

QUẢN LÝ THU NHẬP, CHIẾN LƯỢC KINH DOANH VÀ RỦI RO PHÁ SẢN: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM

HUỲNH LÊ YẾN NHI¹, HOÀNG TRỌNG BÌNH^{2*}

¹Tổng Công ty Bến Thành - TNHH MTV

²Văn phòng, Học viện Chính trị khu vực II

*Tác giả liên hệ: binhht@hcm2.edu.vn

DOIs: <https://doi.org/10.46242/jstiuh.v63i03.4817>

Tóm tắt. Nghiên cứu này xem xét tác động của quản lý thu nhập dồn tích và chiến lược kinh doanh đến rủi ro phá sản. Hồi quy bội (MLS) và hồi quy M-Estimator được thực hiện trên dữ liệu của 200 công ty phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn từ năm 2010 - 2020. Kết quả cho thấy quản lý thu nhập và rủi ro phá sản có mối quan hệ cùng chiều với nhau. Khi các công ty thực hiện quản lý thu nhập quá mức, sức mạnh tài chính của công ty sẽ giảm xuống, dẫn đến nguy cơ phá sản cao hơn trong tương lai. Trong khi đó, các công ty thực hiện một trong hai chiến lược kinh doanh là dẫn đầu về chi phí hoặc tạo sự khác biệt giảm thiểu đáng kể nguy cơ phá sản.

Từ khóa. Quản lý thu nhập, chiến lược kinh doanh, sở hữu nhà nước, rủi ro phá sản.

1. GIỚI THIỆU

Rủi ro phá sản xảy ra khi doanh nghiệp không thể đáp ứng nghĩa vụ nợ của họ, cần phải hành động thông qua các biện pháp pháp lý để nộp đơn xin phá sản nhằm thu xếp lại các khoản nợ hoặc thanh lý tài sản của họ để đáp ứng các nghĩa vụ đó (Bryan và cộng sự, 2013). Bởi vì phá sản sẽ ảnh hưởng đến chủ nợ, nhân viên, ban quản lý và cổ đông, nên việc đánh giá rủi ro phá sản và các yếu tố có ảnh hưởng đến rủi ro phá sản có tầm quan trọng, và rủi ro phá sản là một chủ đề rất được quan tâm (Lukason và Camacho-Minano, 2019).

Một thực tế đã che khuất đi việc đánh giá rủi ro phá sản là quản lý thu nhập. Quản lý thu nhập xảy ra khi ban quản lý dùng sự ảnh hưởng của mình để cố tình làm thay đổi sự thật của báo cáo tài chính với mục đích che giấu điều kiện kinh tế thực tế hoặc đạt được lợi ích cá nhân dựa trên số liệu kế toán (Healy và Wahlen, 1999). Mặc dù quản lý thu nhập không thuộc về gian lận, vì nó vẫn phù hợp với các tiêu chuẩn báo cáo tài chính hiện hành của IFRS và GAAP (Stolowy và Breton, 2004) và thường được sử dụng như một chiến lược trong lập báo cáo tài chính trong phạm vi mà nó vẫn có khả năng cung cấp các thông tin có liên quan đến giá trị (Kwag và Stephens, 2009), nhưng khi quản lý thu nhập che khuất các ước tính hợp lý của các nhà đầu tư thì các tác động tiêu cực của nó là không thể phủ nhận. Vào tháng 9 năm 2015, Tập đoàn Toshiba đã bị chứng minh có tội phóng đại thu nhập của mình lên tới 2 tỷ USD trong một kỳ kế toán bảy năm. Việc này đã dẫn đến sự từ chức của Giám đốc điều hành và Chủ tịch tập đoàn Toshiba, Hisao Tanaka, và gây ra tổn thất tài chính cho các nhà đầu tư của nó (Addady, 2015).

Trong khi quản lý thu nhập có thể gây ra mối đe dọa đối với khả năng hoạt động liên tục của doanh nghiệp thì chiến lược kinh doanh lại giúp các doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả và giảm thiểu rủi ro phá sản trong tương lai (Bryan và cộng sự, 2013). Một doanh nghiệp có thể thực hiện một trong hai chiến lược là dẫn đầu về chi phí và tạo sự khác biệt, hoặc kết hợp cả hai chiến lược để chống chọi với môi trường kinh doanh đầy biến động và cạnh tranh (Porter, 1980). Ví dụ, Garuda Indonesia, được Skytrax đánh giá là Hãng hàng không 5 sao của Indonesia vào năm 2018 khi họ tập trung vào một thị trường tương đối với phân khúc hành khách từ trung lưu đến thượng lưu. Để phát triển lòng trung thành thương hiệu của khách hàng, hãng hàng không này đã cung cấp dịch vụ giải trí trên máy bay và chương trình hành khách ưu tiên (Al-Hafiz, 2016).

Mặc dù các nghiên cứu trước đây đã tiến hành tìm hiểu về mối quan hệ giữa quản lý thu nhập và rủi ro phá sản, kết quả vẫn không có sự nhất quán. Campa và Minano (2013) đã nghiên cứu hành vi thao túng thu nhập của 1.387 công ty không niêm yết nộp đơn xin phá sản ở Madrid vào năm 2010. Kết quả cho thấy, ban quản lý của các công ty hoạt động không lành mạnh đã thổi phồng thu nhập lên nhiều lần nhằm che giấu hoạt động kém hiệu quả của họ. Tuy nhiên, Charitou và cộng sự (2007b); Agrawal và Chatterjee (2015)

lại cho rằng các công ty lành mạnh tham gia vào việc quản lý thu nhập cao hơn và các công ty gặp khó khăn có xu hướng thận trọng hơn về tình hình tài chính của họ.

Bên cạnh đó, các nghiên cứu trước đây cũng đã tiến hành xem xét mối quan hệ giữa chiến lược kinh doanh và rủi ro phá sản. Bryan và cộng sự (2013) đã nghiên cứu mối quan hệ giữa chiến lược kinh doanh và rủi ro phá sản dựa trên cơ sở dữ liệu của 17.636 công ty trong giai đoạn 1993 - 2006. Kết quả cho thấy, khi các công ty thực hiện thành công các chiến lược kinh doanh, rủi ro phá sản của họ thuyên giảm. Đồng thời, Jannah và Muhammad (2021) cũng đưa ra bằng chứng cho thấy các công ty thực hiện một trong hai chiến lược kinh doanh là dẫn đầu về chi phí hoặc tạo sự khác biệt, có ảnh hưởng đáng kể đến việc giảm thiểu nguy cơ phá sản.

Nghiên cứu này xem xét ảnh hưởng của quản lý thu nhập và chiến lược kinh doanh đến rủi ro phá sản dựa trên cơ sở dữ liệu của 200 công ty cổ phần phi tài chính được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn 2010 - 2020. Quản lý thu nhập được đo lường bằng cách sử dụng các khoản dồn tích tùy ý theo mô hình Jones điều chỉnh của Dechow và cộng sự (1995), trong khi chiến lược dẫn đầu về chi phí và tạo sự khác biệt được đo lường tương ứng bằng cách sử dụng vòng quay tài sản hoạt động và biên lợi nhuận (Bryan & cộng sự, 2013; Hambrick, 1983; Wu & cộng sự, 2015). Rủi ro phá sản được đo lường bằng cách sử dụng chỉ số Z của Altman theo mô hình được phát triển bởi Altman (1968). Kết quả cho thấy quản lý thu nhập có mối quan hệ cùng chiều với rủi ro phá sản, trong khi chiến lược kinh doanh và rủi ro phá sản lại có mối quan hệ ngược chiều với nhau.

Đây là một trong những nghiên cứu đầu tiên đánh giá về việc quản lý thu nhập, chiến lược kinh doanh và rủi ro phá sản tại Việt Nam. Do đó, bài nghiên cứu sẽ cung cấp những hiểu biết hữu ích cho các bên liên quan bên trong và bên ngoài của doanh nghiệp: (1) cung cấp cho ban quản lý cái nhìn sâu sắc hơn về tác động của việc quản lý thu nhập, mức độ ảnh hưởng của nó đến hoạt động tài chính và chiến lược kinh doanh quan trọng có thể cải thiện hiệu quả tài chính và tránh rủi ro phá sản lớn hơn trong tương lai; (2) cung cấp thông tin hữu dụng để hỗ trợ việc ra quyết định cho vay hoặc đầu tư vào các công ty có thực hiện việc quản lý thu nhập.

2. CƠ SỞ LÝ THUYẾT

2.1. Rủi ro phá sản

Rủi ro phá sản là toàn bộ các sự kiện và khả năng kinh doanh mà một khi doanh nghiệp gặp phải tình trạng kiệt quệ tài chính, nó có thể dẫn đến việc nộp đơn xin phá sản (Altman, 1968). Thước đo của rủi ro phá sản được sử dụng trong nghiên cứu này là chỉ số Z của Altman, như được giới thiệu bởi Altman (1968). Chỉ số Z của Altman là một công cụ đo lường có thể được sử dụng để xem xét khả năng phá sản của các công ty bằng cách kết hợp khả năng sinh lời, đòn bẩy, tính thanh khoản, khả năng thanh toán và các hoạt động khác (Cooper và Uzun, 2019). Chỉ số Z cho thấy sức mạnh tài chính của một công ty, chỉ số Z càng thấp, rủi ro phá sản càng lớn. Chỉ số Z được xác định như sau:

$$Z \text{ score} = 1.2 (WC) + 1.4 (RE) + 3.3 (EBIT) + 0.6 (MVE) + 0.999 (S) \quad (1)$$

Trong đó:

WC: là tỷ lệ Vốn luân chuyển (Tài sản ngắn hạn - Nợ ngắn hạn) chia cho Tổng tài sản.

RE: là Thu nhập giữ lại trên Tổng tài sản.

EBIT: là tỷ lệ của Thu nhập trước lãi và thuế chia cho Tổng tài sản.

MVE: là Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu chia cho Tổng nợ phải trả

S: là Doanh thu trên Tổng tài sản.

2.2. Quản lý thu nhập

Healy và Wahlen (1999) cho rằng quản lý thu nhập là hành động của ban quản lý nhằm gây ảnh hưởng đến báo cáo tài chính hoặc cấu trúc các giao dịch theo cách làm thay đổi thông tin được báo cáo trong các báo cáo tài chính với mục đích gây ra sự hiểu nhầm cho các cổ đông về kết quả hoạt động kinh doanh của công ty hoặc làm ảnh hưởng đến kết quả hợp đồng mà chủ yếu dựa vào các con số kế toán. Verbruggen và cộng sự (2008) cho rằng các động cơ mà ban quản lý thực hiện việc quản lý thu nhập, trong số nhiều động cơ khác, có thể được phân loại thành: (1) động cơ thị trường chứng khoán, (2) tiết lộ hoặc che giấu các thông tin riêng, (3) chi phí liên quan đến pháp luật, (4) làm cho giám đốc điều hành có được cái nhìn tốt, và (5) những động cơ bên trong.

Theo Joosten (2012), quản lý thu nhập được phân loại thành quản lý thu nhập dựa trên cơ sở dồn tích và quản lý thu nhập thực tế. Quản lý thu nhập thực tế (REM - Real Earnings Management) được thực hiện thông qua các hoạt động thực tiễn khác với các hoạt động kinh doanh thông thường về hoạt động điều hành và hoạt động đầu tư cũng như hoạt động tài chính. Ví dụ, mua cổ phiếu đang lưu hành để tăng mức thu nhập trên mỗi cổ phiếu (Bens và cộng sự, 2003). Quản lý thu nhập dựa trên cơ sở dồn tích (AEM - Accrual-based Earnings Management) được thực hiện thông qua tác động của người quản lý và quyền quyết định đối với các khoản dồn tích, điều này cũng được các chuẩn mực và quy định kế toán hiện hành cho phép. Ví dụ, xác định thời gian hữu dụng ước tính của tài sản cố định, giá trị còn lại, phương pháp khấu hao, suy giảm tài sản và ước tính các khoản nợ phải thu khó đòi.

Nghiên cứu này tập trung vào việc quản lý thu nhập dựa trên cơ sở dồn tích bằng cách sử dụng Mô hình Jones điều chỉnh để đo lường các hoạt động quản lý thu nhập, vì nó cung cấp kết quả chính xác hơn về các khoản dồn tích tùy ý (Dechow và cộng sự, 1995). Các khoản dồn tích tùy ý (DA) được sử dụng làm thước đo cho quản lý thu nhập, được rút ra từ Dechow và cộng sự (1995). Cụ thể, DA được đo lường tuần tự như sau:

(a) Đo lường tổng các khoản dồn tích (TAC).

Phân tích hồi quy được thực hiện dựa trên tổng các khoản dồn tích, doanh thu thuần (REV); tài sản, nhà máy và trang thiết bị (PPE) để thu được giá trị cho các hệ số α_1 , α_2 và α_3 .

$$\frac{TAC_{jt}}{A_{jt-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{jt-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_{jt} - \Delta REC_{jt}}{A_{jt-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{jt}}{A_{jt-1}} \right) + \varepsilon_{jt} \quad (2)$$

(b) Đo lường các khoản dồn tích không tùy ý (NDA) hoặc các khoản dồn tích thông thường dự kiến.

Sau khi có được các giá trị của các hệ số α_1 , α_2 và α_3 , các giá trị này được sử dụng để đo lường các khoản dồn tích không tùy ý cho mỗi công ty bằng cách sử dụng công thức sau đây:

$$NDA_{it} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) \quad (3)$$

Trong đó:

NDA_{it} : là các khoản dồn tích không tùy ý của công ty trong khoảng thời gian t.

(c) Đo lường các khoản dồn tích tùy ý (DA).

Cuối cùng, giá trị của các khoản dồn tích tùy ý có được bằng cách lấy tổng các khoản dồn tích (TAC) trừ đi các khoản dồn tích không tùy ý (NDA).

$$|DA_{it}| = \frac{TAC_{it}}{A_{it-1}} - NDA_{it} \quad (4)$$

Trong đó:

DA_{it} : là các khoản dồn tích tùy ý của công ty và được lấy giá trị tuyệt đối.

2.3. Lý thuyết về chiến lược kinh doanh

Porter (1980) cho rằng chiến lược kinh doanh là chính sách và lập trường mà một thực thể kinh doanh thực hiện để đáp ứng với môi trường kinh doanh cạnh tranh và là một tập hợp các giá trị hoặc tổ hợp sản phẩm mà họ phát triển nhằm mục đích vượt qua các đối thủ cạnh tranh. Porter (1980) cho rằng có ba chiến lược kinh doanh mà một công ty có thể lựa chọn để sử dụng, đó là: dẫn đầu về chi phí, tạo sự khác biệt và chiến lược tập trung¹.

Chiến lược dẫn đầu về chi phí đề cập đến việc trở thành nhà sản xuất có chi phí thấp nhất trong ngành ở một mức chất lượng nhất định, được thực hiện thông qua việc theo đuổi lợi thế quy mô, hệ thống quản trị hàng tồn kho Just in time hoặc lượng đặt hàng tối ưu (Economic order quantity) để giảm thiểu chi phí lưu giữ hàng tồn kho. Mặt khác, chiến lược tạo sự khác biệt tập trung vào chú trọng các tính năng đặc biệt của sản phẩm để tách biệt với các đối thủ cạnh tranh.

Thước đo đại diện cho chiến lược dẫn đầu về chi phí trong bài viết này là vòng quay tài sản hoạt động (ATO). Theo nghiên cứu trước đây của Hambrick (1983); David và cộng sự (2002), ATO là một thước đo quan trọng của chiến lược dẫn đầu về chi phí, trong đó, tỷ lệ giữa đầu ra (Doanh thu hoạt động) và đầu vào (Tài sản hoạt động) càng cao, công ty càng sử dụng tốt các nguồn lực của mình để đạt được sự hiệu quả

¹ Nghiên cứu này không bao gồm chiến lược tập trung vì nó bắt nguồn từ chiến lược dẫn đầu về chi phí và chiến lược tạo sự khác biệt, như là chiến lược được thực hiện trên một phân khúc thị trường cụ thể (Wu và cộng sự, 2015).

trong hoạt động kinh doanh. Qua đó, cho thấy mức độ dẫn đầu về chi phí được sử dụng bởi công ty. ATO được đo lường dựa theo nghiên cứu của Wu và cộng sự (2015) như sau:

$$ATO = \frac{\text{Doanh thu hoạt động}}{\text{Tài sản hoạt động trung bình}} \quad (5)$$

Trong đó:

Tài sản hoạt động = Tổng tài sản - Tiền mặt - Đầu tư ngắn hạn

Tài sản hoạt động trung bình = (Tài sản hoạt động đầu kỳ + Tài sản hoạt động cuối kỳ)/2

Chiến lược tạo sự khác biệt là chiến lược nhấn mạnh vào việc đạt được lợi thế cạnh tranh thông qua tính độc đáo và tính năng khác biệt của hàng hóa và dịch vụ mà doanh nghiệp cung cấp cho khách hàng của mình. Selling và Stickney (1989) lập luận rằng chiến lược tạo sự khác biệt có liên quan chặt chẽ với chiến lược tối đa hóa biên lợi nhuận, trong đó một doanh nghiệp hướng tới mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận của mình bằng cách cung cấp các sản phẩm vượt trội. Điều này hàm ý rằng, biên lợi nhuận (PM) là một thước đo cho chiến lược tạo sự khác biệt và được đo lường dựa theo Wu và cộng sự (2015) như sau:

$$PM = \frac{\text{Thu nhập hoạt động}}{\text{Doanh thu}} \quad (6)$$

2.4. Giả thuyết của bài nghiên cứu

2.4.1. Tác động của quản lý thu nhập đối với rủi ro phá sản

Các công ty có xu hướng báo cáo kết quả tài chính cao vì nhiều lý do, chẳng hạn như đáp ứng kỳ vọng của thị trường chứng khoán (Subramanya, 1996; Coppens và Peek, 2005), để đạt được mục tiêu thu nhập (Haw và cộng sự, 2005), hoặc để che giấu tình trạng tài chính kém (Rosner, 2003). Leach và Newsom (2007) cung cấp bằng chứng thực nghiệm về các khoản dồn tích tùy ý dương (DCA) đối với các công ty có các vụ phá sản sắp xảy ra, trong đó cho thấy việc quản lý thu nhập quá mức là nguyên nhân chính khiến các công ty nộp đơn xin phá sản. Tabassum và cộng sự (2015) báo cáo mối quan hệ ngược chiều giữa quản lý thu nhập và các thước đo thành quả tài chính trong tương lai. Dựa trên các chứng cứ thực nghiệm này, tác giả đặt ra giả thuyết sau đây:

H1. Quản lý thu nhập quá mức sẽ làm gia tăng rủi ro phá sản.

2.4.2. Tác động của chiến lược kinh doanh đối với rủi ro phá sản

Porter (1980) cho rằng các doanh nghiệp chịu đựng được sức ép trong môi trường cạnh tranh bằng cách sử dụng hoặc thực hiện các chiến lược khác với các đối thủ của họ để có được lợi thế cạnh tranh, từ đó, đạt tới mục tiêu kinh doanh của mình. Khung chiến lược cạnh tranh của Porter đưa ra hai chiến lược kinh doanh là dẫn đầu về chi phí và tạo sự khác biệt. Chiến lược dẫn đầu về chi phí chủ yếu tập trung vào năng suất bằng cách sử dụng hiệu quả chi phí (giảm thiểu chi phí để tạo ra một mức sản lượng nhất định) và tối ưu hóa việc sử dụng tài sản cố định để tạo ra một mức sản lượng nhất định. Mặt khác, chiến lược tạo sự khác biệt xoay quanh việc phát triển tính độc đáo của sản phẩm, lòng trung thành của khách hàng và các kênh phân phối mới lạ với mục đích tạo ra lợi nhuận cao.

Mặc dù cách thức mà mỗi chiến lược được thực hiện là khác nhau, tuy nhiên, cả hai chiến lược đều hướng đến mục đích là tạo ra sự vượt trội hơn so với các đối thủ cạnh tranh, tạo ra năng suất cao hoặc mang lại biên lợi nhuận lớn. Bryan và cộng sự (2013) đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho thấy rằng các chiến lược kinh doanh giúp cải thiện hiệu quả tài chính, do đó, làm giảm thiểu rủi ro phá sản. Trên cơ sở đó, giả thuyết thứ hai được đặt ra như sau:

H2a. Chiến lược kinh doanh hiệu quả sẽ làm giảm thiểu rủi ro phá sản.

Ở một số quốc gia, sở hữu nhà nước đóng vai trò chi phối ở nhiều công ty cổ phần đại chúng. Đặc điểm sở hữu này bắt nguồn từ việc các doanh nghiệp niêm yết có tiền thân là doanh nghiệp do nhà nước sở hữu toàn bộ, qua quá trình tư nhân hóa, nhà nước thoái vốn dần khỏi doanh nghiệp nhưng vẫn giữ lại một tỷ lệ sở hữu nhất định. Một lượng đáng kể các doanh nghiệp Việt Nam rơi vào dạng này. Ngoài ra, cũng có những khả năng một doanh nghiệp tiền thân là sở hữu đại chúng, nhưng khi có một cú sốc nào đó xảy ra, doanh nghiệp rơi vào tình trạng nguy hiểm và nhà nước có thể mua lại doanh nghiệp như là một giải pháp tình thế cho vấn đề tái cấu trúc và cứu trợ doanh nghiệp tạm thời thoát khỏi khó khăn. Kết quả là một doanh nghiệp có thể chuyển từ sở hữu tư nhân sang sở hữu nhà nước toàn bộ hoặc một phần. Cho dù nguồn gốc sở hữu nhà nước tại doanh nghiệp là như thế nào, thì sở hữu nhà nước, đặc biệt là sở hữu lớn, có thể có ảnh hưởng lên hiệu quả của các chiến lược kinh doanh mà doanh nghiệp thực hiện khi doanh nghiệp đứng trước rủi ro kiệt quệ. Chermian Eforis (2018) cho rằng các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước cao sẽ đạt được hiệu quả

hoạt động của doanh nghiệp cao hơn nhờ vào sự hỗ trợ của chính phủ. Đồng quan điểm, Wang & Deng (2014) cũng tìm thấy bằng chứng cho rằng sở hữu nhà nước có tác động tiêu cực đến xác suất xảy ra phá sản. Tuy nhiên, có ý kiến lại cho rằng quyền sở hữu của chính phủ có tác động tiêu cực đến quá trình giải quyết khó khăn vì nó làm sai lệch việc phân bổ nguồn lực, khuyến khích quản lý và các quyết định đầu tư trong một môi trường tự do hóa và cạnh tranh (Kam, Citron và Muradoglu, 2008). Fan, Huang và Zhu (2013) cũng cho rằng các công ty có tỷ lệ sở hữu nhà nước cao có hiệu quả hoạt động kém hơn trong thời kỳ khó khăn tài chính và cuối cùng ít có khả năng thoát khỏi tình trạng kiệt quệ tài chính. Trên các cơ sở đó, giả thuyết được đặt ra như sau:

H2b. Sở hữu nhà nước làm giảm hiệu quả của các chiến lược kinh doanh dẫn đến rủi ro phá sản tăng.

3. PHƯƠNG PHÁP VÀ DỮ LIỆU

3.1. Dữ liệu

Tác giả tiến hành lấy mẫu các công ty cổ phần đã được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam ở Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn từ năm 2010 - 2020. Sau đó, tác giả bắt đầu chọn lọc và loại bỏ các công ty thuộc ngành tài chính và bảo hiểm dựa trên chuẩn phân ngành toàn cầu (GICS). Ngoài ra, các công ty không hoạt động kinh doanh liên tục trong giai đoạn 2010 - 2020 cũng bị loại bỏ khỏi mẫu do số liệu thống kê không đầy đủ sẽ ảnh hưởng đến kết quả của bài nghiên cứu. Cuối cùng, kết quả tác giả thu được 2.200 quan sát với mẫu dữ liệu bao gồm 200 công ty trong giai đoạn từ năm 2010 – 2020.

3.2. Mô hình thực nghiệm

Nghiên cứu này sử dụng mô hình nghiên cứu dưới đây để kiểm định hai giả thuyết H1, H2a và H2b:

$$\begin{aligned} Z \text{ score} = & \beta_0 + \beta_1 \times DA_{it} + \beta_2 \times ATO_{it} + \beta_3 \times PM_{it} + \beta_4 \times ATO_{it} \times \text{Stateownership} \\ & + \beta_5 \times PM_{it} \times \text{Stateownership} + \beta_6 \times \text{Leverage} + \beta_7 \times \text{Size}_{it} \\ & + \beta_8 \times \text{Liquidity}_{it} + \beta_9 \times \text{Loss}_{it} + \beta_{10} \times \text{Year} + \beta_{11} \times \text{State ownership} \\ & + \varepsilon_{it} \quad (7) \end{aligned}$$

Trong đó, chỉ số Z đo lường mức độ chỉ số Z của Altman của công ty i trong khoảng thời gian t được tính toán dựa trên mô hình được phát triển bởi Altman (1968). Giá trị của chỉ số Z càng lớn thì sức mạnh tài chính của công ty càng lớn. DA cho biết mức độ quản lý thu nhập mà công ty i sử dụng trong khoảng thời gian t được đo lường bằng phương trình (4). ATO và PM tương ứng là thước đo của chiến lược dẫn đầu về chi phí và chiến lược tạo sự khác biệt, được đo lường bằng phương trình (5) và (6). Tác giả kỳ vọng β_1 là âm và có ý nghĩa, trong khi β_2 và β_3 là dương và có ý nghĩa theo giả thuyết của bài nghiên cứu.

Đòn bẩy (Leverage) được đo lường bằng tổng nợ phải trả trên tỷ lệ tổng tài sản. Tác giả kỳ vọng đòn bẩy có mối quan hệ ngược chiều với chỉ số Z vì mức độ đòn bẩy khiến công ty có nguy cơ phá sản cao hơn, nghĩa là chỉ số Z thấp hơn (Black và Scholes, 1973). Quy mô của công ty (Size) được đo bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản (Wu và cộng sự, 2015). Tác giả kỳ vọng quy mô của công ty có mối quan hệ cùng chiều với chỉ số Z, vì quy mô công ty càng lớn thì năng lực quản lý càng cao và ban quản lý cẩn trọng sẽ càng được đề cao bởi hội đồng quản trị (Theodossiou và cộng sự, 1996). Khả năng thanh khoản (Liquidity) được định nghĩa là tốc độ và mức độ dễ dàng của tài sản được chuyển đổi thành tiền mặt (Ross và cộng sự, 2000: 22). Khả năng thanh khoản được đo lường thông qua tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và các khoản tương đương tiền chia cho tổng tài sản của công ty. Lỗ (Loss) là tình trạng doanh nghiệp có thu nhập ròng âm trong một kỳ kế toán nhất định. Loss là một biến giả, nhận giá trị là 1 nếu công ty bị thua lỗ trong năm, và 0 nếu ngược lại. Loss được kỳ vọng có mối quan hệ ngược chiều với chỉ số Z vì lợi nhuận âm cho thấy thu nhập ít hoặc không có để tái đầu tư vào hoạt động kinh doanh và hoạt động tài chính, điều này sẽ làm xấu đi tình trạng tài chính theo thời gian của công ty (Bryan và cộng sự, 2013). Year là năm quan sát, được điều chỉnh cố định theo từng năm khi thực hiện hồi quy mô hình. Sở hữu nhà nước (State ownership) là một biến giả, được gán giá trị là 1 nếu công ty có tỉ lệ sở hữu của nhà nước trên 33%² và gán cho giá trị 0 nếu ngược

² Theo Khoản 1 Điều 145 Luật Doanh nghiệp 2020, Cuộc họp Đại hội đồng cổ đông được tiến hành khi có số cổ đông dự họp đại diện trên 50% tổng số phiếu biểu quyết; tỷ lệ cụ thể do Điều lệ công ty quy định; Khoản 1 Điều 148 Luật Doanh nghiệp 2020, Nghị quyết được thông qua nếu được số cổ đông đại diện từ 65% tổng số phiếu biểu quyết trừ lên của tất cả cổ đông dự họp tán thành,

lại. Sở hữu nhà nước được kỳ vọng có mối quan hệ cùng chiều với chỉ số Z bởi lẽ Nhà nước sẽ có thiên hướng hạn chế để cho các doanh nghiệp này đi đến phá sản nhằm tránh thiệt hại về vốn và phục vụ cho các mục tiêu phi kinh tế. Nói cách khác, sở hữu nhà nước chi phối sẽ giảm rủi ro phá sản của công ty. Bên cạnh đó, $ATO*Stateownership$ và $PM*Stateownership$ là hai biến tương tác thể hiện sự tác động của sở hữu nhà nước đến hiệu quả của chiến lược đầu tư về chi phí và chiến lược tạo sự khác biệt lên rủi ro phá sản. Tác giả kỳ vọng β_4 và β_5 là âm và có ý nghĩa theo giả thuyết của bài nghiên cứu.

4. KẾT QUẢ

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 cung cấp số liệu thống kê mô tả các biến trong nghiên cứu này. Giá trị trung bình của chỉ số Z là 2.09. Các khoản dồn tích tùy ý (DA) có giá trị trung bình là 0.20, trong khi giá trị tối thiểu và giá trị tối đa tương ứng là 0.00 và 2.24. Vòng quay tài sản hoạt động (ATO) và biên lợi nhuận (PM) có giá trị trung bình lần lượt là 1.05 và 0.08. 0.42 và 0.02 lần lượt là giá trị trung bình của hai biến tương tác, $ATO*Stateownership$ và $PM*Stateownership$. Giá trị trung bình của đòn bẩy (Leverage) là 0.57. Quy mô của công ty (Size) trung bình là 3.09 với giá trị tối thiểu và giá trị tối đa tương ứng là 1.27 và 5.63. Khả năng thanh khoản (Liquidity), lỗ (Loss) và sở hữu nhà nước (State ownership) có giá trị trung bình lần lượt là 0.07, 0.09 và 0.33.

Bảng 1. Thống kê mô tả

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Z-score	2,200	2.09	1.60	-2.99	21.58
DA	2,200	0.20	0.18	0.00	2.24
ATO	2,200	1.05	0.94	0.00	10.23
PM	2,200	0.08	0.31	-8.43	2.52
$ATO*Stateownership$	2,200	0.42	0.90	0.00	10.23
$PM*Stateownership$	2,200	0.02	0.23	-8.43	0.77
Leverage	2,200	0.57	0.18	0.03	0.97
Size	2,200	3.09	0.64	1.27	5.63
Liquidity	2,200	0.07	0.08	0.00	0.62
Loss	2,200	0.09	0.28	0.00	1.00
State ownership	2,200	0.33	0.47	0.00	1.00

Nguồn: Tác giả

4.2. Tương quan Pearson

Bảng 2 mô tả mối quan hệ giữa các biến độc lập trong nghiên cứu này. Hệ số tương quan giữa các biến độc lập đều nhỏ hơn 60%. Điều này cho thấy các biến độc lập ít có khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

trừ trường hợp quy định tại các khoản 3, 4 và 6 Điều này; tỷ lệ cụ thể do Điều lệ công ty quy định. Trên cơ sở này, để thể hiện khả năng chi phối, tác giả đã sử dụng tỷ lệ 33% (51% x 65%) làm ngưỡng cho tỷ lệ sở hữu của Nhà nước trong bài nghiên cứu.

Bảng 2. Kết quả kiểm định tương quan Pearson

	Z-score	DA	ATO	PM	ATO*State ownership	PM*State ownership	Leverage	Size	Liquidity	Loss	State ownership
DA	-0.044 0.038	1									
ATO	0.507*** 0	-0.026 0.22	1								
PM	0.170*** 0	0.062*** 0.004	-0.095*** 0	1							
ATO*State ownership	0.309*** 0	0.072*** 0	0.641*** 0	-0.047 0.028	1						
PM*State ownership	0.062*** 0	0.038 0.077	0.003 0.888	0.725*** 0	0.065*** 0.002	1					
Leverage	-0.594*** 0	0.037 0.085	0.023 0.278	-0.158*** 0	0.031 0.144	-0.085*** 0	1				
Size	-0.224*** 0	-0.013 0.532	-0.332*** 0	0.099*** 0	-0.192*** 0	-0.006 0.770	0.106*** 0	1			
Liquidity	0.353*** 0	-0.083*** 0	0.167*** 0	0.103*** 0	0.050 0.019	0.067*** 0.002	-0.320*** 0	-0.004 0.838	1		
Loss	-0.205*** 0	-0.017 0.424	-0.117*** 0	-0.305*** 0	-0.094*** 0	-0.090*** 0	0.087*** 0	-0.041 0.055	-0.132*** 0	1	
State ownership	0.041 0.055	0.144*** 0	0.162*** 0	-0.051 0.018	0.664*** 0	0.125*** 0	0.076*** 0	-0.061*** 0.005	0.04 0.06	-0.076*** 0	1

Trong đó, giá trị thống kê được trình bày trong dấu ngoặc []. *, **, *** lần lượt có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tác giả

4.3. Kết quả hồi quy

Bảng 3. Kết quả hồi quy bội và hồi quy M-Estimator

Variables	MLS Regression	M-Estimator Regression
DA	0.022 [0.67]	-0.316*** [-7.96]
ATO	0.959*** [56.44]	0.963*** [81.85]
PM	0.563*** [12.77]	0.683*** [18.63]
ATO*Stateownership	-0.049** [-2.06]	-0.072*** [-4.75]
PM*Stateownership	-0.564*** [-11.66]	-0.635*** [-13.70]
Leverage	-4.120*** [-67.26]	-3.336*** [-81.40]
Size	0.030 [1.59]	0.005 [0.41]
Liquidity	0.605*** [6.46]	0.690*** [7.17]
Loss	-0.147***	-0.294***

Variables	MLS Regression	M-Estimator Regression
	[-7.78]	[-10.77]
State ownership	0.107***	0.159***
	[2.96]	[6.84]
Constant	3.274***	2.886***
	[46.61]	[57.94]
Year Dummies	Included	Included
N	2200	2200

Trong đó, giá trị thống kê t được trình bày trong dấu ngoặc []. *, **, *** lần lượt có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tác giả

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy MLS và hồi quy M-Estimator đã được điều chỉnh theo hiệu ứng cố định năm. Có sự khác biệt với kết quả hồi quy MLS, kết quả hồi quy M-Estimator cho thấy DA có tác động đáng kể đến rủi ro phá sản, hệ số là -0.316 với mức ý nghĩa 1%. Kết quả âm và có ý nghĩa của DA đã thể hiện rằng việc các công ty tham gia vào quản lý thu nhập quá mức có thể dẫn đến rủi ro phá sản cao hơn trong tương lai. Vì vậy, quản lý thu nhập có thể được xem là một yếu tố làm gia tăng rủi ro phá sản.

ATO và PM, với cả hai mô hình hồi quy MLS và hồi quy M-Estimator đều cho kết quả dương và có ý nghĩa ở mức 1% (hệ số của ATO = 0.963; hệ số của PM = 0.683). Kết quả này đã thể hiện rằng các công ty theo đuổi chiến lược dẫn đầu về chi phí hoặc chiến lược tạo sự khác biệt làm giảm thiểu rủi ro phá sản của họ. Do đó, chiến lược kinh doanh là một yếu tố giúp làm giảm thiểu rủi ro phá sản.

Bên cạnh đó, biến tương tác ATO*Stateownership và PM*Stateownership đều cho kết quả âm và có ý nghĩa thống kê ở cả hai mô hình hồi quy MLS và hồi quy M-Estimator (hệ số của ATO*Stateownership = -0.072; hệ số của ATO*Stateownership = -0.635). Điều này cho thấy rằng các công ty có tỉ lệ sở hữu nhà nước càng cao sẽ làm giảm thiểu hiệu quả của các chiến lược kinh doanh lên rủi ro phá sản.

Đối với biến kiểm soát, kết quả hồi quy M-Estimator của tất cả các biến đều cho kết quả tương tự với hồi quy MLS. Đòn bẩy (Leverage) và lỗ (Loss) có mối quan hệ cùng chiều và có ý nghĩa đối với rủi ro phá sản (hệ số của Leverage = -3.336; hệ số của Loss = -0.294). Khả năng thanh khoản (Liquidity), sở hữu nhà nước (State ownership) có mối quan hệ ngược chiều và có ý nghĩa đối với rủi ro phá sản (hệ số của Liquidity = 0.690; hệ số của State ownership = 0.159). Quy mô của công ty (Size) có mối quan hệ ngược chiều và không đáng kể đối với rủi ro phá sản (hệ số = 0.005).

5. KẾT LUẬN

Kết luận của nghiên cứu này sẽ bao gồm hai phần, liên quan đến tác động của quản lý thu nhập và chiến lược kinh doanh đối với rủi ro phá sản. Thứ nhất, quản lý thu nhập có mối quan hệ cùng chiều và đáng kể đối với rủi ro phá sản. Các công ty đang tham gia vào quản lý thu nhập quá mức có thể gặp rủi ro phá sản cao hơn trong tương lai. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu trước đây được thực hiện bởi Campa và Minano (2013), cho thấy quản lý thu nhập được sử dụng như một công cụ để che giấu tình trạng tài chính kém. Điều này đã chỉ ra rằng mức độ sử dụng quản lý thu nhập phụ thuộc rất nhiều vào điều kiện tài chính của công ty. Để tránh vi phạm các giao ước nợ, một số công ty có thể sử dụng các kỹ thuật quản lý thu nhập để tăng thu nhập nhằm tránh việc vi phạm. Vì nếu vi phạm, người cho vay có thể tăng lãi suất đối với khoản nợ hoặc yêu cầu trả nợ ngay lập tức. Bên cạnh đó, áp lực đáp ứng kỳ vọng doanh thu đặc biệt gay gắt và có thể là chất xúc tác chính khiến các nhà quản lý tham gia vào các hoạt động quản lý thu nhập dẫn đến việc ghi nhận doanh thu có nghi vấn hoặc gian lận (Haw và cộng sự, 2005).

Thứ hai, có một mối quan hệ ngược chiều và đáng kể giữa chiến lược kinh doanh và rủi ro phá sản. Các doanh nghiệp thực hiện một trong hai chiến lược kinh doanh là dẫn đầu về chi phí hoặc tạo sự khác biệt sẽ mang lại hiệu quả tài chính tốt hơn và do đó, rủi ro phá sản thấp hơn. Kết quả này xác nhận khung lý thuyết của Porter (2008) liên quan đến chiến lược kinh doanh mà các công ty thực hiện như một công cụ để đạt được lợi thế cạnh tranh và môi trường cạnh tranh bền vững trong các ngành tương ứng của họ. Mặc dù,

việc thực hiện có thể khác nhau và các công ty có thể lựa chọn thực hiện chiến lược dẫn đầu về chi phí hoặc chiến lược tạo sự khác biệt, nhưng khuôn khổ cho thấy rằng các công ty thực hiện một trong hai chiến lược kinh doanh hoạt động tốt hơn so với các đối thủ cạnh tranh và do đó, có nguy cơ phá sản thấp hơn. Các nghiên cứu của Chang & cộng sự (2012) và Bryan & cộng sự (2013) xác nhận kết quả của nghiên cứu này vì cả hai nghiên cứu đều phát hiện ra rằng chiến lược kinh doanh của công ty, dẫn đầu về chi phí và tạo sự khác biệt sẽ làm giảm thiểu rủi ro phá sản.

Bên cạnh đó, sở hữu nhà nước có tác động đáng kể làm giảm hiệu quả của chiến lược kinh doanh lên rủi ro phá sản. Các công ty có tỉ lệ sở hữu nhà nước càng cao chịu sự tác động của cơ chế nhà nước càng lớn. Các doanh nghiệp này có thiên hướng xây dựng các chiến lược kinh doanh theo khuôn khổ và phạm vi quy định của nhà nước. Điều này dẫn đến các chiến lược kinh doanh thường không mang lại hiệu quả tối ưu, làm tác động lên rủi ro phá sản trong tương lai.

Nghiên cứu này rất quan trọng đối với các bên liên quan bên ngoài, chẳng hạn như nhà đầu tư và chủ nợ, để đánh giá rủi ro phá sản, khả năng tài chính và mức độ tín nhiệm của công ty. Trong khi, chiến lược kinh doanh ảnh hưởng đến rủi ro phá sản mang lại lợi ích cho các bên liên quan bên trong, chẳng hạn như các nhà quản lý, trong việc xây dựng chiến lược đối phó với việc các vấn đề liên quan. Vì vậy, nghiên cứu này cung cấp bằng chứng thực nghiệm về việc sử dụng chiến lược kinh doanh như một yếu tố làm giảm thiểu rủi ro phá sản, tác động của yếu tố sở hữu nhà nước đối với chiến lược kinh doanh lên rủi ro phá sản, cũng như việc sử dụng quá mức quản lý thu nhập sẽ làm gia tăng rủi ro phá sản.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Addady, M. (2015). *Toshiba's Accounting Scandal Is Much Worse than We Thought*.

Retrieved from. <http://fortune.com/2015/09/08/toshiba-accounting-scandal/>.

Agrawal, K., Chatterjee, C. (2015). Earnings management and financial distress: evidence from India. *Global Bus*, 16 (5_suppl), 140S–154S.

Aharony, J., Lee, C.-W.J., Wong, T.J. (2000). Financial packaging of IPO firms in China. *J. Account*, 38 (1), 103–126.

Al-Hafiz, M.P. (2016). *Apa Saja Strategi Marketing Garuda Tahun Ini?* Retrieved from. <http://marketeers.com/melihat-fokus-strategi-marketing-garuda-indonesia-pada-tahun-2016/>.

Altman, E.I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *J. Finance*, 23 (4), 589–609.

Bens, D.A., Nagar, V., Skinner, D.J., Wong, M.F. (2003). Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases. *J. Account. Econ*, 36 (1-3), 51–90.

Black, F., Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *J. Polit. Econ*, 81 (3), 637–654.

Bryan, D., Dinesh Fernando, G., Tripathy, A. (2013). Bankruptcy risk, productivity and firm strategy. *Account. Finance*, 12 (4), 309–326.

Campa, D., Minano, M.d.M.C. (2013). Opportunistic earnings manipulation among bankrupt unlisted firms - How and when they do that. *Documentos de trabajo de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales* (5), 1–34.

Chang, H., Fernando, G., Tripathy, A. (2012). *Strategic Positioning and Productivity*.

Charitou, A., Lambertides, N., Trigeorgis, L. (2007a). Earnings behaviour of financially distressed firms: the role of institutional ownership. *Abacus*, 43 (3), 271–296.

Charitou, A., Lambertides, N., Trigeorgis, L. (2007b). Managerial discretion in distressed firms. *Br. Account*, 39 (4), 323–346.

Cooper, E., Uzun, H. (2019). Corporate social responsibility and bankruptcy. *Stud. Econ. Finance*, 36 (2), 130–153.

David, J.S., Hwang, Y., Pei, B.K., Reneau, J.H. (2002). The performance effects of congruence between product competitive strategies and purchasing management design. *Manag. Sci*, 48 (7), 866–885.

Dechow, P.M., Sloan, R.G., Sweeney, A.P. (1995). Detecting earnings management. *Account*, 193–225.

Hambrick, D.C. (1983). High profit strategies in mature capital goods industries: a contingency approach. *Acad. Manag. J*, 26 (4), 687–707.

- Haw, I.M., Qi, D., Wu, D., Wu, W. (2005). Market consequences of earnings management in response to security regulations in China. *Contemp. Account*, 22 (1), 95–140.
- Healy, P.M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *J. Account. Econ*, 7 (1-3), 85–107.
- Healy, P.M., Wahlen, J.M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Account. Horiz*, 13 (4), 365–383.
- Jannah, L.L, Muhammad, R.P (2021). Business Strategy, ISO 31000 and Bankruptcy Risk. *Jurnal Inovasi Bisnis* 9, 120-123.
- Jones, J.J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *J. Account. Res*, 193–228.
- Joosten, C. (2012). Real Earnings Management and Accrual-Based Earnings Management as Substitutes. *Tilburg University*. Tilburg.
- Kwag, S.W., Stephens, A.A. (2009). Investor reaction to earnings management. *Manag. Finance*, 36 (1), 44–56.
- Leach, R., Newsom, P. (2007). Do firms manage their earnings prior to filing for bankruptcy? *Acad. Account. Financ. Stud. J*, 11 (3), 125.
- Lukason, O., Camacho-Mi~nano, M.-M. (2019). Bankruptcy risk, its financial determinants and reporting delays: do managers have anything to hide? *Risks*, 7 (3), 77.
- Oktovianti, T., Agustia, D. (2012). Influence of the internal corporate governance and leverage ratio to the Earnings Management. *J. Basic Appl*, 2 (7), 7192–7199.
- Porter, M.E. (1980). Techniques for Analyzing Industries and Competition. *Competitive Strategy*, p. 300. New York.
- Porter, M.E. (2008). Techniques for Analyzing Industries and Competitors. *Competitive Strategy*. Simon and Schuster.
- Rosner, R.L. (2003). Earnings manipulation in failing firms. *Contemp. Account. Res*, 20 (2), 361408.
- Ross, S.A., Westerfield, R., Jordan, B.D., Firer, C. (2000). Fundamentals of Corporate Finance. *Irwin/McGraw-Hill Boston*, MA.
- Selling, T.I., Stickney, C.P. (1989). The effects of business environment and strategy on a firm's rate of return on assets. *Financ. Anal. J*, 45 (1), 43–52.
- Stolowy, H., Breton, G. (2004). Accounts manipulation: a literature review and proposed conceptual framework. *Account. Finance*, 3 (1), 5–92.
- Tabassum, N., Kaleem, A., Nazir, M.S. (2015). Real earnings management and future performance. *Global Bus*, 16 (1), 21–34.
- Theodossiou, P., Kahya, E., Saidi, R., Philippatos, G. (1996). Financial distress and corporate acquisitions: further empirical evidence. *J. Bus. Finance Account*, 23 (5-6), 699–719.
- Verbruggen, S., Christaens, J., Milis, K. (2008). Earnings Management: A Literature Review. *HUB Research paper*, p. 14.
- Wu, P., Gao, L., Gu, T. (2015). Business strategy, market competition and earnings management: evidence from China. *Chin. Manag. Stud*, 9 (3), 401–424.

EARNINGS MANAGEMENT, BUSINESS STRATEGY, AND BANKRUPTCY RISK: EVIDENCE FROM VIETNAM

HUYNH LE YEN NHI¹, HOANG TRONG BINH^{2*}

¹*Benthanh Group*

²*Office of the Political Academy Region I*

**Corresponding author: binhht@hcma2.edu.vn*

Abstract. The purpose of this study is to examine the effect of accrual earnings management and business strategy to bankruptcy risk. Multiple Least Square (MLS) regression and M-Estimator regression are performed on financial data of 200 non-financial firms listed on the Ho Chi Minh City Stock Exchange (HoSE) and the Ha Noi Stock Exchange (HNX) from 2010 - 2020. The result indicates that earnings

management and bankruptcy risk have a positive relationship with each other. When firms are actively engaging in earnings management, the level of financial strength will decrease, leading to experience higher bankruptcy risk in the future. Meanwhile, firms that implement either one of two generic business strategies of cost leadership or differentiation, significantly mitigate the risk of bankruptcy.

Keywords. Earnings management, business strategy, state ownership, bankruptcy risk.

Ngày nhận bài: 05/07/2022

Ngày chấp nhận đăng: 28/11/2022