

## **KHẢ NĂNG VI PHẠM GIẢ ĐỊNH HOẠT ĐỘNG LIÊN TỤC CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

PHÙNG ANH THU<sup>1</sup>, NGUYỄN VĨNH KHƯƠNG<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Trường Đại học Nguyễn Tất Thành,

<sup>2</sup> Trường Đại học Kinh tế - Luật, ĐHQG thành phố Hồ Chí Minh;

*phunganhthu1990@gmail.com, khuongnguyentkt@gmail.com*

**Tóm tắt.** Khả năng hoạt động liên tục-Going concern (KNHĐLT) cho biết doanh nghiệp có còn đủ nguồn lực để tồn tại trong tương lai hay không. Sức khỏe của doanh nghiệp đáp ứng khả năng cạnh tranh, hội nhập khi cộng đồng kinh tế ASEAN. Đây là chủ đề được quan tâm nhiều hiện nay, đặc biệt là đối với các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán. Tại Việt Nam, chủ đề nghiên cứu này vẫn còn mới và chỉ được thực hiện bởi một số ít nhà nghiên cứu trong nước nhưng chưa nghiên cứu trên các công ty bị hủy niêm yết. Số lượng công ty bị hủy niêm yết tăng trong những năm gần đây và để lại hậu quả tổn thất về tài chính và làm giảm niềm tin của công chúng. Do đó, tác giả thực hiện nghiên cứu này nhằm đánh giá khả năng vi phạm giả định hoạt động liên tục của các công ty bị hủy niêm yết trên TTCK Việt Nam. Dựa vào dữ liệu từ 80 công ty bị hủy niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong khoảng thời gian 2012-2015, tác giả đưa ra ngưỡng thích hợp cho thị trường Việt Nam. Kết quả nghiên cứu có ý nghĩa đối với các nhà đầu tư, cơ quan quản lý và kiểm toán viên trong việc đánh giá khả năng vi phạm giả định hoạt động liên tục của doanh nghiệp, làm minh bạch thông tin báo cáo tài chính và góp phần có được vị thế bền vững trong thời kỳ hội nhập cộng đồng kinh tế ASEAN.

**Từ khóa.** Giả định hoạt động liên tục, thị trường chứng khoán, Chỉ số Z.

### **GOING CONCERN OF THE LISTED COMPANIES ON THE VIETNAM STOCK EXCHANGE**

**Abstract.** The assessment of entity's ability to continue as going concern indicates that the company has enough resources to continue in business for the foreseeable future or not. The health of the enterprise to meet the competitiveness and integration when the ASEAN Economic Community. This is the most interesting topic today, especially for companies listed on the stock market. In Vietnam, this research topic is still new and no research on the companies being delisted. The number of companies being delisted increased in recent years and the consequences of financial losses and reduced public confidence. Therefore, the authors carried out this study to evaluate the corporate financial distress listed on the Stock Exchange was delisted Vietnam. Based on data from 80 companies were delisted on the HNX and HOSE exchanges in the period 2012-2015, the author made the appropriate threshold for the Vietnam market. The study results have implications for investors, regulators and auditors in assessing the corporate going concern of the enterprises, information transparency and financial reporting contributing with a sustainable position in the integration of the ASEAN economic community.

**Keywords.** Going concern, stock market, Z-score.

#### **1. GIỚI THIỆU**

KNHĐLT trong kế toán cho biết doanh nghiệp có còn đủ nguồn lực để tồn tại trong tương lai hay không. KNHĐLT là một trong hai giả thiết cơ bản của kế toán. Khi giả thiết HĐLT của doanh nghiệp bị vi phạm thì các nguyên tắc, phương pháp, chuẩn mực kế toán áp dụng sẽ thay đổi. Dự báo khả năng hoạt động liên tục là một vấn đề ngày càng thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư, các chủ nợ và các nhà quản lý. Việc xác định khi nào một công ty rơi vào tình trạng vi phạm giả định HĐLT là một điều hết sức cần thiết, bởi vì nó giúp cho các nhà quản lý đưa ra các quyết sách phù hợp nhằm duy trì hoạt động và thúc

đẩy công ty tiếp tục phát triển. Giúp các nhà đầu tư và các chủ nợ có một thước đo đầy đủ đánh giá mức độ rủi ro mà họ đang gánh chịu khi công ty rơi vào tình trạng có thể ngưng hoạt động, phá sản.

Thị trường chứng khoán Việt Nam chính thức hoạt động vào tháng 7/2000, trong suốt 15 năm hình thành và phát triển, số lượng các CTNY trên thị trường chứng khoán Việt Nam ngày càng tăng lên trên cả hai sàn giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX). Thị trường chứng khoán đang ngày càng trở thành kênh huy động vốn hiệu quả. Vốn huy động qua TTCK ban đầu chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ so với cung tín dụng (năm 2010 chỉ đạt 11%), nhưng đã có sự cải thiện nhanh chóng nhờ chính sách phát triển thị trường chứng khoán. Đến nay, tỷ lệ vốn huy động qua thị trường chứng khoán đạt khoảng 60% so với cung tín dụng qua hệ thống ngân hàng. Tính đến hết tháng 8/2015 số lượng công ty niêm yết là 697 trong đó có 385 công ty niêm yết trên sàn HNX và 312 công ty niêm yết trên HOSE (theo tổng hợp website [www.cophieu68.vn](http://www.cophieu68.vn)). Hiện nay, Việt Nam đang đối mặt với một số lượng lớn các trường hợp có khả năng vi phạm giả định hoạt động mỗi năm. Cụ thể, số lượng công ty bị hủy niêm yết cũng tăng trong những năm gần đây. Cụ thể tính từ năm 2012 đến 30/06/2015, số lượng công ty hủy niêm yết là 120 trong đó có 78 công ty bị hủy niêm yết trên sàn HNX và 42 công ty trên HOSE vì nhiều lý do khác nhau (theo tổng hợp trên website [www.hnx.vn](http://www.hnx.vn), [www.hsx.vn](http://www.hsx.vn)).

Sự thất bại của công ty đã gây ra hậu quả tài chính nghiêm trọng và làm giảm niềm tin của công chúng. Tiếp tục phân tích các điều kiện tài chính các công ty bị hủy niêm yết sẽ giúp người tham gia thị trường nhận các tín hiệu doanh nghiệp vi phạm khả năng HĐLT. Tuy nhiên, tình hình tài chính của một công ty được minh họa từ các phương pháp và tỷ lệ khác nhau mà đi đến những kết luận khác nhau. Do đó, rất khó cho các bên liên quan để xác định một cách chính xác các trường hợp của công ty. Câu hỏi thường được đặt ra bởi nhiều nhà quản lý và nhà đầu tư là: "Làm thế nào chúng ta có thể đánh giá tình hình tài chính một công ty mà không lãng phí thời gian trong việc phân tích từng tỷ số riêng lẻ được tính toán từ báo cáo tài chính của công ty?". Mặc dù vậy, cũng chỉ có một vài nghiên cứu về dự báo khả năng vi phạm HĐLT được thực hiện ở Việt Nam. Nhận thức được vấn đề, nghiên cứu này được thực hiện với hy vọng làm phong phú thêm kiến thức trong lĩnh vực này. Ngoài ra, nghiên cứu này cũng phân tích rõ các yếu tố quyết định của đến giả định HĐLT tại Việt Nam. Thông qua phân tích như vậy, các công ty và các bên liên quan có thể có những hành động thích hợp để ngăn chặn và giảm thiểu nguy cơ kinh tế này.

Mục tiêu nghiên cứu nhằm đánh giá sự phù hợp của mô hình Z nhằm dự báo khả năng hoạt động liên tục của doanh nghiệp. Đối với chủ doanh nghiệp, khả năng hoạt động liên tục sẽ quyết định đến chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp ở tương lai. Do tính chất quan trọng của khả năng hoạt động liên tục ảnh hưởng đến các đối tượng có liên quan nên đã có rất nhiều phương pháp nghiên cứu về phương pháp làm sao để có thể đo lường, dự đoán được khả năng hoạt động liên tục của một công ty. Một trong số đó có Trong đó nghiên cứu của Altman (1968) đã phát minh ra chỉ số Z để đo lường khả năng phá sản của doanh nghiệp cũng đồng thời là chỉ số đo lường khả năng hoạt động liên tục của doanh nghiệp được coi là hiệu quả nhất. Nghiên cứu được tiến hành trên các dữ liệu thu thập từ các báo cáo tài chính của các công ty bị hủy niêm yết trên sàn giao dịch chính của Việt Nam. Do đó, nội dung của nghiên cứu có thể được tổng quát và áp dụng cho toàn bộ thị trường chứng khoán Việt Nam.

## 2. TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU VÀ CƠ SỞ LÝ THUYẾT

### Tổng quan nghiên cứu

#### *Nghiên cứu nước ngoài*

Dự đoán nguy cơ phá sản của doanh nghiệp bằng chỉ số Z có tầm quan trọng rất lớn nó giúp cho các nhà quản trị doanh nghiệp và nhà đầu tư quản lý tốt các rủi ro tiềm tàng trong kinh doanh. Mô hình dự báo Z này được phát minh bởi Giáo Sư Edward I. Altman, trường Kinh doanh Leonard N. Stern, thuộc trường Đại Học New York, dựa vào việc nghiên cứu khá công phu trên số lượng lớn các nhiều công ty khác nhau tại Mỹ để đưa ra mô hình dự báo. Mặc dù chỉ số Z này được phát minh tại Mỹ, nhưng hầu hết các nước khác trên thế giới, vẫn có thể sử dụng với độ tin cậy khá cao.

Nghiên cứu của Altman (1968, 1993, 1995) thiết lập được các phiên bản mô hình chỉ số Z giúp tách biệt hai thái cực của một mẫu nghiên cứu, nhóm công ty kiệt quệ tài chính sắp phá sản và nhóm công ty an toàn về tài chính. Balcaen và Ooghe (2004, trang 8) đã nhận định rằng “mặc dù ra đời cách đây nhiều năm, mô hình chỉ số Z vẫn là công cụ dự báo được hai giới thực hành và học thuật thực hành, công nhận

và sử dụng rộng rãi nhất trên thế giới”. Arnold và Earl (2005) nghiên cứu về việc áp dụng Z của Altman trong trường học và tạo ra file mẫu excel để giúp cho giảng viên và sinh viên dễ dàng tính toán cho việc để phân tích rủi ro tài chính, dự báo phá sản, đây là một điều vấn đề rất cần thiết và phù hợp với nhu cầu của thị trường. Sanobar Anjum Siddiqui, Kurnool and Dhahran (2012) các tác giả này cũng mô tả chi tiết các nghiên cứu được thực hiện bởi Altman để dự đoán phá sản doanh nghiệp.

Ngoài ra theo Samarakoon và Hasan (2013), cũng đã kiểm tra mức độ dự báo chính xác của 3 phiên bản mô hình Z ( $Z$ ,  $Z'$ , và  $Z''$ ) trong dự báo sự phát triển nguy cơ phá sản ở Mỹ cũng như thị trường chứng khoán mới nổi ở Sri Lanka. Kết quả chỉ ra rằng những mô hình đó có mức độ chính xác cao trong việc dự đoán nguy cơ phá sản bằng cách sử dụng các tỷ chỉ số tài chính từ các báo cáo tài chính trước khi phá sản. Tỷ lệ thành công 81% quan sát khi sử dụng chỉ số  $Z'$ . Các bằng chứng cung cấp từ nghiên cứu này chứng tỏ rằng mô hình Z rất có tiềm năng rất tốt trong việc đánh giá rủi ro phá sản của doanh nghiệp trong ở các thị trường nhỏ là tốt.

#### *Nghiên cứu trong nước*

Nghiên cứu của Hồ Thủy Tiên và Lê Thị Lanh (2010) về mối tương quan giữa chỉ số phá sản Z và hệ số khả năng thanh toán của công ty Bảo Hiểm, tập trung vào khía cạnh lý luận hay ứng dụng mô hình chỉ số Z trong một số ngành nghề. Nhóm tác giả Lê Cao Hoàng Anh và Nguyễn Thị Thu Hằng, (2012), Kiểm định mô hình chỉ số Z của Altman trong dự báo thất bại doanh nghiệp tại Việt Nam. Chỉ số Z được kiểm định thông qua quan sát sai lầm loại I và sai lầm loại II. Giả Giả thiết  $H_0$ : là doanh nghiệp lâm vào tình trạng phá sản hay kiệt quệ tài chính,  $H_1$ : Doanh nghiệp không có nguy cơ phá sản. Dữ liệu kiểm định được thu thập từ báo cáo tài chính doanh nghiệp 2004-2011 của các công ty niêm yết. Số lượng mẫu nghiên cứu là 293 mẫu và kết quả nghiên cứu đó là đã chứng minh: Độ chính xác của mô hình đúng như thực tế phản ánh đúng thực tế đã xảy ra. Tỷ lệ dự báo thành công đạt 91% vào thời điểm 1 năm trước khi doanh nghiệp lâm vào tình trạng kiệt quệ. Tỷ lệ này giảm xuống còn 72% khi khoảng thời gian dự báo dài. Điều này đồng nghĩa rằng khung thời gian dự báo càng dài càng làm gia tăng sai lầm loại I của mô hình. Mô hình chỉ số Z” thực sự có khả năng nhận diện doanh nghiệp kiệt quệ tài chính và doanh nghiệp không kiệt quệ tài chính.

Mặc dù có nhiều nghiên cứu về các Doanh nghiệp niêm yết trong các ngành nghề khác nhau trên thị trường chứng khoán và chỉ số Z nói chung tại Việt nam, nhưng đến nay hiện tại, thì chưa có tác giả nào nghiên cứu cụ thể các đặc trưng chỉ số Z trong các doanh nghiệp bị hủy niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

#### **Cơ sở lý thuyết**

Để đánh giá về giả định hoạt động liên tục, theo Khuôn mẫu lý thuyết của IASB thì giả định hoạt động liên tục được phát biểu như sau: *“Báo cáo tài chính phải được lập trên cơ sở giả định là đơn vị đang hoạt động liên tục và sẽ tiếp tục hoạt động trong tương lai gần. Theo giả định này đơn vị không có ý định cũng như không cần phải thanh lý hoặc phải thu hẹp phần lớn quy mô hoạt động của mình. Nếu giả định hoạt động liên tục không được đáp ứng thì báo cáo tài chính phải được lập trên một cơ sở khác và phải thuyết minh rõ ràng cơ sở đã sử dụng để lập báo cáo tài chính”*.

Khái niệm trên được sử dụng và chấp nhận rộng rãi ở hầu hết tất cả các hệ thống kế toán trên thế giới. Tuy nhiên, các khuôn mẫu lý thuyết đã phát hành của FASB thì không nêu rõ khái niệm về giả định hoạt động liên tục. Đối với chuẩn mực kế toán cập nhật của FASB số No.2014-15 về “Trình bày báo cáo tài chính- Hoạt động liên tục” được phát hành vào tháng 8 năm 2014 thì trong chuẩn mực đã đề cập đến giả định hoạt động liên tục là: *“Hoạt động liên tục được xem như là cơ sở cho việc lập BCTC, trừ khi nhà quản lý có dự định thanh lý doanh nghiệp hoặc dừng hoạt động. Lập BCTC theo giả định này thường được gọi tắt là cơ sở hoạt động liên tục của kế toán. Chỉ khi doanh nghiệp thanh lý hoặc thu hẹp quy mô thì báo cáo tài chính sẽ được lập trên cơ sở kế toán thanh lý khác”*. So với khái niệm của IASB thì khái niệm này cũng không khác biệt gì về mặt ý nghĩa.

Theo chuẩn mực kế toán Việt Nam số 1, Chuẩn mực chung, ban hành và công bố theo Quyết định số 165/2002/QĐ-BTC ngày 31 tháng 12 năm 2002 của Bộ trưởng Bộ Tài chính, có quy định trong nội dung phần Các nguyên tắc cơ bản về nguyên tắc hoạt động liên tục: *“ Báo cáo tài chính phải được lập trên cơ sở giả định là doanh nghiệp đang hoạt động liên tục và sẽ tiếp tục hoạt động kinh doanh bình thường trong tương lai gần, nghĩa là doanh nghiệp không có ý định cũng như không buộc phải ngừng hoạt động*

hoặc phải thu hẹp đáng kể quy mô hoạt động của mình. Trường hợp thực tế khác với giả định hoạt động liên tục thì báo cáo tài chính phải lập trên một cơ sở khác và phải giải thích cơ sở đã sử dụng để lập báo cáo tài chính.”

Như vậy, về kế toán giả định hoạt động liên tục được hiểu là:

- Cơ sở cho việc lập BCTC.
- Doanh nghiệp sẽ không có ý định hoặc bắt buộc phải ngừng, thu hẹp kinh doanh

Do đó việc dự báo trước khả năng vi phạm giả định HĐLT trong tương lai của các doanh nghiệp là việc làm cần thiết và hết sức thiết thực nhằm giảm thiểu rủi ro, có biện pháp khắc phục cho kế hoạch tài chính, lợi nhuận và khả năng thanh khoản của công ty. Trên thế giới mô hình dự báo khả năng vi phạm HĐLT đã xuất hiện từ khá lâu đời. Tuy nhiên, mô hình nào phù hợp với thị trường Việt Nam vẫn chưa được nghiên cứu tổng hợp đầy đủ. Bài viết này nhằm giới thiệu mô hình dự báo khả năng vi phạm giả định HĐLT của các công ty niêm yết tại Việt Nam. Cụ thể, cơ sở dữ liệu chủ yếu từ báo cáo tài chính nên thuận tiện cho việc phân tích lợi nhuận, khả năng áp dụng mô hình đơn giản, nhanh và dễ thực hiện. Ngoài ra mô hình này cũng đã được nghiên cứu ở một số quốc gia như Jordan, Thái Lan, Ấn Độ đều cho kết quả khả quan. Đây là một trong những cơ sở quan trọng để tác giả thực hiện dựa trên mô hình này.

### Mô hình Altman Z (1968)

$$Z = 1,21 X1 + 1,4 X2 + 3,3 X3 + 0,6 X4 + 0,999X5$$

Trong đó:

$X1 = \text{Vốn lưu động/ Tổng tài sản (Working Capital/ Total Assets)}$ ;  $X2 = \text{Lợi nhuận chưa phân phối/ Tổng tài sản (Retained Earning/ Total Assets)}$ ;  $X3 = \text{Lợi nhuận trước thuế và lãi vay/ Tổng tài sản (Earnings before interest and taxes/ Total Assets)}$ ;  $X4 = \text{Giá trị vốn hoá thị trường của chủ sở hữu/ Tổng giá trị sổ sách của tổng nợ (Market Value of Equity/ Book Value of Total Liabilities)}$ ;  $X5 = \text{Doanh thu/ Tổng tài sản (Sales/ Total Assets)}$

$X1 = \text{Vốn lưu động/ Tổng tài sản (Working Capital/ Total Assets)}$

Tỷ số này là một thước đo về tài sản lưu động của công ty (hoặc vốn lưu động) so với tổng tài sản. Một công ty có vốn lưu động cao hơn sẽ có nhiều tài sản ngắn hạn hơn, và do đó, sẽ có thể đáp ứng các nghĩa vụ nợ ngắn hạn của nó một cách dễ dàng hơn. Tỷ lệ này là một trong những chỉ số có ý nghĩa nhất trong việc chỉ ra công ty có khả năng tiếp tục hoạt động không vì vốn lưu động thấp có ý nghĩa là công ty có thể không có khả năng đáp ứng nhu cầu vốn ngắn hạn của họ.

$X2 = \text{Lợi nhuận chưa phân phối/ Tổng tài sản (Retained Earning/ Total Assets)}$

Tỷ số này là một thước đo lợi nhuận giữ lại chưa phân phối so với tổng tài sản. Những công ty có nhiều năm hoạt động được mặc nhiên là có chỉ số này cao hơn những công ty tương đối trẻ, mới thành lập. Và tỷ lệ những công ty kinh doanh thất bại cũng cao hơn rất nhiều trong những năm đầu tiên hoạt động.

$X3 = \text{Lợi nhuận trước thuế và lãi vay/ Tổng tài sản (Earnings before interest and taxes/ Total Assets)}$

Một công ty khoẻ mạnh sẽ có thể tạo ra thu nhập bằng cách sử dụng tài sản của doanh nghiệp mình. Nếu tỷ lệ này thấp thì nó chứng minh rằng lợi nhuận là không tốt, và công ty đang có nguy cơ phá sản vì nó có khả năng dễ bị tổn thương hơn khi thị trường đi xuống và có ảnh hưởng đến thu nhập. Phân tích này đúng cả với các công ty sản xuất và dịch vụ, cũng như công ty tư nhân.

$X4 = \text{Giá trị vốn hoá thị trường của chủ sở hữu/ Tổng giá trị sổ sách của tổng nợ (Market Value of Equity/ Book Value of Total Liabilities)}$

Tỷ số này cho biết yếu tố thị trường có tác động tới mô hình phá sản. Lý thuyết này cho rằng các công ty có giá trị vốn hóa cao thì ít có khả năng bị phá sản vì cổ phiếu của họ có giá trị cao hơn giá trị sổ sách. Ngoài ra, nó sẽ đánh giá được kỳ vọng thị trường về công ty, do đó cần xem xét đến thông tin giá trị tài chính trong tương lai.

$X5 = \text{Doanh thu/ Tổng tài sản (Sales/ Total Assets)}$

Tỷ số này, còn được gọi là vòng quay tổng tài sản, chứng minh hiệu quả của công ty đang sử dụng tài sản của mình để tạo ra doanh thu. Nếu chỉ số này thấp thì nó chỉ ra rằng công ty hoạt động không hiệu quả, tạo ra nguy cơ phá sản cao hơn.

Dựa vào kết quả tính toán của chỉ số Z, Altman phân chia các doanh nghiệp thành 3 nhóm 3 sau:

- Nếu  $Z > 2,99$ : Doanh nghiệp nằm trong vùng an toàn, chưa có nguy cơ phá sản

- Nếu  $1,81 < Z < 2,99$ : Doanh nghiệp nằm trong vùng cảnh báo, có nguy cơ phá sản
- Nếu  $Z < 1,81$ : Doanh nghiệp nằm trong vùng nguy hiểm, có nguy cơ phá sản cao

Ứng dụng mô hình Z-score trong lĩnh vực kế toán:

Theo Morten Reistad Aasen (2011) đã nghiên cứu, tình trạng khó khăn tài chính cho 180 doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch Chứng khoán vào thời kỳ khủng hoảng tài chính từ năm 2008-2009. Trong bài nghiên cứu đó tác giả sử dụng mô hình Z để dự đoán về khả năng phá sản các công ty gặp khó khăn về tình hình tài chính. Tuy nhiên việc dự đoán này trở nên tồi tệ trong thời kỳ khủng hoảng kinh tế, mặc dù khả năng của nó để xác định các khó khăn tài chính nói chung vẫn có thể còn nguyên vẹn. Vì vậy, cách tốt nhất để giải thích Z là xem xét sự phát triển của doanh nghiệp trên nhiều năm và không nên rút ra kết luận dựa trên một năm.

Giả sử, khi chỉ số Z tăng tức các biến  $X_1, X_2, \dots, X_5$  đều tăng cụ thể như sau:

- $X_1$  tăng tức là khả năng thanh khoản của doanh nghiệp tăng, điều này là rất tốt
- $X_2$  tăng tức giá trị thặng dư kiểm được từ hoạt động kinh doanh tăng.
- $X_3$  tăng tức là khả năng tạo ra lợi nhuận của tài sản tăng hay năng suất hoạt động tài sản tăng
- $X_4$  tăng tức là giá trị tài sản, cũng như giá trị công ty tăng
- $X_5$  tăng khả năng tạo ra doanh thu của tài sản cũng tăng theo

Như vậy, ta có thể kết luận về mối quan hệ giữ chỉ số Z và khả năng hoạt động liên tục của doanh nghiệp như sau:

- Qua việc phân tích như trên thì ta thấy nếu chỉ số Z tăng thì khả năng thanh toán cũng như khả năng tạo ra lợi nhuận và doanh nghiệp cũng tăng, điều này chứng tỏ là khả năng tài chính của doanh nghiệp cũng tăng theo. Và ngược lại, nếu chỉ số Z giảm thì khả năng HĐLT của doanh nghiệp cũng giảm.
- Nếu doanh nghiệp mất khả năng thanh toán khi số nợ vượt quá nhiều so với giá trị tài sản thực thì khả năng HĐLT của doanh nghiệp sụt giảm, dẫn đến doanh nghiệp đó có thể sẽ bị phá sản.
- Nếu chỉ số Z của doanh nghiệp xuống dưới ngưỡng Min (1,8) thì doanh nghiệp hầu như không còn khả năng hoạt động liên tục.

Tóm lại, giữa chỉ số Z và khả năng HĐLT của doanh nghiệp có mối quan hệ chặt chẽ và đồng biến với nhau.

Ngày nay mô hình Z-score được sử dụng bởi các kiểm toán viên, các nhà quản trị cũng như các cơ quan quản lý, bởi vì:

- Chỉ số chính xác hơn và dẫn đến một kết luận rõ ràng hơn đa phần các chỉ số thông thường.
- Chỉ số khoanh vùng phạm vi của những đánh giá không chắc chắn.
- Chỉ số tương đối nhất quán và giảm bớt các đánh giá không chính xác và ngẫu nhiên một vài cá nhân có thể mắc phải
- Chỉ số tính toán nhanh và ít tốn kém hơn các công cụ truyền thống, có thể đánh giá chúng theo thống kê.

### 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

#### 3.1. Dữ liệu

Mẫu khảo sát là báo cáo tài chính, báo cáo thường niên của các công ty bị hủy niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ 2012 đến 30/06/2015 được thu thập từ website [www.finance.vietstock.vn](http://www.finance.vietstock.vn) và [www.s.cafef.vn](http://www.s.cafef.vn).

Số lượng mẫu: 80 công ty bị hủy niêm trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ 2012 đến 30/06/2015 công bố đầy đủ BCTC hợp nhất trên các trang website liên quan.

#### 3.2. Phương pháp phân tích dữ liệu

Dùng Excel để tính ra chỉ số Z và dùng phương pháp phần mềm STATA để thống kê mô tả dữ liệu. Dựa vào kết quả của việc thống kê mô tả để tiến hành phân tích trên kết quả nghiên cứu của Altman 1968.

Chỉ số Z được tính theo công thức đã trình bày tại mục 2.

$$Z_{i,t} = 1,21 X_{1,i,t} + 1,4 X_{2,i,t} + 3,3 X_{3,i,t} + 0,6 X_{4,i,t} + 0,999 X_{5,i,t}$$

Trong đó,  $i = 1, 2, \dots, 80$  (với  $i$  là thể hiện cho 80 công ty bị hủy niêm yết);  $t = 1, 2, 3$  ( với  $t$  là khoảng thời gian 2 năm liền kề trước năm hủy niêm yết và năm hủy niêm yết)

#### 4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

##### 4.1. Thực trạng về hủy niêm yết tại thị trường chứng khoán Việt Nam

Số lượng công ty bị hủy niêm yết tăng trong những năm gần đây. Cụ thể tính từ năm 2012 đến 30/06/2015, số lượng công ty hủy niêm yết là 120 trong đó có 78 công ty bị hủy niêm yết trên sàn HNX và 42 công ty trên HOSE vì nhiều lý do khác nhau (tổng hợp trên website [www.hnx.vn](http://www.hnx.vn), [www.hsx.vn](http://www.hsx.vn)).

Bảng 1. Thống kê số lượng công ty bị hủy niêm yết theo từng năm.

Năm	Năm 2012	Năm 2013	Năm 2014	Tổng
Số lượng công ty bị hủy niêm yết	18	46	32	96

##### 4.2. Thống kê mô tả chỉ số Z từng năm của các công ty bị hủy niêm yết

Trước tiên ta tiến hành quy ước chung về mốc thời gian như sau:

- Năm thứ 1: năm trước năm bị hủy niêm yết 2 năm
- Năm thứ 2: năm trước năm bị hủy niêm yết 1 năm
- Năm thứ 3: năm bị hủy niêm yết

Tiếp theo ta tính toán chỉ số Z từng năm cho các doanh nghiệp trong 3 năm

Trong đó, tác giả trình bày giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị lớn nhất, giá trị nhỏ nhất của biến được sử dụng trong phân tích.

Bảng 2. Thống kê mô tả chỉ số Z qua từng năm

Năm	Obs	Mean	Std.Dev	Min	Max
Năm thứ 1	80	0,9764412	1,703086	-1,74011	10,62127
Năm thứ 2	80	0,3319741	2,410206	-4,344219	14,29971
Năm thứ 3	32	-0,8457999	2,283348	-10,43916	2,075919

Nguồn: Phân tích dữ liệu từ phần mềm STATA

Qua bảng 2, có thể thấy xu hướng chung là chỉ số Z giảm dần qua từng năm, chứng tỏ tình hình tài chính của công ty cũng giảm thể hiện qua giá trị trung bình (Mean) năm thứ 1 là 0,976, năm 2 là 0,332 và đến năm thứ 3 thì giảm xuống còn -0,846.

##### 4.3. Phân tích chỉ số Z theo ngưỡng phá sản

Dựa vào kết quả tính toán của chỉ số Z, Altman phân chia các DN thành 3 nhóm sau:

- Nếu  $Z > 2,99$ : Doanh nghiệp nằm trong vùng an toàn, chưa có nguy cơ phá sản
- Nếu  $1,81 < Z < 2,99$ : Doanh nghiệp nằm trong vùng cảnh báo, có nguy cơ phá sản
- Nếu  $Z < 1,81$ : Doanh nghiệp nằm trong vùng nguy hiểm, có nguy cơ phá sản cao

Bảng 3. Bảng tổng hợp thống kê qua các năm

Phân loại	Năm thứ 1		Năm thứ 2		Năm thứ 3	
	Số lượng	%	Số lượng	%	Số lượng	%
Vùng an toàn ( $Z > 2,99$ )	4	5%	4	5%	0	0
Vùng cảnh báo ( $1,81 < Z < 2,99$ )	11	13,75%	3	3,75%	1	3,13%
Vùng nguy hiểm ( $Z < 2,99$ )	65	81,25%	73	91,25%	31	96,87%
<b>Tổng cộng</b>	<b>80</b>	<b>100%</b>	<b>80</b>	<b>100%</b>	<b>32</b>	<b>100%</b>

Nguồn: Phân tích dữ liệu từ excel

*Ghi chú:* Năm thứ 3 chỉ có 32 công ty là do dữ liệu của một số công ty bị hủy niêm yết không được công bố đại chúng, nên tác giả chỉ thu thập dữ liệu của các công ty có dữ liệu công bố.

Kết quả từ bảng tổng hợp thống kê số lượng các công ty nằm trong vùng nguy hiểm năm thứ nhất, có số lượng tăng dần qua các năm. Cụ thể, năm thứ 1 là 81,25%; năm thứ 2 là 91,25% và năm thứ 3 là 96,87%.

Ngày 31/12/2015 cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC) chính thức được thành lập. Từ bảng kết quả trên cho thấy nhận thức doanh nghiệp của Việt Nam về cơ hội, thách thức của việc hội nhập AEC vẫn còn nhiều hạn chế. Với việc khảo sát dữ liệu đến 30/06/2015, các doanh nghiệp phải trải qua thời gian chật vật để chống chọi với cơn bão khủng hoảng kinh tế nên không còn sức để quan tâm đến vấn đề hội nhập. Từ đó, dẫn đến việc doanh nghiệp không lường trước những khó khăn khi Việt Nam mở cửa để có những chuẩn bị cần thiết và kịp thời điều chỉnh chiến lược kinh doanh nhằm đón đầu cơ hội, vượt qua thử thách trong xu thế hội nhập.

Do đó, đối với doanh nghiệp Việt Nam là phải giữ được vị thế kinh doanh tại thị trường trong nước trước khi ra thị trường bên ngoài. Việc hủy niêm yết của danh nghiệp gây mất lòng tin nhà đầu tư vào cổ phiếu và đặc biệt là môi trường đầu tư tại Việt Nam. Thị trường chứng khoán không những không phát huy được vai trò là kênh huy động vốn mà ngược lại còn gây áp lực cho doanh nghiệp phát hành cổ phiếu, làm tăng nguy cơ bị thâm tóm. Điều đó làm giảm hình ảnh của doanh nghiệp trong mắt nhà đầu tư, bạn hàng và đối tác.

### Kết quả chỉ số Z qua 3 năm

Trong 3 năm thì không có DN nào luôn luôn nằm trong vùng an toàn và vùng cảnh báo. Ngoài ra, có 16 công ty, chiếm 20% có chỉ số Z trong 3 năm biến động liên tục có năm rơi vào vùng phá sản, có năm rơi vào vùng cảnh báo và vùng nguy hiểm có nguy cơ phá sản cao.

Trong 3 năm, có 6 công ty có 3 năm liên tiếp nằm trong vùng nguy hiểm ( $Z < 1,81$ ):

STT	Mã CK	Năm thứ 1	Năm thứ 2	Năm thứ 3
1	PXM	-0,36295	-2,33704	-4,86439
2	VSG	-0,26254	-0,82184	-1,47881
3	IFS	-0,04054	-0,49051	-0,58095
4	VES	0,022155	-0,29507	-0,67224
5	DDM	0,177505	-0,1253	-0,95894
6	NTB	0,450668	0,154761	0,196979

Nguồn: Phân tích dữ liệu từ excel

Trong 3 năm, có 35 công ty 2 năm liên tiếp nằm trong vùng nguy hiểm ( $Z < 1,81$ ), năm thứ 3 thì không thể thu thập được dữ liệu:

STT	Mã CK	Năm thứ 1	Năm thứ 2
1	HHL	-1,7401	-2,5596
2	PSG	-1,122	-2,0318
3	TLC	-1,0358	-0,0056
4	SSG	-0,8656	-0,5847
5	BHV	-0,7817	-1,1744
6	SD1	-0,4479	-0,836
7	VCV	-0,4439	-1,9838
8	DCT	-0,3909	-0,3089
9	PFL	-0,359	0,05513
10	VCH	-0,206	-0,79
11	FBT	-0,1436	-1,6599

STT	Mã CK	Năm thứ 1	Năm thứ 2
19	LM3	0,4754	0,13601
20	PPG	0,51214	0,34342
21	CIC	0,61264	0,20738
22	BVG	0,7117	0,4959
23	NVC	0,73509	-1,0998
24	NSN	0,89297	0,04307
25	S91	1,00824	1,38033
26	VNI	1,04854	0,84955
27	TSM	1,21412	0,50305
28	MCV	1,28375	1,11343
29	AVF	1,33468	-3,6124

12	VPC	0,01024	-0,9016	30	VNN	1,49065	1,69609
13	CTM	0,26711	0,43282	31	S64	1,5198	1,15257
14	THV	0,27064	-1,0117	32	SSS	1,54304	1,22736
15	MCL	0,38999	-0,115	33	MAX	1,63484	1,46289
16	NVN	0,39851	0,29229	34	SKS	1,63897	1,67557
17	HSI	0,42215	-0,1295	35	RHC	1,64968	1,63998
18	ILC	0,43919	0,4519				

Nguồn: Phân tích dữ liệu từ excel

Dựa vào các kết quả phân tích cho thấy, những doanh nghiệp bị hủy niêm yết giai đoạn 2012-2015 có giá trị trung bình chỉ số Z nằm trong khoảng  $-10,439 < Z < 14,3$ . Những công ty nằm trong vùng cảnh báo có nguy cơ phá sản cao sẽ có chỉ số Z nằm trong khoảng  $-2,56 < Z < 1,64$ .

## 5. KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ

### 5.1. Kết luận

Xu hướng chung doanh nghiệp trong 2 năm gần nhất trước khi bị hủy niêm yết và năm hủy niêm yết là nếu chỉ số Z của công ty nào có xu hướng giảm thì khả năng tài chính của công ty đó kém và bị hủy niêm yết sau đó. Năm hủy niêm yết khả năng vi phạm giả định HĐLT càng tăng, dẫn đến nguy cơ phá sản, vi phạm giả định HĐLT cao.

Những doanh nghiệp luôn nằm trong vùng nguy hiểm có khả năng vi phạm giả định HĐLT thì có chỉ số Z dao động trong khoảng  $-2,56 < Z < 1,64$ .

So sánh với các nước trong khu vực như Thái Lan thì chỉ số Z dao động khoảng -140,6 đến 1,78 (Meeampol và cộng sự, 2014), ở Indonesia đối với các công ty thuộc lĩnh vực bất động sản thì chỉ số Z dao động khoảng -10,04 đến 1,24 (Muchlis và đồng sự, 2010), còn ở Malaysia dành cho các công ty ở thuộc xây dựng, vận chuyển và bất động sản ở khoảng -1,64 đến 1,69 (Khaliq và cộng sự, 2014). Từ đó cho thấy ngưỡng trong vùng có nguy cơ cao về vi phạm giả định HĐLT ở Việt Nam khá tương đồng so với các nước trong khu vực.

Việc hội nhập AEC đặt ra áp lực cạnh tranh lớn cho thị trường chứng khoán Việt Nam. Cùng với quá trình cổ phần hóa và hội nhập thị trường vốn khu vực, Việt Nam đang trong lộ trình điều chỉnh các quy định đầu tư trên thị trường chứng khoán. Nếu trước đây các chủ thể tham gia thị trường chứng khoán chỉ cạnh tranh trên phạm vi quốc gia thì khi hội nhập, tính chất cạnh tranh sẽ mở rộng ra tầm khu vực và quốc tế. Các nhà đầu tư nước ngoài với tiềm lực kinh tế mạnh có khả năng thu tóm doanh nghiệp Việt dễ dàng. Như vậy, nguy cơ cạnh tranh lớn đặt ra cho các doanh nghiệp tham gia thị trường vốn trong nước.

### 5.2. Kiến nghị

#### *Đối với công ty niêm yết*

Doanh nghiệp cần phải chú trọng một số vấn đề về công bố TT BCTC như về mặt thời gian, chất lượng thông tin BCTC và cả về việc lựa chọn công ty kiểm toán có uy tín, chuyên môn và độ tin nhiệm cao nhằm nâng cao tính minh bạch thông tin, thu hút nhà đầu tư nước ngoài.

Ngân hàng Nhà nước không nên chạy theo chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng (hiện đang lớn hơn nhu cầu thực tế), buộc các ngân hàng thương mại tăng dư nợ một cách cứng nhắc như hiện nay. Các chính sách hỗ trợ tiếp cận vốn và lãi suất cho các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp, các ngành phục vụ xuất khẩu, các gói tín dụng giải cứu bất động sản cũng cần được xem xét cân trọng. Đối với những DNNY đang sử dụng nợ vay kém hiệu quả (như một số DNNY ngành Công nghiệp, Bất động sản), việc cho vay thêm có thể không giúp doanh nghiệp thoát khỏi khó khăn mà còn tăng áp lực trả nợ và lãi vay khi hàng hóa sản xuất ra không tiêu thụ được.

Các công ty cần hoạch định kỹ lưỡng một kế hoạch tài chính dài hạn, trong đó, phải cân đối nhu cầu vốn đầu tư tổng thể với khả năng tài chính của doanh nghiệp. Đặc biệt là phải thực hiện thử nghiệm khả



năng chịu đựng (stress test) trong viễn cảnh khủng hoảng dòng tiền hay các cú sốc dai dẳng thì Công ty có thể tồn tại được hay không?

#### **Đối với nhà đầu tư**

Hỗ trợ quá trình ra quyết định của nhà đầu tư, dự báo khả năng hoạt động liên tục trong tương lai của doanh nghiệp chính là thể hiện tầm nhìn, giá trị tương lai mà nhà đầu tư mong muốn, do đó khi đánh giá khả năng tài chính của doanh nghiệp không tốt, cơ nguy cơ cao thì nhà đầu tư nên xem xét các khoản mục đầu tư có vấn đề hay không nhằm đưa ra quyết định có lựa chọn đúng đắn.

#### **Đối với cơ quan quản lý**

Về phía Chính phủ, chính sách cần thiết hiện nay là tập trung hỗ trợ doanh nghiệp tiêu thụ sản phẩm trên cả thị trường nội địa và xuất khẩu vì giá trị hàng tồn kho tăng cao khiến hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn. Khi được tháo gỡ đầu ra, các doanh nghiệp có thể quay vòng vốn nhanh hơn, thanh toán được các khoản vốn đang chiếm dụng của doanh nghiệp đối tác. Từ đó tạo ra hiệu ứng giúp các doanh nghiệp cùng thoát khỏi tình trạng khó khăn, tăng khả năng trả nợ và lãi vay.

Tăng cường quản lý để gia tăng hiệu quả đầu tư; thu hút nhà đầu tư và tăng tính thanh khoản cho thị trường; quản lý các vấn đề về minh bạch như chất lượng, thời điểm công bố, hành tiêu cực để gia tăng tính hiệu quả của TTCK nhằm đạt vị thế bền vững.

### **DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO**

- [1] Altman E.I, 1968. Financial ratios, discriminant analysis, and prediction of corporate bankruptcy, *Journal of Finance*, pp.589-610.
- [2] Andrade, G., Kaplan, S., 1998. How Costly is Financial (Note Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed, *Journal of Finance*, pp. 1443-1493.
- [3] Arnold T., and Earl. Jr, 2005, *Applying Altman's Z-score in the classroom*, The Robins school of Business Department of finance University of Richmond.
- [4] Beaver, W., 1966. Financial Ratios as Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research*, 5, 71-111.  
Beaver, W.H., 1996. *Financial ratios as predictors of failure*. *Journal of Accounting Research*, 7(2), 179-192.
- [5] Bộ tài chính, 2005. *Hệ thống chuẩn mực kế toán Việt Nam*, Nhà xuất bản tài chính, Hà Nội.
- [6] FASB, 2014. *Accounting Standards Update: Presentation of Financial Statements- Going Concern*.
- [7] Hồ Thùy Tiên và Lê Thị Lanh. 2010, Mối tương quan giữa chỉ số phá sản Z và hệ số khả năng thanh toán của công ty Bảo Hiểm, *Tạp chí phát triển kinh tế*, Trang 20-24.
- [8] Khaliq, A., Altarturi, B. H. M., Thaker, H. M. T., Harun, M. Y., & Nahar, N. (2014). Identifying Financial Distress Firms: A Case Study of Malaysia's Government Linked Companies (GLC). *International Journal*, 3(3).
- [9] Lê Cao Hoàng Anh và Nguyễn Thị Thu Hằng. 2012, Kiểm định mô hình chỉ số Z của Altman trong dự báo thất bại doanh nghiệp tại Việt Nam, *Tạp chí công nghệ ngân hàng*, số 74/2012, trang 3-9.
- [10] Meeampol, S., Lerskullawat, P., Wongsorntham, A., Srinammuang, P., Rodpetch, V., & Noonoi, R. (2014, June). Applying Emerging Market Z-Score Model To Predict Bankruptcy: A Case Study Of Listed Companies In The Stock Exchange Of Thailand (Set). *Knowledge learning for quality life. In International Conference* (pp. 25-27).
- [11] Muchlis, T. I., & Jayanti, K. D. 2010. *Altman Z-Score Model of Bankruptcy Risk Analysis of Property Sector Companies in Indonesia Stock Exchange*. Working paper

- [12] Platt, H., Platt, M. 2002. Predicting Corporate Financial Distress: Reflections on Choice-Based Sample Bias. *Journal of Economics and Finance*, 26(2), 184-199.
- [13] Purnanandam, A., 2005. Financial Distress and Corporate Risk Management: Theory & Evidence. *Working Paper*, Ross School of Business, University of Michigan.
- [14] Samarakoon P., and Hasan T., 2013, Altman's Z-Score Models of Predicting Corporate Distress: Evidence from the Emerging Sri Lankan Stock Market, *Journal of the Academy of Finance*, University of St. Thomas and Roosevelt University.

*Ngày nhận bài: 06/07/2017*

*Ngày chấp nhận đăng: 28/10/2017*