tại Việt Nam.

## 4. Kết quả và thảo luận

### 4.1. Thống kê mô tả

Nghiên cứu tiến hành thống kê mô tả các biến quan sát trong bảng 2.

**Bảng 2: Thống kê mô tả các biến được khảo sát**

Biến	n	mean	sd	median	min	max	skew	kurtosis
S-Score	275	1.63	0.85	1.50	-1.02	5.18	1.36	3.86
ROA	275	0.06	0.07	0.05	-0.34	0.33	-0.07	5.42
LIQ	275	1.75	1.85	1.04	0.19	9.67	2.25	5.02
SIZE	275	8.77	0.61	8.81	7.61	10.21	0.08	-0.90
GRDT	275	0.18	1.96	0.05	-0.76	32.32	15.96	258.35
LEV	275	0.42	0.23	0.42	0.05	0.94	0.13	-1.09
CASH	275	0.09	0.10	0.06	0.00	0.52	1.98	4.00
OCF	275	0.05	0.16	0.05	-1.25	1.34	-0.34	29.63
CRI	275	0.33	0.47	0.00	0.00	1.00	0.71	-1.49

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ ngôn ngữ R

Bảng 3 cho thấy mối quan hệ tương quan giữa các biến

**Bảng 3: Ma trận tương quan giữa các biến được khảo sát**

	S-Score	ROA	LIQ	SIZE	GRDT	LEV	CASH	OCF	CRI
<b>S-Score</b>	1								
<b>ROA</b>	0,81	1							
<b>LIQ</b>	0,54	0,41	1						
<b>SIZE</b>	-0,28	-0,01	-0,23	1					
<b>GRDT</b>	-0,05	-0,04	-0,04	-0,08	1				
<b>LEV</b>	-0,40	-0,43	-0,69	0,31	0,08	1			
<b>CASH</b>	0,47	0,35	0,67	-0,21	-0,05	-0,47	1		
<b>OCF</b>	0,17	0,24	0,04	0,08	-0,02	-0,11	0,18	1	
<b>CRI</b>	-0,10	-0,15	-0,01	0,15	-0,04	0,00	-0,07	-0,07	1

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ ngôn ngữ R

### 4.2. Kết quả hồi quy

Kết quả ước lượng và kiểm định cụ thể được thể hiện trong bảng số 4 sau:

Bảng 4: Kết quả ước lượng các mô hình hồi quy

Biến	Mô hình			
	OLS	FEM	REM	FGLS
ROA	9,666*** (-0,418)	7,557*** (-0,334)	7,728*** (-0,33)	7,292*** (0,154)
LIQ	0,130*** (-0,022)	0,134*** (-0,018)	0,134*** (-0,018)	0,150*** (0,009)
SIZE	-0,397*** (-0,044)	-0,322*** (-0,084)	-0,324*** (-0,071)	-0,357*** (0,080)
GRDT	-0,018 (-0,012)	-0,016** (-0,008)	-0,016** (-0,008)	-0,01** (0,004)
LEV	0,987*** (-0,16)	0,093 (-0,185)	0,23 (-0,174)	0,080 (0,107)
CASH	0,657* (-0,34)	0,373* (-0,224)	0,392* (-0,225)	0,332*** (0,098)
OCF	0,092 (-0,158)	0,061 (-0,101)	0,055 (-0,102)	0,022 (0,028)
CRI	0,117** (-0,053)	0,054 (-0,036)	0,058* (-0,035)	0,037** (0,018)
Constant	3,783*** (-0,372)		3,619*** (-0,609)	
Observations	275	275	275	275
R-Squared	0,786	0,791	0,786	
Multiple R-Squared				0,927
F test for individual effects		2,20E-16		
Hausman Test		4,09E-03		
Breusch-Godfrey/Wooldridge test		5,67E-13		
Breusch-Pagan LM test		2,20E-16		
Studentized Breusch-Pagan test		2,01E-04		

Note: \* $p < 0.1$ ; \*\* $p < 0.05$ ; \*\*\* $p < 0.01$

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ ngôn ngữ R

Kết quả kiểm định trong lựa chọn mô hình OLS, FEM và REM cho thấy mô hình FEM là phù hợp. Tiếp tục kiểm định khuyết tật của mô hình FEM bằng Breusch-Godfrey/Wooldridge test, Breusch-Pagan LM test, Studentized Breusch-Pagan test cho thấy mô hình FEM tồn tại các khuyết tật tương quan phần dư giữa các cá thể, tương quan chuỗi và phương sai sai số thay đổi. Để khắc phục các khuyết tật, tác giả sử dụng mô hình hồi quy tổng quát FGLS.

- Khả năng sinh lời (ROA) có hệ số hồi quy  $\beta_1 = 7,292$  với mức ý nghĩa thống kê 1%, cho thấy chỉ số ROA tác động cùng chiều đến chỉ số S - Score, doanh nghiệp có khả năng sinh lời tốt sẽ có tác động làm tăng chỉ số S - Score, khả năng xảy ra KQTC ở mức thấp. Điều này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng, doanh nghiệp có ROA cao sẽ ưu tiên tài trợ bằng lợi nhuận giữ lại thay vì vay nợ, giúp hạn chế rủi ro tài chính (Myer & Majluf 1984). Doanh nghiệp có lợi nhuận cao có thể tận dụng lợi ích của thuế từ nợ, nhưng nếu nợ quá cao, rủi ro tài chính vẫn có thể tăng lên (Modigliani & Miller 1958). Kết quả này thống nhất với Kurniasih & Cộng sự 2020; Ohlson

1980; Trần Triệu Anh Khoa 2022); Jaafar & Cộng sự 2018).

- Khả năng thanh toán (LIQ) có hệ số có hệ số hồi quy  $\beta_2 = 0,150$  với mức ý nghĩa thống kê 1%, cho thấy chỉ số LIQ tác động cùng chiều đến chỉ số S - Score, doanh nghiệp có khả năng thanh toán cao sẽ đáp ứng được các nghĩa vụ tài chính ngắn hạn, giảm nguy cơ xảy ra KQTC. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Rahayuningtyas & Yanti (2023), Trần Triệu Anh Khoa (2022), Altman (1968), Opler & Cộng sự (1999), Nurul & Yuli Tri (2023).

- Quy mô doanh nghiệp (SIZE) có hệ số hồi quy  $\beta_3 = -0,357$  với mức ý nghĩa thống kê 1%, cho thấy chỉ số SIZE có tác động ngược chiều đến chỉ số S - Score. Việc gia tăng quy mô doanh nghiệp sẽ có tác động làm giảm chỉ số S - Score, làm gia tăng nguy cơ xảy ra KQTC. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Trần Triệu Anh Khoa (2022), Đinh Khánh Nam (2022), Rahayuningtyas & Yanti (2023), Jaafar & Cộng sự (2018). Kết quả này trái ngược với kết quả nghiên cứu của Dzung & Cộng sự (2024), Anggraenia & Cộng sự (2024), Phan Thùy Dương & Ngô Thị Thanh Nga (2024). Thanh Dan Bui & Nguyen Ngoc Thach (2023).

- Tăng trưởng doanh thu (GRDT) có hệ số có hệ số hồi quy  $\beta_4 = -0,01$  với mức ý nghĩa thống kê 1%, cho thấy chỉ số GRDT có tác động ngược chiều đến chỉ số S - Score. Mặc dù doanh thu có sự tăng trưởng nhưng chu kỳ luân chuyển tiền thuần giảm xuống, đã có tác động làm giảm chỉ số S - Score, làm gia tăng nguy cơ xảy ra KQTC. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Nurul & Yuli Tri (2023), Rahayuningtyas & Yanti (2023), Phạm Thị Hồng Vân (2018), Jaafar & Cộng sự (2018). Kết quả này trái ngược với kết quả nghiên cứu của Kurniasih & Cộng sự (2020), Anggraenia & Cộng sự (2024), Thim & Cộng sự (2011).

- Đòn bẩy tài chính (LEV) và dòng tiền hoạt động (OCF): Không có bằng chứng thống kê cho thấy LEV và OCF có tác động đến chỉ số S - Score. Kết quả này trái ngược với kết quả nghiên cứu của Ohlson (1980; Phạm Thị Hồng Vân (2018; Shumway (2001; Sitangganga & Cộng sự (2024; Tinoco & Wilson (2013); Nguyễn Hữu Duy Khánh & Cộng sự (2022; Yen & Hiep (2014).

- Chính sách quản trị tiền mặt (CASH) có hệ số hồi quy  $\beta_6 = 0,332$  với mức ý nghĩa thống kê

1%, cho thấy chỉ số CASH có tác động cùng chiều đến chỉ số S - Score. Doanh nghiệp có chính sách nắm giữ lượng tiền mặt lớn sẽ đảm bảo khả năng thanh toán đến hạn, không bị áp lực tài chính ngay cả khi doanh thu giảm. Doanh nghiệp có lượng tiền mặt cao có thể tài trợ đầu tư nội bộ thay vì vay nợ, giúp giảm chi phí lãi vay, từ đó làm giảm nguy cơ xảy ra KQTC. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Opler & Cộng sự (1999), Myer & Majluf (1984), Trần Triệu Anh Khoa (2022). Kết quả này trái ngược với kết quả nghiên cứu của Yen & Hiep (2014), Trần Triệu Anh Khoa (2022).

- Tác động đại dịch Covid-19 (CRI) có hệ số có hệ số hồi quy  $\beta_8 = 0,037$  với mức ý nghĩa thống kê 1%, cho thấy chỉ số CRI có tác động cùng chiều đến chỉ số S - Score. Điều này phản ánh yếu tố khủng hoảng do đại dịch Covid-19 trong giai đoạn 2020 - 2023, có tác động tiêu cực đến sự ổn định của doanh nghiệp, làm tăng nguy cơ xảy ra KQTC.

### 5. Kết luận và khuyến nghị

Thông qua dữ liệu từ báo cáo tài chính của 23 doanh nghiệp ngành nhựa niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2012 - 2023, nghiên cứu đã bổ sung bằng chứng thực nghiệm về tác động của các yếu tố khả năng sinh lời (ROA), khả năng thanh toán (LIQ), quy mô doanh nghiệp (SIZE), tăng trưởng doanh thu (GRDT), đòn bẩy tài chính (LEV), chính sách quản trị tiền mặt (CASH), Dòng tiền hoạt động (OCF), tác động của đại dịch Covid-19 (CRI) đến KQTC được đo lường bằng chỉ số S - Score của Springate năm 1978. Chỉ số S - Score là mô hình phù hợp nhất để áp dụng nhằm mục đích nhận diện KQTC của các doanh nghiệp tại Việt Nam Lê Hoàng Vinh & Phạm Lê Quang (2021). Kết quả nghiên cứu cho thấy, khả năng sinh lời (ROA), khả năng thanh toán (LIQ), chính sách quản trị tiền mặt (CASH) có ảnh hưởng tích cực, làm giảm nguy cơ xảy ra KQTC. Ngược lại, sự gia tăng quy mô doanh nghiệp (SIZE), tăng trưởng doanh thu (GRDT) quá mức sẽ có ảnh hưởng tiêu cực, làm tăng nguy cơ xảy ra KQTC. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, đại dịch Covid-19 trong giai đoạn 2020 - 2023 đã làm tăng nguy cơ xảy ra KQTC. Không có bằng chứng thống kê cho thấy đòn bẩy tài chính (LEV), Dòng tiền hoạt động (OCF) có tác động đến KQTC. Như vậy, nhà quản trị doanh nghiệp cần quan tâm đến các yếu tố nêu trên để xây dựng

chính sách quản trị tài chính phù hợp với đặc thù kinh doanh của doanh nghiệp, giảm thiểu nguy cơ xảy ra KQTC.

Nghiên cứu mặc dù có những đóng góp mới về thực nghiệm và hàm ý quản trị nhưng vẫn còn các hạn chế sau. Thứ nhất, nghiên cứu thu thập dữ liệu thứ cấp các doanh nghiệp nhựa niêm yết nên tính khái quát hoá còn hạn chế. Trong tương lai, phạm vi nghiên cứu có thể được mở rộng để bao gồm cả các doanh nghiệp chưa niêm yết, nhằm tăng tính đại diện của mẫu. Thứ hai, KQTC của doanh nghiệp chịu tác động từ nhiều yếu tố, tuy nhiên nghiên cứu này chỉ tập trung phân tích các nhân tố tài chính. Do đó, các nghiên cứu tiếp theo có thể xem xét thêm các yếu tố khác như tỷ lệ lạm phát, tỷ lệ sở hữu nhà nước, tỷ lệ sở hữu của nước ngoài, nghiên cứu và phát triển. Vì vậy, các nghiên cứu trong tương lai có thể khám phá thêm các nhân tố khác để mở rộng khung lý thuyết và hàm ý quản trị.

### Tài liệu tham khảo:

- Đình Khánh Nam (2022), «Nhân tố tác động đến khả năng xảy ra căng thẳng tài chính tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam», *Tạp chí Tài chính*, Tháng 4/2022, pp. 51 - 54.
- Lê Hoàng Vinh, & Phạm Lê Quang (2021), "Nhận diện KQTC của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam", *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 301, pp. 15- 24.
- Nguyễn Hữu Duy Khánh, Lê Trần Văn Anh, Trương Tấn Đạt, Nguyễn Cảnh Kỳ, & Nguyễn Đỗ Phương Như (2022), "Ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu đến khả năng KQTC của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam", *FTU Working Paper Series*, 2(4 (9/2022)), pp. 99 - 113.
- Phạm Thị Hồng Vân (2018), "Đo lường khả năng KQTC tại các công ty cổ phần ngành công nghiệp ở Việt Nam", *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 255, pp. 32 - 41.
- Phan Thùy Dương, & Ngô Thị Thanh Nga (2024), "Các nhân tố ảnh hưởng đến KQTC của các doanh nghiệp xây dựng và doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam", *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 319(2 (tháng 01/2024)), pp. 2 - 11.
- Altman, E. I., Marco, G., & Varetto, F. (1994), "Corporate Distress Diagnosis: Comparisons Using Linear Discriminant Analysis and Neural Networks (the Italian Experience)", *Journal of Banking and Finance*, 18(3), pp. 505-529.
- Angraena, T., Hadyb, H., & Nalurita, F. (2024), "Financial Distress, What Factors Affect It?", *Gema Wiralodra*, 15(1), pp. 449-458.
- Balcaen, S., & Ooghe, H. (2006), "35 Years of Studies on Business Failure: An Overview of the Classic Statistical Methodologies and Their Related Problems", *The British Accounting Review*, 38, pp. 63-93.
- Brealey, R. A., Myers, S., & Allen, F. (2008), *Principles of Corporate Finance 9th (ninth)*, McGraw Hill/Irwin, New York.
- Chan, K. T., Yap, V. C., & Chai, S. N. (2011), "Factors Affecting Financial Distress: The Case of Malaysian Public Listed Firms", *Corporate Ownership & Control*, 8(4), pp. 345-351.
- Dzung, N. V., Ngoc, H. T., Linh, M. T. K., & Cuong, N. V. (2024), "Financial distress and earnings management: evidence from non-financial companies listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange", *Journal of International Economics and Management*, 24(2), pp. 54-72.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48, pp. 261-297.
- Myer, S. C., & Majluf, N. S. (1984), "Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.
- Nurul, H., & Yuli Tri, C. (2023), "The factors that affect financial distress during the covid-19 pandemic", *Proceeding International Conference on Accounting and Finance*, 1, pp. 158-166.
- Ohlson, J. A. (1980), "Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy", *Journal of Accounting Research*, 18(1), pp. 109-131.
- Sitangganga, T., Kamaliah, & Ratnawati, V. (2023), "Factors affecting financial distress with enterprise risk management as a moderation variable", *Riau International Conference on Economic Business and Accounting (RICEBA)*, 1(2), pp. 482-493.
- 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, pp. 394 - 419.
- Yen, P. K., & Hiep, N. M. (2014), "Modeling of Financial Distress Probability for Vietnamese Listed Companies", *Journal of Economics and Development*, 16(3), pp. 68 - 81.