



EFFECTS OF FIRM LIFE CIRCLE AND EARNINGS MANAGEMENT ON FINANCIAL DISTRESS: IN THE CASE OF THE STEEL COMPANY LISTED ON THE VIETNAMESE STOCK MARKET

Pham Quang Tuan^{1*}, Bui Ngoc Toan¹, Nguyen Thi My Linh¹

¹University of Finance - Marketing, Vietnam

ARTICLE INFO	ABSTRACT
DOI: 10.52932/jfmr.v17i4.1114 <i>Received:</i> October 01, 2025 <i>Accepted:</i> December 03, 2025 <i>Published:</i> August 25, 2026 Keywords: Earnings management, Financial distress, Life cycle, Logistic regression, Steel industry Article type: Research paper JEL codes: G33, G34	Purpose of the article – This study examines the relationship between financial distress, earnings management, and corporate life cycle stages in Vietnam's steel industry. Design/Methodology/Approach – The study employs a sample of 139 observations from 21 steel companies listed on the HOSE and HNX stock exchanges during the period 2016-2022. Financial distress is measured using the model developed by Fich and Slezak (2008), while earnings management is assessed through real earnings management activities, including cash flow and cost manipulation. Corporate life cycle stages are classified based on Dickinson (2011). The research hypotheses are tested using OLS and Logit regression models. Findings – The results indicate that financial distress significantly influences earnings management during the Introduction, Mature, and Shake-out stages of the corporate life cycle. In addition, life cycle stage, firm size, firm age, and GDP growth are found to affect the likelihood of financial distress. Research Implications/Limitations – The study suggests strengthening risk management practices, improving transparency, and enhancing financial reporting quality. A limitation is that the sample is restricted to listed steel companies; future studies may expand to other industries. Originality/Value – The study integrates financial distress, earnings management, and corporate life cycle perspectives within the context of Vietnam's steel industry, providing empirical evidence on how earnings management behavior varies across life cycle stages. Practical Implications – The findings help managers, investors, and regulators identify financial distress risks and improve corporate governance and reporting quality. Social Implications – The study contributes to greater market transparency, investor protection, and the sustainable development of Vietnam's steel industry.

*Corresponding author: Email: pq.tuan@ufm.edu.vn



TÁC ĐỘNG CỦA VÒNG ĐỜI DOANH NGHIỆP VÀ QUẢN TRỊ THU NHẬP ĐẾN KIỆT QUÊ TÀI CHÍNH: TRƯỜNG HỢP CÁC CÔNG TY NGÀNH THÉP NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Phạm Quang Tuấn^{1*}, Bùi Ngọc Toàn¹, Nguyễn Thị Mỹ Linh¹

¹Trường Đại học Tài chính - Marketing

THÔNG TIN	TÓM TẮT
DOI: 10.52932/jfmr.v17i4.1114	Mục đích bài viết – Nghiên cứu phân tích mối quan hệ giữa kiệt quệ tài chính, quản trị thu nhập và vòng đời doanh nghiệp trong ngành thép Việt Nam.
Ngày nhận bài: 01/10/2025	Thiết kế/phương pháp luận/cách tiếp cận – Nghiên cứu sử dụng 139 quan sát từ 21 doanh nghiệp thép niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2016-2022. Kiệt quệ tài chính được xác định theo mô hình của Fich và Slezak (2008), quản trị thu nhập được đo lường thông qua các hoạt động quản trị thực như điều chỉnh dòng tiền và chi phí, trong khi vòng đời doanh nghiệp được phân loại theo Dickinson (2011). Các giả thuyết nghiên cứu được kiểm định bằng mô hình hồi quy OLS và Logit.
Ngày chấp nhận: 03/12/2025	Kết quả nghiên cứu – Kiệt quệ tài chính tác động đáng kể đến hành vi quản trị thu nhập tại các giai đoạn Giới thiệu, Trưởng thành và Biến động. Bên cạnh đó, vòng đời doanh nghiệp, quy mô, tuổi đời công ty và tăng trưởng GDP ảnh hưởng đến khả năng kiệt quệ tài chính.
Ngày đăng: 25/08/2026	Hàm ý/hạn chế của nghiên cứu – Nghiên cứu đề xuất tăng cường quản trị rủi ro, nâng cao minh bạch thông tin và chất lượng báo cáo tài chính. Hạn chế là phạm vi mẫu chỉ gồm các doanh nghiệp thép niêm yết; các nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng sang các ngành khác.
Từ khóa: Hồi quy logistic, Kiệt quệ tài chính, Ngành thép, Quản trị thu nhập, Vòng đời doanh nghiệp	Điểm độc đáo/đóng góp của bài viết – Nghiên cứu tích hợp đồng thời ba yếu tố - kiệt quệ tài chính, quản trị thu nhập và vòng đời doanh nghiệp trong ngành thép Việt Nam, cung cấp bằng chứng thực nghiệm về sự khác biệt trong hành vi quản trị thu nhập theo từng giai đoạn vòng đời.
Thể loại bài viết: Bài nghiên cứu	Ý nghĩa thực tiễn – Hỗ trợ nhà quản trị, nhà đầu tư và cơ quan quản lý nhận diện rủi ro tài chính và nâng cao chất lượng quản trị doanh nghiệp.
Mã JEL: G33, G34	Ý nghĩa về khía cạnh xã hội – Góp phần nâng cao tính minh bạch của thị trường vốn, bảo vệ nhà đầu tư và thúc đẩy sự phát triển bền vững của ngành thép.

*Tác giả liên hệ: Email: pq.tuan@ufm.edu.vn

1. Giới thiệu

Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, giai đoạn 2019-2023 ghi nhận xu hướng gia tăng mạnh số lượng doanh nghiệp Việt Nam gặp khó khăn tài chính. Từ 89,2 nghìn doanh nghiệp năm 2019, con số này tăng lên 143,2 nghìn năm 2022, tương đương khoảng 400 doanh nghiệp rút lui khỏi thị trường mỗi ngày. Dù kinh tế vĩ mô năm 2023 dần phục hồi, khu vực doanh nghiệp vẫn đối mặt nhiều thách thức, đặc biệt trong các ngành công nghiệp chịu ảnh hưởng của suy giảm tổng cầu toàn cầu. Tăng trưởng công nghiệp chỉ đạt 3,02% mức thấp nhất trong hơn một thập kỷ, kéo theo tác động tiêu cực đến sản xuất, thu ngân sách và xuất khẩu. Thực trạng này cho thấy, nhu cầu cấp thiết của việc nhận diện sớm rủi ro kiệt quệ tài chính nhằm hỗ trợ doanh nghiệp duy trì ổn định và phát triển bền vững.

Một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến chất lượng báo cáo tài chính là hành vi quản trị thu nhập, đặc biệt trong giai đoạn khó khăn, khi các nhà quản trị có xu hướng điều chỉnh kết quả kinh doanh để duy trì hình ảnh tài chính tích cực (Campa & Camacho-Miñano, 2014). Bên cạnh đó, vòng đời doanh nghiệp cũng có mối liên hệ đáng kể với rủi ro kiệt quệ tài chính, do đặc điểm quản trị và mức độ rủi ro thay đổi ở từng giai đoạn phát triển (Sari & Ismah, 2022).

Mặc dù chủ đề này đã được nghiên cứu tại các quốc gia phát triển, ở Việt Nam vẫn còn ít bằng chứng thực nghiệm, đa số tập trung vào mô hình dự báo truyền thống như Altman (1968), Merton (1974), Ohlson (1980) và Zmijewski (1984).

Nghiên cứu này áp dụng mô hình của Fich và Slezak (2008) để xác định tình trạng kiệt quệ tài chính dựa trên dữ liệu kế toán, đồng thời lựa chọn ngành thép lĩnh vực sản xuất trọng điểm, có vai trò lan tỏa cao trong nền kinh tế làm đối tượng phân tích. Với dữ liệu từ 21 doanh nghiệp thép niêm yết giai đoạn 2016-2022, nghiên cứu nhằm làm rõ mối quan hệ giữa kiệt quệ tài chính, quản trị thu nhập và vòng đời doanh nghiệp, qua đó cung cấp bằng chứng

thực nghiệm và hàm ý chính sách nhằm nâng cao minh bạch tài chính, quản trị rủi ro và phát triển bền vững.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết nền

Lý thuyết đại diện

Jensen và Meckling (1976) cho rằng, trong doanh nghiệp luôn tồn tại xung đột lợi ích giữa chủ sở hữu và nhà quản lý. Cổ đông mong muốn tối đa hóa giá trị doanh nghiệp dài hạn, trong khi nhà quản lý có thể ưu tiên lợi ích cá nhân như tiền thưởng hay uy tín. Điều này dẫn đến các hành vi như điều chỉnh số liệu kế toán, thao túng lợi nhuận hoặc che giấu dấu hiệu suy giảm tài chính. Lý thuyết đại diện lý giải vì sao quản trị thu nhập thường gia tăng khi doanh nghiệp chịu áp lực tài chính, đồng thời cho thấy, các yếu tố như quy mô, đòn bẩy hay tuổi doanh nghiệp có thể ảnh hưởng đến rủi ro kiệt quệ tài chính.

Lý thuyết rủi ro thanh khoản

Theo Westgaard và Van der Wijst (2001), rủi ro thanh khoản phát sinh khi doanh nghiệp không đủ khả năng đáp ứng nghĩa vụ tài chính đúng hạn. Trong giai đoạn kinh tế mở rộng, rủi ro này thấp nhờ dòng tiền ổn định; ngược lại, khi suy thoái, dòng tiền giảm, tín dụng bị siết chặt khiến doanh nghiệp dễ rơi vào kiệt quệ tài chính. Xác suất mất khả năng thanh toán phụ thuộc vào yếu tố vĩ mô như lãi suất, GDP, tỷ giá, thất nghiệp. Lý thuyết này đặc biệt phù hợp với ngành thép Việt Nam, vốn nhạy cảm với biến động chu kỳ kinh tế và đầu tư công.

Lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn

Modigliani và Miller (1963) cho rằng, doanh nghiệp cân bằng giữa lợi ích của nợ vay và chi phí phá sản. Nợ vay mang lại lợi ích lá chắn thuế, nhưng sử dụng quá mức sẽ làm tăng rủi ro tài chính và suy giảm khả năng thanh toán. Có một mức nợ tối ưu giúp doanh nghiệp đạt giá trị cao nhất. Lý thuyết này giúp giải thích mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính, kiệt quệ

tài chính và hành vi quản trị thu nhập, khi nhà quản trị có thể điều chỉnh lợi nhuận để duy trì hình ảnh tài chính an toàn trước nhà đầu tư và ngân hàng.

Lý thuyết trật tự phân hạng

Donaldson (1961) và Myers và Majluf (1984) cho rằng, doanh nghiệp ưu tiên nguồn vốn nội bộ, sau đó đến nợ vay và cuối cùng là phát hành cổ phiếu nhằm giảm bất cân xứng thông tin. Khi gặp khó khăn tài chính, doanh nghiệp buộc phải huy động vốn bên ngoài, từ đó thúc đẩy hành vi điều chỉnh lợi nhuận nhằm duy trì niềm tin của nhà đầu tư và tổ chức tín dụng.

2.2. Tổng quan về kiệt quệ tài chính, vòng đời doanh nghiệp và quản trị thu nhập

Kiệt quệ tài chính là một thuật ngữ cơ bản trong tài chính doanh nghiệp, dùng để mô tả tình trạng doanh nghiệp không còn đủ khả năng đáp ứng các nghĩa vụ tài chính đến hạn. Khái niệm này tuy được tiếp cận theo nhiều góc độ trong nghiên cứu trước, nhưng về bản chất đều xoay quanh mức độ suy giảm khả năng thanh toán. Theo Altman (2000), kiệt quệ tài chính bắt đầu khi doanh nghiệp xuất hiện dấu hiệu mất cân đối tài chính và tiến gần tới nguy cơ phá sản; Altman và Hotchkiss (2010) cho rằng, khái niệm này bao trùm các trạng thái từ nhẹ đến nặng như thất bại tài chính (failure), mất khả năng thanh toán (insolvency), vỡ nợ (default) và phá sản (bankruptcy). Các dấu hiệu phổ biến của kiệt quệ tài chính thường bao gồm dòng tiền hoạt động suy giảm, lợi nhuận không đủ bù đắp chi phí, đặc biệt là chi phí lãi vay và áp lực thanh khoản tăng cao khiến doanh nghiệp không thể thực hiện nghĩa vụ tài chính đúng hạn. Nhiều mô hình dự báo kiệt quệ tài chính đã được phát triển như Altman (1968), Beaver (1966), Ohlson (1980), Zmijewski (1984) hay Fich và Slezak (2008), phản ánh nỗ lực lượng hóa khái niệm này thông qua các chỉ số tài chính cụ thể. Trong nghiên cứu này, kiệt quệ tài chính được đo lường bằng mô hình của Fich và Slezak (2008), vốn thực chất là một chỉ tiêu truyền thống đánh giá khả năng thanh toán lãi vay, thông qua tỷ lệ lợi nhuận trước lãi vay và

thuế (EBIT) trên chi phí lãi vay. Khi tỷ lệ này nhỏ hơn 1, doanh nghiệp không tạo ra đủ lợi nhuận để chi trả lãi vay, qua đó cho thấy, áp lực thanh khoản và rủi ro mất khả năng thanh toán. Việc sử dụng chỉ tiêu này phù hợp với đặc thù dữ liệu kế toán của doanh nghiệp Việt Nam, đồng thời phản ánh trực tiếp mức độ căng thẳng tài chính thay vì sử dụng các khái niệm mang tính bao quát hoặc trừu tượng như “không đủ dòng tiền và lợi nhuận để đáp ứng nghĩa vụ tài chính”. Do đó, nghiên cứu lựa chọn cách tiếp cận đơn giản, minh định và dựa trên một chỉ số tài chính đã được sử dụng rộng rãi, tránh phức tạp hóa thuật ngữ “kiệt quệ tài chính” vốn dĩ đã có nền tảng lý thuyết rõ ràng trong tài chính doanh nghiệp.

Vòng đời doanh nghiệp: mô tả chuỗi giai đoạn mà một doanh nghiệp đi qua trong quá trình tồn tại và phát triển. Mỗi giai đoạn đặt ra cơ hội - thách thức ràng buộc nguồn lực khác nhau đối với nhà quản trị (chiến lược, tài chính, marketing). Lý thuyết vòng đời doanh nghiệp cho rằng, chính sách tài chính và mức độ rủi ro thay đổi theo từng giai đoạn phát triển (Ferris và cộng sự, 2009; Kale và cộng sự, 2012). Doanh nghiệp trưởng thành thường có nguồn vốn nội bộ dồi dào, chi trả cổ tức ổn định; trong khi doanh nghiệp non trẻ ưu tiên tái đầu tư để tăng trưởng. Dickinson (2011) đề xuất mô hình xác định vòng đời dựa trên cấu trúc dòng tiền hoạt động (CFO), đầu tư (CFI) và tài chính (CFF), giúp phản ánh rõ ràng hơn khả năng thanh khoản và rủi ro tài chính. Tuy nhiên, các nghiên cứu chủ yếu được thực hiện tại các nền kinh tế phát triển. Do đó, trong bối cảnh Việt Nam nơi thị trường còn nhiều bất ổn cần xem xét liệu vòng đời doanh nghiệp có ảnh hưởng đáng kể đến khả năng rơi vào kiệt quệ tài chính hay không.

Quản trị thu nhập: được hiểu là việc nhà quản lý can thiệp có chủ đích vào quá trình lập và trình bày báo cáo tài chính nhằm tác động đến mức lợi nhuận được công bố. Theo Healy và Wahlen (1999) và Schipper (1989), quản trị thu nhập là việc nhà quản lý chủ động can thiệp vào quá trình ghi nhận và trình bày báo cáo tài

chính nhằm điều chỉnh kết quả theo hướng có lợi, nhưng không nhất thiết vi phạm chuẩn mực kế toán (Haniiffa và cộng sự, 2006). Có hai hình thức chính:

Quản trị thu nhập dựa trên kế toán dồn tích (Accrual-based): điều chỉnh các khoản kế toán, không ảnh hưởng trực tiếp đến dòng tiền.

Quản trị thu nhập dựa trên hoạt động thực tế (Real-based): điều chỉnh hành vi hoạt động như cắt giảm chi phí, giảm đầu tư hoặc thay đổi sản lượng để đạt mục tiêu lợi nhuận (Campa & Camacho-Miñano, 2014; Roychowdhury, 2006). Cả hai đều được doanh nghiệp sử dụng như chiến lược ứng phó trong giai đoạn khó khăn tài chính, giúp duy trì hình ảnh tài chính tích cực và giảm áp lực từ nhà đầu tư, tín dụng hoặc thị trường.

2.3. Tổng quan về các nghiên cứu thực nghiệm

Các nghiên cứu trước đây nhìn chung đều ghi nhận mối liên hệ giữa kiệt quệ tài chính, quản trị thu nhập và vòng đời doanh nghiệp. Khi đối mặt với rủi ro tài chính, doanh nghiệp thường gia tăng hành vi quản trị thu nhập nhằm duy trì hình ảnh tích cực với nhà đầu tư và chủ nợ. Nhiều nghiên cứu như Adu-Boateng (2011), Rosner (2003), Campa và Camacho-Miñano (2014) cho thấy, hành vi này gia tăng đáng kể trước khi doanh nghiệp rơi vào tình trạng phá sản. Tuy nhiên, một số nghiên cứu khác như DeAngelo và cộng sự (1994), Saleh và Ahmed (2005), Agustia và cộng sự (2020) lại ghi nhận mối quan hệ yếu hoặc trái chiều cho thấy, tác động của quản trị thu nhập phụ thuộc vào bối cảnh và chiến lược doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, vòng đời doanh nghiệp được xem là nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến nguy cơ kiệt quệ tài chính. Các nghiên cứu của Kordestani và cộng sự (2011), Sayari và Mugan (2013), Fawzi và cộng sự (2015) cho thấy, dòng tiền và cấu trúc dòng tiền là chỉ báo hiệu quả của tình trạng tài chính. Theo Dickinson (2011), Akbar và cộng sự (2019) và Durana và cộng sự (2021), rủi ro kiệt quệ thường tập trung ở các giai đoạn đầu và cuối vòng đời doanh nghiệp

khi áp lực đầu tư, tăng trưởng và lợi nhuận ở mức cao.

Tại Việt Nam, các nghiên cứu của Đinh Thị Thu Thảo và Nguyễn Vĩnh Khương (2016), Võ Văn Nhị và Hoàng Cẩm Trang (2013), Lê Thị Phương Vy (2020) đều cho thấy, doanh nghiệp càng gặp khó khăn tài chính càng có xu hướng điều chỉnh lợi nhuận. Ngoài ra, các nghiên cứu của Bùi Kim Dung và Mai Thị Trúc Ngân (2020), Lưu Văn Anh Dũng (2020) khẳng định vai trò của dòng tiền và vòng đời doanh nghiệp trong việc dự báo kiệt quệ tài chính.

Tổng quan thực nghiệm cho thấy, phần lớn nghiên cứu tập trung vào mối quan hệ giữa quản trị thu nhập và kiệt quệ tài chính, với quản trị thu nhập được đo lường thông qua kế toán dồn tích (AEM - Dechow và cộng sự, 1995) hoặc quản trị thu nhập thực tế (REM - Roychowdhury, 2006), trong khi kiệt quệ tài chính được đánh giá bằng các mô hình như Z-score (Altman, 2000), B-score (Zmijewski, 1984) hoặc tỷ số EBIT/chi phí lãi vay của Fich và Slezak (2008). Tuy nhiên, tại Việt Nam vẫn chưa có nhiều nghiên cứu đồng thời xem xét tác động của vòng đời doanh nghiệp và quản trị thu nhập thực tế đến kiệt quệ tài chính trong cùng một mô hình, đặc biệt đối với ngành thép niêm yết.

Nghiên cứu đề xuất cách tiếp cận tích hợp giữa (1) vòng đời doanh nghiệp theo mô hình dòng tiền của Dickinson (2011), xác định dựa trên dấu của dòng tiền hoạt động, đầu tư và tài trợ; (2) quản trị thu nhập thực tế (REM) đo lường bằng các chỉ số dòng tiền hoạt động, chi phí sản xuất và chi phí tùy ý bất thường theo Roychowdhury (2006); và (3) kiệt quệ tài chính theo Fich và Slezak (2008), khi lợi nhuận hoạt động không đủ trang trải chi phí lãi vay.

Kế thừa các nghiên cứu của Campa và Camacho-Miñano (2014), Zang (2012), Agustia và cộng sự (2020), Durana và cộng sự (2021), nghiên cứu xem xét vai trò điều tiết của vòng đời doanh nghiệp trong mối quan hệ giữa quản trị thu nhập thực tế và kiệt quệ tài chính. Mô hình Binary Logit trên dữ liệu bảng được sử

dụng để đánh giá nguy cơ kiệt quệ tài chính, tương tự các nghiên cứu dự báo phá sản của Ohlson (1980), Fich và Slezak (2008) và Tinoco và Wilson (2013). Trong bối cảnh ngành thép Việt Nam chịu nhiều áp lực kinh tế, nghiên cứu góp phần nhận diện sớm rủi ro tài chính và hỗ trợ nâng cao năng lực quản trị doanh nghiệp niêm yết.

2.4. Giả thuyết nghiên cứu

Kiệt quệ tài chính phản ánh tình trạng doanh nghiệp suy giảm nghiêm trọng về khả năng thanh toán và hiệu quả hoạt động (Altman, 2000; Zmijewski, 1984). Trong giai đoạn này, quản trị thu nhập (Earnings Management – EM) thường được sử dụng như một công cụ “che chắn tài chính” nhằm duy trì hình ảnh ổn định trước nhà đầu tư và chủ nợ (Campa & Camacho-Miñano, 2014). Hai hình thức phổ biến của EM gồm: kế toán dồn tích (AEM) theo Dechow và cộng sự (1995) và quản trị thu nhập thực tế (REM) theo Roychowdhury (2006). Trong đó, REM được xem là tinh vi hơn và thường tăng mạnh trong giai đoạn khủng hoảng do khó bị phát hiện (Campa & Camacho-Miñano, 2014; Gunny, 2010; Zang, 2012).

Theo lý thuyết vòng đời doanh nghiệp (Anthony & Ramesh, 1992; Dickinson, 2011), mỗi giai đoạn từ tăng trưởng, bão hòa đến suy thoái đều có đặc điểm tài chính và chiến lược khác nhau, ảnh hưởng đến hành vi điều chỉnh lợi nhuận (Akbar và cộng sự, 2019; Durana và cộng sự, 2021). Do đó, khi đối mặt với rủi ro kiệt quệ tài chính, doanh nghiệp có thể lựa chọn hình thức quản trị thu nhập khác nhau tùy theo giai đoạn vòng đời. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đề xuất ba giả thuyết chính:

Theo Roychowdhury (2006) và Cohen và Zarowin (2010), doanh nghiệp có thể đẩy mạnh bán hàng bằng chiết khấu hoặc gia hạn tín dụng để ghi nhận doanh thu sớm, tạo ấn tượng tăng trưởng. Hành vi này phổ biến trong giai đoạn tăng trưởng và bão hòa nhằm duy trì kỳ vọng thị trường và trong giai đoạn suy thoái nhằm trì hoãn tín hiệu khủng hoảng. Tuy nhiên, việc ghi

nhận sớm doanh thu làm giảm dòng tiền tương lai, làm gia tăng rủi ro thanh khoản (Campa & Camacho-Miñano, 2014; Roychowdhury, 2006; Zang, 2012).

Giả thuyết H1: Các doanh nghiệp rơi vào kiệt quệ tài chính có điều chỉnh thu nhập thực tế thông qua điều chỉnh doanh thu trong các giai đoạn vòng đời.

Theo Campa và Camacho - Miñano (2014), Gunny (2010) và Roychowdhury (2006), doanh nghiệp có thể tăng sản xuất vượt nhu cầu để phân bổ chi phí cố định, qua đó giảm giá vốn và làm tăng lợi nhuận tạm thời. Trong giai đoạn bão hòa hoặc suy thoái, hành vi này được sử dụng nhiều hơn nhằm duy trì chỉ tiêu lợi nhuận, nhưng hệ quả là hàng tồn kho tăng, dòng tiền suy giảm và rủi ro tài chính gia tăng trong các kỳ tiếp theo (Gunny, 2010).

Giả thuyết H2: Các doanh nghiệp rơi vào kiệt quệ tài chính có điều chỉnh thu nhập thực tế thông qua điều chỉnh chi phí sản xuất trong các giai đoạn vòng đời.

Chi phí tùy ý như quảng cáo, R&D, hay chi phí quản lý thường bị cắt giảm để cải thiện lợi nhuận ngắn hạn (Cohen & Zarowin, 2010; Gunny, 2010). Hành vi này đặc biệt phổ biến ở giai đoạn bão hòa và suy thoái, khi dòng tiền hạn chế. Dù giúp cải thiện kết quả báo cáo trong ngắn hạn, việc cắt giảm chi phí này làm suy giảm năng lực cạnh tranh và gia tăng rủi ro tài chính dài hạn (Durana và cộng sự, 2021).

Giả thuyết H3: Các doanh nghiệp rơi vào kiệt quệ tài chính có điều chỉnh thu nhập thực tế thông qua điều chỉnh chi phí tùy ý trong các giai đoạn vòng đời.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu được thể hiện như sau (chi tiết tại Bảng 1)

Để phân tích tác động của hành vi điều chỉnh thu nhập theo các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp cũng như đánh giá các yếu tố

ảnh hưởng đến mức độ kiệt quệ tài chính của các công ty phi tài chính ngành thép niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2016–2022, nghiên cứu xây dựng mô hình dựa trên nền tảng lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm từ các nghiên cứu trước. Theo đó, kiệt quệ tài chính (Y) được xem là biến phụ thuộc, chịu ảnh hưởng bởi vòng đời doanh nghiệp (LC), mức độ quản trị thu nhập (EM) và các biến kiểm soát đặc trưng của doanh nghiệp.

Cơ sở của cách tiếp cận này xuất phát từ các nghiên cứu chứng minh rằng, hành vi quản trị thu nhập có thể làm gia tăng rủi ro tài chính hoặc che giấu dấu hiệu suy giảm tài chính của doanh nghiệp (Campa & Camacho-Miñano, 2014; Agustia và cộng sự, 2020; Durana và cộng sự, 2021; Zang, 2012). Đồng thời, vòng đời doanh nghiệp cũng được xem là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến mức độ ổn định tài chính, khả năng tạo dòng tiền và rủi ro phá sản (Akbar và cộng sự, 2019; Durana và cộng sự, 2021). Những kết quả này gợi ý rằng, việc kết hợp cả EM và vòng đời vào mô hình giúp phản ánh đầy đủ hơn hành vi và đặc điểm nội tại của doanh nghiệp trong mối quan hệ với kiệt quệ tài chính.

Do đó, mô hình nghiên cứu được xây dựng là hợp lý về mặt lý thuyết khi xem xét đồng thời: (i) tác động của quản trị thu nhập lên nguy cơ kiệt quệ tài chính, (ii) vai trò của vòng đời doanh nghiệp trong việc quyết định sức khỏe tài chính, và (iii) các đặc trưng kiểm soát như quy mô, tăng trưởng tài sản, đòn bẩy và tuổi doanh nghiệp. Cách tiếp cận này cho phép phân tích toàn diện hơn, phù hợp với bối cảnh ngành thép vốn biến động mạnh và chịu ảnh hưởng của chu kỳ kinh doanh.

$$\begin{aligned} (\text{DISTRESS})_{it} = \ln[\text{Pi}/(1-\text{Pi})] = \\ \alpha_0 + \alpha \beta_1(\text{LIFE CYCLE})_{i,t} + \beta_2(\text{EARNING MANAGEMENT})_{i,t} + \beta_3(\text{SIZE})_{i,t} \\ + \beta_4(\text{GROW})_{i,t} + \beta_5(\text{LEV})_{i,t} + \beta_6(\text{AGE})_{i,t} \\ + \beta_7(\text{GGDP})_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} (\text{DISTRESS})_{it} = \ln[\text{Pi}/(1-\text{Pi})] = \\ \alpha_0 + \alpha \beta_1(\text{LIFE CYCLE} \times \text{EARNING MANAGEMENT})_{i,t} + \beta_2(\text{SIZE})_{i,t} \\ + \beta_3(\text{GROW})_{i,t} + \beta_3(\text{LEV})_{i,t} + \beta_4(\text{AGE})_{i,t} \\ + \beta_5(\text{GGDP})_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

Trong đó:

i: Doanh nghiệp niêm yết;

t: Khoảng thời gian từ năm 2016 đến năm 2022

α : Hệ số chặn;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$: Hệ số của các biến độc lập trong mô hình;

ε_{it} : Sai số ngẫu nhiên.

Mô tả biến và đo lường biến xem chi tiết tại Phụ lục 1 (xem Phụ lục 1 online).

3.3. Dữ liệu và phương pháp

Dữ liệu nghiên cứu bao gồm 21 công ty phi tài chính niêm yết thuộc ngành Thép (xem Phụ lục 5 online) trong giai đoạn 2016-2022 với 139 quan sát. Nguồn dữ liệu báo cáo tài chính công ty thu thập từ các website: www.cafef.vn và www.cophieu68.vn.

Bài nghiên cứu này sử dụng phương pháp phân tích tương quan để xác định mối quan hệ giữa các biến trong mô hình nghiên cứu. Bên cạnh đó, bài nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy nhị phân Binary Logistic (hay Logit) trên dữ liệu dạng bảng để ước lượng mô hình nghiên cứu, cách thực hiện này cũng được sử dụng trong nghiên cứu của Fich và Slezak (2008), Ohlson (1980) và Tinoco và Wilson trong (2013).

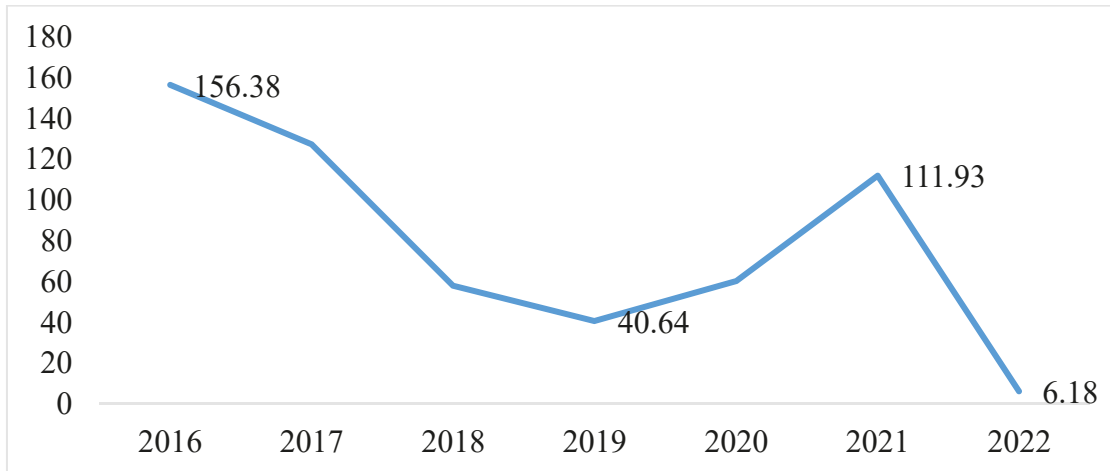
4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả biến

Bảng thống kê (xem Phụ lục 2 online) mô tả trình bày trên giá trị trung bình của biến KQTC có thể thấy rằng, trong tổng số 139 quan sát thì có 20 quan sát (chiếm 14,39%) có tình trạng kiệt quệ tài chính. Tỷ lệ kiệt quệ tài chính cao có thể được lý giải bởi phương pháp đo lường dựa trên số liệu thực tế, cùng với khoảng thời gian nghiên cứu bao gồm hai năm 2021-2022, là giai

đoạn nhiều doanh nghiệp chịu ảnh hưởng nặng nề sau đại dịch COVID-19. Tuy nhiên, vòng đời doanh nghiệp ở giai đoạn “Tăng trưởng” không bị kiệt quệ tài chính (do đó có sự chênh lệch 14 quan sát ở mục 4.4. Kết quả nghiên cứu thử nghiệm tại Bảng 1 và Bảng 2), có thể lý giải

trong giai đoạn này doanh nghiệp ngành Thép không rơi vào kiệt quệ tài chính bởi đây là chu kỳ hoạt động kinh doanh phát triển mạnh, doanh thu và lợi nhuận tăng nhanh, dòng tiền ổn định, khả năng huy động vốn thuận lợi.



Hình 1. Giá trị trung bình của hệ số EBIT/Chi phí lãi vay giai đoạn 2016-2022

Biểu đồ trên cho thấy, các doanh nghiệp ngành Thép có hệ số EBIT/Chi phí lãi vay trung bình giảm đều qua các năm, tăng trong ngắn hạn giai đoạn 2020-2021, giảm mạnh trong năm 2022. Theo nghiên cứu của Fich và Slezak (2008), doanh nghiệp không có khả năng tạo ra thu nhập đủ để chi trả lãi vay thì có khả năng sẽ sớm đối mặt với việc mất khả năng chi trả các khoản nợ đến hạn. Do đó, giá trị trung bình của hệ số EBIT/Chi phí lãi vay ở biểu đồ trên cho thấy, các doanh nghiệp ngành Thép trong năm 2022 có nguy cơ kiệt quệ tài chính.

4.2. Hồi quy tương quan giữa các biến

Kết quả phân tích hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình (xem Phụ lục 4 online), bao gồm biến phụ thuộc Distress và bốn biến độc lập Life Cycle, EM1, EM2 và EM3. Kết quả cho thấy, phần lớn các biến đều có ý nghĩa thống kê và tồn tại mối tương quan nhất định với nhau. Dựa trên hệ số tương quan được trình

bày trong bảng, không có cặp biến nào có hệ số tương quan tuyệt đối vượt quá 0,61, do đó nguy cơ xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình là không tồn tại. Vì vậy, có thể kết luận rằng, mô hình nghiên cứu không gặp vấn đề đa cộng tuyến, đảm bảo độ tin cậy cho các kiểm định hồi quy tiếp theo.

4.3. Kiểm định tự tương quan và phương sai thay đổi

Kết quả kiểm định tự tương quan và phương sai thay đổi (xem Phụ lục 5 online), với mức ý nghĩa 1%, kiểm định White cho kết quả là Prob > chi2 = 0.05 lớn hơn 1% nên bác bỏ giả thuyết H0 $\Rightarrow$ cả 3 mô hình không có hiện tượng phương sai thay đổi H0 của hai kiểm định. Cùng với mức ý nghĩa 1%, kiểm định cho kết quả là Prob > F = 0.10 lớn hơn 1% nên bác bỏ giả thuyết H0 $\Rightarrow$ cả 3 mô hình không có hiện tượng tự tương quan.

4.4. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

Bảng 1. Kết quả hồi quy logit có sử dụng tác động biên của vòng đời doanh nghiệp và quản trị thu nhập đến kiệt quệ tài chính

Biến	Kỳ vọng dấu	Distress
Cycle	+	-
1. Cycle		-
2. Cycle		Không biến thiên
3. Cycle		0,033** -(0,14)
4. Cycle		0,080* -(0,13)
5. Cycle		0,46 (0,06)
EM1	+	0,001*** (-14,89)
EM2	+	0,020** (-7,28)
EM3	+	0,039** (1,98)
Size	+/-	0,325 (-0,24)
Grow	+/-	0,097* (3,289)
Lev	+	0,006*** (-1,00)
Age	+/-	0,010*** (0,02)
GGDP	+/-	0,159 (0,097)
Hằng số		0,235 (7,337)
Số quan sát	125	
Mức ý nghĩa	0,0384	

Ghi chú: *, ** và *** lần lượt thể hiện mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Bảng 2. Tổng hợp các kết quả hồi quy logit của quản trị thu nhập
từng giai đoạn vòng đời doanh nghiệp đến kiệt quệ tài chính

Biến	Kỳ vọng	Distress				
1.Cycle*EM1	+	0,992 (0,053)				
1.Cycle*EM2	+	0,062* (-7,97)				
1.Cycle*EM3	+	0,411 (0,977)				
2.Cycle*EM1	+		0,660 (-4,500)			
2.Cycle*EM2	+		0,916 (-1,173)			
2.Cycle*EM3	+		0,457 (3,049)			
3.Cycle*EM1	+			0,323 (-4,451)		
3.Cycle*EM2	+			0,479 (-2,828)		
3.Cycle*EM3	+			0,494 (0,907)		
4.Cycle*EM1	+				0,066*** (-9,022)	
4.Cycle*EM2	+				0,990 (0,057)	
4.Cycle*EM3	+				0,991 (-0,016)	
5.Cycle*EM1	+					0,110 (-9,947)
5.Cycle*EM2	+					0,379 (-3,699)
5.Cycle*EM3	+					0,322 (1,095)
Size	+/-	0,012** (-0,553)	0,016** (-0,501)	0,005*** (-0,610)	0,019** (-0,503)	0,038** (-0,417)
Grow	+/-	0,441 (-0,904)	0,172 (-1,479)	0,407 (-0,936)	0,487 (-0,799)	0,367 (-1,015)
Lev	+	0,953 (0,138)	0,949 (-0,143)	0,859 (-0,447)	0,439 (-0,447)	0,423 (-1,908)
Age	+/-	0,002*** (0,325)	0,003*** (0,282)	0,003*** (0,278)	0,006*** (0,267)	0,003*** (0,283)
GGDP	+/-	0,022 (1,807)	0,020** (1,81)	0,024** (1,766)	0,059** (1,490)	0,018** (2,106)
Hằng số		0,190 (7,26)	0,228 (6,420)	0,079* (9,617)	0,148 (8,105)	0,396 (4,378)
Số quan sát	139					
Mức ý nghĩa (Prob > chi2)	0,035		0,0343	0,0262	0,039	0,0210

Ghi chú: *, ** và *** lần lượt thể hiện mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

4.5. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Sau khi hồi quy và tính toán phần dư biến quản trị thu nhập (*xem Phụ lục 3 online*) và xác định các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp, nghiên cứu tiến hành hồi quy Logit nhằm đánh giá tác động của kiệt quệ tài chính đến hành vi quản trị thu nhập.

Kết quả hồi quy Bảng 1 và 2 cho thấy, kiệt quệ tài chính có ảnh hưởng đáng kể đến quản trị thu nhập theo từng giai đoạn vòng đời doanh nghiệp. Cụ thể, ở giai đoạn “Trưởng thành” và “Biến động”, tác động này có ý nghĩa thống kê ở mức 5% và 10%, phản ánh rằng, trong những giai đoạn chịu áp lực duy trì hiệu quả tài chính, doanh nghiệp có xu hướng điều chỉnh lợi nhuận để tránh tín hiệu tiêu cực. Đồng thời, kiệt quệ tài chính tác động mạnh đến điều chỉnh dòng tiền hoạt động kinh doanh ở giai đoạn “Biến động” (ý nghĩa 1%) và điều chỉnh chi phí sản xuất ở giai đoạn “Giới thiệu” (ý nghĩa 10%). Kết quả này củng cố bằng chứng của Campa và Camacho-Miñano (2014) rằng, các doanh nghiệp gặp khó khăn tài chính thường thực hiện quản trị thu nhập thông qua hoạt động thực tế (REM) như điều chỉnh doanh thu, chi phí hoặc kế toán dồn tích để tạo lợi nhuận ổn định.

Các biến kiểm soát cũng cho thấy, ảnh hưởng đáng kể. Quy mô doanh nghiệp tác động cùng chiều với kiệt quệ tài chính ở mức ý nghĩa 5% cho thấy, các công ty lớn có xu hướng thực hiện quản trị thu nhập nhiều hơn phù hợp với Agustia và cộng sự (2020) và Lee & Choi (2002). Tuổi đời doanh nghiệp cũng tác động cùng chiều ở mức ý nghĩa 1%, hàm ý rằng, các công ty lâu năm có xu hướng điều chỉnh lợi nhuận cao hơn do áp lực tài chính tích lũy, phù hợp với Bartov (1993) và DeFond & Park (2001), nhưng trái với Zang (2012). Ngoài ra, tăng trưởng kinh tế có mối quan hệ cùng chiều với quản trị thu nhập (ý nghĩa 5%), phản ánh áp lực duy trì hiệu quả tài chính trong giai đoạn kinh tế mở rộng tương đồng với Bartov (1993), Nagar (2002) và Wild (1996).

Tóm lại, nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm rõ ràng về mối quan hệ giữa kiệt quệ tài chính và hành vi quản trị thu nhập thực tế trong các doanh nghiệp ngành Thép Việt Nam giai đoạn 2016-2022, đồng thời phù hợp với các kết quả nghiên cứu quốc tế và cho thấy, chất lượng báo cáo tài chính vẫn chịu ảnh hưởng đáng kể từ hành vi điều chỉnh thu nhập khi doanh nghiệp gặp khó khăn tài chính.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

5.1. Kết luận

Dựa trên dữ liệu của 21 doanh nghiệp ngành thép niêm yết trên HOSE và HNX giai đoạn 2016-2022 (139 quan sát), nghiên cứu sử dụng mô hình Logit để phân tích tác động của kiệt quệ tài chính đến hành vi quản trị thu nhập theo từng giai đoạn vòng đời doanh nghiệp.

Kết quả cho thấy, kiệt quệ tài chính có ảnh hưởng đáng kể đến quản trị thu nhập thực tế, đặc biệt qua việc điều chỉnh dòng tiền và chi phí sản xuất. Doanh nghiệp gặp khó khăn tài chính có xu hướng gia tăng điều chỉnh lợi nhuận để che giấu hiệu quả yếu kém.

Tác động này khác nhau giữa các giai đoạn vòng đời: mạnh nhất ở giai đoạn “Biến động” (ý nghĩa 1%), đồng thời vẫn hiện diện ở giai đoạn “Giới thiệu” và “Trưởng thành” với mức độ thấp hơn.

Ngoài ra, quy mô, tuổi đời doanh nghiệp và tăng trưởng kinh tế đều ảnh hưởng đáng kể đến hành vi quản trị thu nhập. Các công ty lớn, lâu năm hoặc trong giai đoạn tăng trưởng kinh tế cao thường có xu hướng điều chỉnh lợi nhuận nhiều hơn.

Nhìn chung, kết quả phù hợp với các nghiên cứu quốc tế (Campa & Camacho-Miñano, 2014; Bartov, 1993; Lee & Choi, 2002; Zang, 2012) và cung cấp bằng chứng thực nghiệm quan trọng về mối liên hệ giữa kiệt quệ tài chính và quản trị thu nhập trong bối cảnh ngành thép Việt Nam lĩnh vực mang tính chu kỳ và rủi ro cao.

5.2. Hàm ý chính sách

Đối với nhà quản trị doanh nghiệp: Cần nhận thức rủi ro từ quản trị thu nhập, đặc biệt khi doanh nghiệp gặp khó khăn tài chính. Thay vì điều chỉnh lợi nhuận, doanh nghiệp nên củng cố cấu trúc tài chính, quản trị dòng tiền, tối ưu chi phí và tăng cường kiểm soát nội bộ. Đối với doanh nghiệp nhỏ, cần xây dựng nền tảng tài chính bền vững và nâng cao minh bạch. Các hành vi quản trị thu nhập (REM) có thể được xem như chỉ báo cảnh báo sớm, giúp nhà quản trị nhận diện các dấu hiệu bất thường theo từng giai đoạn vòng đời để kịp thời điều chỉnh chiến lược.

Đối với nhà đầu tư và kiểm toán viên: Phân tích doanh nghiệp theo vòng đời giúp phát hiện rủi ro tài chính và khả năng điều chỉnh lợi nhuận. Ở giai đoạn “Biến động”, cần đặc biệt chú ý các dấu hiệu bất thường về dòng tiền và chi phí sản xuất. Hành vi quản trị thu nhập (REM) đóng vai trò như tín hiệu cảnh báo sớm, hỗ trợ đánh giá chất lượng lợi nhuận và mức độ bền vững của doanh nghiệp.

Đối với cơ quan quản lý và hoạch định chính sách: Cần tăng cường yêu cầu minh bạch thông tin, xây dựng hệ thống cảnh báo sớm về kiệt quệ tài chính và phát huy vai trò của kiểm toán độc lập, nhất là trong các ngành có tính chu

kỳ như thép. Đồng thời, khuyến khích doanh nghiệp công bố Báo cáo quản trị rủi ro và Báo cáo phát triển bền vững (ESG) nhằm nâng cao minh bạch và quản lý rủi ro hiệu quả hơn.

5.3. Hạn chế nghiên cứu

Nghiên cứu chỉ xem xét 21 doanh nghiệp thép niêm yết, nên chưa phản ánh toàn diện các ngành khác, làm giảm tính khái quát. Ngoài ra, việc đo lường kiệt quệ tài chính dựa trên mô hình Fich và Slezak (2008) còn hạn chế, chưa kết hợp các mô hình khác như Altman Z-score hay Ohlson O-score. Do đó, các nghiên cứu tiếp theo mở rộng phạm vi mẫu và so sánh nhiều mô hình đo lường để tăng độ tin cậy và tính tổng quát của kết quả.

Báo cáo tài trợ: Nghiên cứu này được tài trợ bởi Trường Đại học Tài chính - Marketing (UFM) trong khuôn khổ đề tài nghiên cứu khoa học cấp cơ sở, mã số: CS-18-24.

Tính khả dụng của dữ liệu: Dữ liệu sẽ được cung cấp khi có yêu cầu hợp lý (gửi email cho tác giả liên hệ).

Tuyên bố về sử dụng AI (trí tuệ nhân tạo): Tác giả cam kết tự thực hiện toàn bộ nghiên cứu và viết lách mà không nhờ cậy sự hỗ trợ của các công cụ AI tạo sinh.

Tài liệu tham khảo

- Adu-Boateng, D. (2011). A theoretical construct for explaining the impact of financial distress on unethical earnings management decisions. *Journal of American Academy of Business*, 16(2), 89–95.
- Agustia, D., Muhammad, N. P. A. & Permatasari, Y. (2020). Earnings management, business strategy, and bankruptcy risk: Evidence from Indonesia. *Heliyon*, 6(2), 1–9. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2020.e03317>
- Akbar, A., Akbar, M., Tang, W., & Qureshi, M. A. (2019). Is bankruptcy risk tied to corporate life-cycle? Evidence from Pakistan. *Sustainability*, 11(3). <https://doi.org/10.3390/su11030678>
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609. <https://doi.org/10.2307/2978933>
- Altman, E. I. (2000). *Predicting financial distress of companies: Revisiting the Z-score and ZETA models* [Working paper]. New York University, Stern School of Business.
- Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (2010). *Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt*. John Wiley & Sons. <https://doi.org/10.1002/9781118267806>
- Anthony, J., & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2–3), 203–227. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90018-W](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90018-W)

- Bartov, E. (1993). The timing of asset sales and earnings manipulation. *The Accounting Review*, 68(4), 840-855. <https://doi.org/10.2308/TAR-9403090159>
- Barton, J., & Simko, P. J. (2002). The balance sheet as an earnings management constraint. *The Accounting Review*, 77(s-1), 1-27. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.1>
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*, 4, 71-111. <https://doi.org/10.2307/2490171>
- Bùi Kim Dung, Mai Thị Trúc Ngân (2021). Kiệt quệ tài chính và dòng tiền của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng*, 226, 61-70. https://hvn.edu.vn/medias/tapchi/vi/04.2021/system/archivedate/2a061530_B%C3%A0i%20c%E1%BB%A7a%20T%C3%A1c%20gi%E1%BA%A3%20B%C3%B9i%20Kim%20Dung,%20Mai%20Th%C3%A9%20Tr%C3%B1%20Ng%C3%A2n.pdf
- Campa, D., & Camacho-Miñano, M. D. M. (2014). Earnings management among bankrupt non-listed firms: Evidence from Spain. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 43(1), 3-20. <https://doi.org/10.1080/02102412.2014.890820>
- Choi, J.-H., Kim, J.-B., & Lee, J. J. (2011). Value relevance of discretionary accruals in the Asian financial crisis of 1997-1998. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(2), 166-187. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2010.09.002>
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of accounting and Economics*, 50(1), 2-19 <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.01.002>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (1994). Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 113-143. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90007-8](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90007-8)
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- DeFond, M. L. & Park, C. W. (2001). The reversal of abnormal accruals and the market valuation of earnings surprises. *The Accounting Review*, 76(3), 375-404. <https://doi.org/10.2308/accr.2001.76.3.375>
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994. <https://doi.org/10.2308/accr-10130>
- Donaldson, G. (1962). *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*. Beard Books.
- Durana, P., Michalkova, L., Privara, A., Marousek, J., & Tumpach, M. (2021). Does the life cycle affect earnings management and bankruptcy? *Oeconomia Copernicana*, 12(2), 425-461. <https://doi.org/10.24136/oc.2021.015>
- Đinh Thị Thu Thảo, Nguyễn Vĩnh Khương (2016). Tác động của hành vi điều chỉnh thu nhập đến khả năng hoạt động liên tục trong kế toán: Nghiên cứu thực nghiệm cho các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển Khoa học và Công nghệ*, 19(Q3), 96-108.
- Fawzi, N. S., Kamaluddin, A., & Sanusi, Z. M. (2015). Monitoring distressed companies through cash flow analysis. *Procedia Economics and Finance*, 28, 136-144. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01092-8](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01092-8)
- Ferris, S. P., Jayaraman, N., & Sabherwal, S. (2009). Catering effects in corporate dividend policy: The international evidence. *Journal of Banking & Finance*, 33(9), 1730-1738. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.04.005>
- Fich, E. M., & Slezak, S. L. (2008). Can corporate governance save distressed firms from bankruptcy? An empirical analysis. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 30(2), 225-251. <https://doi.org/10.1007/s11156-007-0048-5>
- Ghazali, A. W., Shafie, N. A., & Sanusi, Z. M. (2015). Earnings management: An analysis of opportunistic behaviour, monitoring mechanism and financial distress. *Procedia Economics and Finance*, 28, 190-201. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01100-4](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01100-4)
- Gunny, K. A. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855-888. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01029.x>
- Haniffa, R., Rahman, R. A., & Ali, F. H. M. (2006). Board, audit committee, culture and earnings management: Malaysian evidence. *Managerial Auditing Journal*, 21(7), 783-804. <https://doi.org/10.1108/02686900610680549>

- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Khúc Thế Anh, Lê Trần Hà Trang, Nguyễn Đức Dương, Phương Kim Quốc Cường, & Lê Diệu Linh. (2024). Dịch vụ ngân hàng phi truyền thống và sức khỏe tài chính cá nhân. Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 320, 22–32. <https://doi.org/10.33301/JED.VI.1589>
- Kale, J. R., Kini, O., & Payne, J. D. (2012). The dividend initiation decision of newly public firms: Some evidence on signaling with dividends. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(2), 365–396. <https://doi.org/10.1017/S0022109012000063>
- Kordestani, G., Bakhtiari, M., & Biglari, V. (2011). Ability of combinations of cash flow components to predict financial distress. *Business: Theory and Practice*, 12(3), 277–285. <https://doi.org/10.3846/btp.2011.28>
- Lee, B. B., & Choi, B. (2002). Company size, auditor type, and earnings management. *Journal of Forensic Accounting*, 3(1), 27–50.
- Lê Thị Phương Vy (2020). Kiệt quệ tài chính và quản trị thu nhập: Bằng chứng thực nghiệm ở các công ty niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 31(2), 23–44. <https://jabes.uieh.edu.vn/Content/ArticleFiles/258ca365-7776-4f39-976b-412fd7e68086/JABES-2019-7-V85.pdf>
- Lưu Văn Anh Dung (2020). Kiệt quệ tài chính: Vòng đời và chiến lược tái cấu trúc các công ty niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Công Thương*, 23, 388–394. <https://tapchicongthuong.vn/kiet-que-tai-chinh--vong-doi-va-chien-luoc-tai-cau-truc-cac-cong-ty-niem-yet-tai-viet-nam-80765.htm>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Merton, R. C. (1974). On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates. *The Journal of Finance*, 29(2), 449–470. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1974.tb03058.x>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963) corporate income taxes and the cost of capital a correction. *American Economic Review*, 53(3), 433–443. <http://www.jstor.org/stable/1809167>
- Nagar, V. (2002). Delegation and incentive compensation. *The Accounting Review*, 77(2), 379–395. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.2.379>
- Nguyễn Đỗ Quyên, Lê Ngọc Mai (2021). Nghiên cứu tác động của quản trị lợi nhuận tới khả năng phá sản của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Quản lý và Kinh tế quốc tế*, 140, 1–18. <https://vjol.info.vn/jiem/en/article/view/64113/54009/>
- Ohlson, J. A. (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 109–131. <https://doi.org/10.2307/2490395>
- Rosner, R. L. (2003). Earnings manipulation in failing firms. *Contemporary Accounting Research*, 20(2), 361–408. <https://doi.org/10.1506/8EVN-9KRB-3AE4-EE81>
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335–370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Saleh, N. M., & Ahmed, K. (2005). Earnings management of distressed firms during debt renegotiation. *Accounting and Business Research*, 35(1), 69–86. <https://doi.org/10.1080/00014788.2005.9729663>
- Sari, P., & Ismah, I. Z. (2022). Firm life cycle and financial distress: Working capital strategy as moderation. *The Indonesian Accounting Review*, 13(1), 21–34. <https://doi.org/10.14414/tiar.v13i1.2992>
- Sayari, N., & Mugan, F. N. C. S. (2013). Cash flow statement as an evidence for financial distress. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 1(3), 95–103. <https://doi.org/10.13189/ujaf.2013.010302>
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91–102. <https://doi.org/10.2308/AH-4816073>
- Shamsudin, A., & Kamaluddin, A. (2015). Impeding bankruptcy: Examining cash flow pattern of distress and healthy firm. *Procedia Economic and Finance*, 31, 766–767. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01166-1](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01166-1)

- Tinoco, M. H., Wilson, N. (2013). Financial distress and bankruptcy prediction among listed companies using accounting, market and macroeconomic variables. *International Review of Financial Analysis*, 30, 394-419. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.02.013>
- Trombetta, M., & Imperatore, C. (2014). The dynamic of financial crises and its non-monotonic effects on earnings quality. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(3), 205-232. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2014.02.002>
- Võ Văn Nhi, Hoàng Cẩm Trang (2013). Hành vi điều chỉnh lợi nhuận và nguy cơ phá sản của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP HCM. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 276S, 48-53. https://jabs.ueh.edu.vn/Content/ArticleFiles/oldbv_vi/2013/Thang%2010/25-2013-dac%20san-vo%20van%20nhi-1.pdf
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675-703. <https://doi.org/10.2308/accr-10196>
- Zmijewski, M. E. (1984). Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models. *Journal of Accounting Research*, 22, 59-82. <https://doi.org/10.2307/2490859>
- Westgaard, S., & van der Wijst, N. (2001). Default probabilities in a corporate bank portfolio: A logistic model approach. *European Journal of Operational Research*, 135(2), 338-349. [https://doi.org/10.1016/S0377-2217\(01\)00045-5](https://doi.org/10.1016/S0377-2217(01)00045-5)
- Wild, J. J. (1996). The audit committee and earnings quality. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 11(2), 247-276. <https://doi.org/10.1177/0148558X9601100206>