



THE IMPACT OF FINANCIAL DISTRESS AND FINANCIAL RISK ON FIRM PERFORMANCE: EVIDENCE FROM VIETNAM

Nguyen Duy Suu^{1*}

¹Ton Duc Thang University, Vietnam

ARTICLE INFO	ABSTRACT
DOI: 10.52932/jfmr.v16i5.754 <i>Received:</i> February 07, 2025 <i>Accepted:</i> May 15, 2025 <i>Published:</i> October 25, 2025 Keywords: Financial distress; Financial leverage; Firm performance; Financial risk JEL codes: G32, G33, D81	The article explores the effects of financial distress and risk on operating efficiency. Research data was gathered from the financial statements of publicly listed companies spanning from 2010 to 2022. The study employs quantitative research methods and multivariate regression models, specifically using Pool-OLS, Fixed Effects Model (FEM), and Random Effects Model (REM). To address issues of heteroscedasticity and endogeneity present in the model, the Generalized Method of Moments (GMM) is utilized. The findings indicate that financial distress positively influences operating efficiency. However, the impact of financial risk on operating efficiency varies. Specifically, financial risk, as measured by financial leverage, negatively affects operating efficiency. In contrast, financial risk measured by government bond interest rates shows a positive relationship with operating efficiency when assessed through Return on Assets (ROA), but a negative effect when evaluated using Tobin's Q (TBQ). Additionally, financial risk arising from fluctuating commodity prices, represented by the Consumer Price Index (CPI), adversely impacts operating efficiency. Based on these findings, the article offers management implications designed to assist investors and companies in making informed decisions.

*Corresponding author:

Email: nguyenduyssuu@tdtu.edu.vn



TÁC ĐỘNG CỦA KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH VÀ RỦI RO TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG: BẰNG CHỨNG TẠI VIỆT NAM

Nguyễn Duy Sũu^{1*}

¹Trường Đại học Tôn Đức Thắng

THÔNG TIN	TÓM TẮT
DOI: 10.52932/jfmr.v16i5.754	Bài viết xem xét tác động của kiệt quệ tài chính và rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động. Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ báo cáo tài chính của công ty niêm yết giai đoạn 2010 đến 2022. Sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng và mô hình hồi quy đa biến. Phương pháp ước lượng được sử dụng là Poo-OLS, FEM, REM. Do mô hình có hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng nội sinh, do vậy bài viết sử dụng phương pháp GMM để khắc phục. Kết quả nghiên cứu cho thấy kiệt quệ tài chính có tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động. Rủi ro tài chính có tác động khác nhau đến hiệu quả hoạt động. Trong đó, rủi ro tài chính đo lường bằng đòn bẩy tài chính có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động. Rủi ro tài chính đo lường bằng lãi suất trái phiếu chính phủ có tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động (đo lường bằng ROA), nhưng có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động (đo bằng Tobin's Q). Rủi ro tài chính do giá cả hàng hóa biến động đại diện bằng CPI có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động. Dựa vào kết quả nghiên cứu bài viết đã đưa ra hàm ý quản trị để giúp cho nhà đầu tư và các công ty cân nhắc trong việc đưa ra các quyết định liên quan.
Ngày nhận bài: 07/02/2025	
Ngày chấp nhận: 15/05/2025	
Ngày đăng: 25/10/2025	
Từ khóa: Đòn bẩy tài chính; Hiệu quả hoạt động; Kiệt quệ tài chính; Rủi ro tài chính	
Mã JEL: G32, G33, D81	

1. Giới thiệu

Kiệt quệ tài chính và rủi ro tài chính là một trong những chủ đề quan tâm của các doanh nghiệp cũng như nhà đầu tư trong những năm gần đây, đặc biệt là sau khủng hoảng tài chính thế giới 2008 và gần nhất là đại dịch COVID-19. Có thể thấy rằng, giữa kiệt quệ tài chính và rủi ro tài chính có mối tương quan với nhau và đều tác động tiêu cực đến hoạt

kinh doanh của doanh nghiệp. Cho dù trong giai đoạn nào của nền kinh tế, các doanh nghiệp cũng luôn đưa ra mục tiêu hoạt động đó là tối đa hóa giá trị cho cổ đông. Để đạt được mục tiêu này thì các mục tiêu trung gian khác như hiệu quả hoạt động hàng năm cũng được nhà quản trị quan tâm. Ngoài mục tiêu về giá trị thì mục tiêu về tối thiểu hóa rủi ro cũng là mục tiêu mà các doanh nghiệp cũng hướng tới. Hoạt động kinh doanh thường gặp phải nhiều rủi ro khác nhau, rủi ro bắt nguồn từ yếu tố bên trong lẫn bên ngoài. Để đảm

*Tác giả liên hệ:

Email: nguyenduyssuu@tdtu.edu.vn

bảo hiệu quả hoạt động, doanh nghiệp sử dụng nhiều giải pháp khác nhau để quản trị rủi ro. Bên cạnh các rủi ro hoạt động, doanh nghiệp cũng phải cân nhắc đến rủi ro liên quan đến hoạt động tài chính. Có thể thấy, rủi ro tài chính của doanh nghiệp thường xuất phát từ 3 môi trường: (i) Môi trường kinh tế vĩ mô; (ii) Môi trường kinh tế ngành; và (iii) Môi trường công ty. Mặc dù không phải là yếu tố tiềm ẩn mà các nhà quản lý mong muốn đạt được, nhưng rủi ro tài chính đã góp phần đáng kể vào việc dự đoán, ước tính, đánh giá và cải thiện chất lượng hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, nó lại là nguyên nhân gây ra sự bất ổn trong quản trị tài chính và tạo ra nhiều tác động tiêu cực đến nền kinh tế nói chung và đến hoạt động công ty nói riêng. Theo Beaver (1966), Heckmann và cộng sự (2015), dự báo và quản trị rủi ro tài chính tiềm ẩn bao gồm những thay đổi trong môi trường kinh doanh, biến động của thị trường tài chính, thay đổi lãi suất, chính sách nợ và nhiều yếu tố khác có thể ảnh hưởng đến tình hình tài chính của doanh nghiệp.

Kiệt quỹ tài chính là vấn đề cấp bách và tác động đáng kể đến các lĩnh vực kinh doanh trong những năm gần đây. Đây là hiện tượng mà một doanh nghiệp không có khả năng trả nợ hoặc hoạt động bất thường do vốn hóa không đủ hoặc thiếu nguồn lực tài chính. Theo Männasoo và cộng sự (2018), kiệt quỹ tài chính là vấn đề liên quan đến quyết định tín dụng, xuất phát từ các cam kết tài chính và trách nhiệm của công ty đối với chủ nợ. Để đánh giá kiệt quỹ tài chính, mô hình dự báo kiệt quỹ tài chính trở thành một công cụ hữu ích giúp các doanh nghiệp đánh giá và dự đoán tình hình tài chính của mình trong tương lai. Dự báo kiệt quỹ tài chính là quá trình đánh giá khả năng của một doanh nghiệp rơi vào tình hình tài chính không ổn định và có thể dẫn đến phá sản. Nghiên cứu của Opler và Titman (1994) phát hiện rằng, các công ty có đòn bẩy tài chính cao sẽ gặp khó khăn trong giai đoạn kiệt quỹ tài chính và do vậy tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động. Whitaker (1999) cho rằng, trong giai đoạn đầu của kiệt quỹ tài chính, các doanh nghiệp cố gắng tìm các giải pháp để phục hồi, do vậy mà

cải thiện được hiệu quả hoạt động. Widarwati và Sartika (2019) cho rằng, khi lâm vào tình trạng kiệt quỹ tài chính, doanh nghiệp tìm các giải pháp để khắc phục và do đó chi phí kiệt quỹ tài chính tăng, kết quả là góp phần làm giảm rủi ro hoạt động và do vậy làm cải thiện hiệu quả hoạt động công ty.

Tại Việt Nam, nền kinh tế mới nổi, các hoạt động quản trị rủi ro vẫn đang trong quá trình hoàn thiện. Tình trạng kiệt quỹ tài chính vẫn đang diễn ra và kết quả của kiệt quỹ tài chính đi đến phá sản vẫn tồn tại ở một số công ty. Mặc dù vậy, vẫn chưa có nhiều nghiên cứu về quản trị rủi ro đến hiệu quả hoạt động, và đặc biệt là kiệt quỹ tài chính đến hiệu quả hoạt động. Do vậy, bài viết nghiên cứu tác động của kiệt quỹ tài chính và rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động. Kết quả nghiên cứu góp phần giúp cho nhà đầu tư và nhà quản trị có đủ thông tin để đưa ra các quyết định liên quan như quyết định đầu tư và quyết định tài trợ. Ngoài phần giới thiệu, bài viết còn có cơ sở lý thuyết, phương pháp nghiên cứu, kết quả nghiên cứu và thảo luận và cuối cùng là kết luận và hàm ý chính sách.

2. Cơ sở lý luận

2.1. Cơ sở lý thuyết

Hiệu quả hoạt động

Richard và cộng sự (2009) cho rằng, hiệu quả hoạt động là mối quan hệ tương quan giữa kết quả thu được và chi phí bỏ ra, phản ánh được chất lượng của hoạt động kinh. Mức độ chênh lệch giữa doanh thu và chi phí càng lớn thì hiệu quả càng cao. Bên cạnh đó, hoạt động đầu tư sẽ có ảnh hưởng đến hoạt động doanh nghiệp, làm thay đổi các tỷ số tài chính, và phản ánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có thể được đánh giá thông qua nhiều phương diện như: khả năng sinh lời, giá trị doanh nghiệp, khả năng thanh toán, năng lực hoạt động, sự tăng trưởng hay lòng tin của khách hàng. Những công cụ tài chính thường dùng để đánh giá hiệu quả hoạt

động dựa trên các chỉ số lợi nhuận bao gồm tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA), tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE), tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư (ROI), giá trị vốn hoá thị trường, tỷ suất tăng trưởng doanh thu... Hult và cộng sự (2008) đã sử dụng thuật ngữ hiệu quả tài chính làm thước đo cho hiệu quả hoạt động của công ty. Richard và cộng sự (2009), Salim và Yadav (2012) sử dụng các tỷ số tài chính ROA, ROE để đo lường hiệu quả hoạt động. Ngoài ra, Dey và cộng sự (2018) sử dụng ROA, ROE và Tobin's Q để đại diện cho hiệu quả hoạt động. Morck và cộng sự (1988) sử dụng biến Tobin's Q để đại diện cho hiệu quả hoạt động, vì chỉ số này không chỉ phản ánh giá trị cổ phiếu trên thị trường, mà còn đánh giá được giá trị của thị trường, cụ thể, khi chỉ số này cao thì cổ phiếu này được thị trường đánh giá tốt và ngược lại.

Kiệt quệ tài chính

Theo Opler và Titman (1994), kiệt quệ tài chính xảy ra khi một doanh nghiệp trải qua tổn thất kéo dài, gây ra sự mất cân bằng lợi ích giữa chủ nợ và các bên liên quan. Tình trạng này dẫn đến những biến động chi phí không mong muốn và cản trở khả năng tiếp cận, thu hút vốn mới. Whitaker (1999) chỉ ra rằng, doanh nghiệp trong trạng thái kiệt quệ tài chính thường không thể đáp ứng các khoản nợ dài hạn do thiếu hụt dòng tiền. Hơn nữa, tình trạng này còn được coi là dấu hiệu báo trước cho khả năng phá sản (Platt & Platt, 2002), và nó có thể xuất phát từ việc nợ tăng cao trong khi giá trị tài sản lại giảm mạnh (Gestel và cộng sự, 2006). Tóm lại, kiệt quệ tài chính là giai đoạn doanh nghiệp phải đối mặt với áp lực tài chính, gia tăng nguy cơ rủi ro kinh doanh do thua lỗ kéo dài, từ đó dẫn đến khả năng thất bại trong hoạt động kinh doanh, suy giảm uy tín tín dụng và những thiệt hại tiềm ẩn liên quan đến nghĩa vụ thanh toán.

Rủi ro tài chính

Rủi ro tài chính là rủi ro liên quan đến đòn bẩy tài chính và rủi ro do kiệt giá tài chính. Theo Heckmann và cộng sự (2015), rủi ro tài chính là khả năng thua lỗ do biến động giá thị trường, biến động lãi suất, tỷ giá hối đoái và lãi suất.

Theo Li (2003), rủi ro tài chính liên quan đến sự không chắc chắn của các yếu tố như lãi suất, tỷ giá, giá cổ phiếu và giá cả hàng hóa. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính quá mức sẽ làm tăng chi phí sử dụng vốn và làm giảm tổng giá trị của công ty (Baxter, 1967). Trong khi đó, Gabriel và Baker (1980) cho rằng, hiện tượng dòng tiền bất ổn dẫn đến giảm khả năng thanh toán cho các khoản nợ cố định dẫn đến rủi ro tài chính.

Như vậy, rủi ro tài chính là những sự cố mà doanh nghiệp không kỳ vọng xảy ra, có khả năng gây ra các tổn thất đáng kể về lợi ích vật chất và lợi ích tiềm năng trong tương lai. Những rủi ro này thường phát sinh do sự biến động của môi trường bên ngoài hay từ việc sử dụng đòn bẩy tài chính, có thể làm giảm khả năng hoạt động, gây ảnh hưởng xấu đến khả năng sinh lời và khả năng thanh toán của doanh nghiệp.

Lý thuyết đánh đổi: Kraus và Litzenberger (1973) chứng minh rằng, lá chắn thuế từ phát sinh của chi phí lãi vay là lợi ích chính của việc sử dụng nợ, có nghĩa khi sử dụng nợ sẽ gặp nhiều rủi ro, nhưng lợi ích mang lại cũng là vấn đề cần xem xét hay còn gọi là đánh đổi giữa rủi ro và lợi ích mang lại. Tuy nhiên, chi phí của vay nợ cũng là chi phí kiệt quệ tài chính, bao gồm cả chi phí trực tiếp và chi phí gián tiếp. Nợ cần phải được duy trì ở một ngưỡng giới hạn mà tại đó cấu trúc vốn được tối ưu, hay khoản tiết kiệm thuế bằng khoản chi phí từ nguồn nợ vay. Khi doanh nghiệp thực hiện khoản nợ vay với mức chi phí vượt hơn hẳn so với khoản lợi ích từ thuế dẫn đến tình trạng chi phí tài chính gia tăng theo tỷ lệ nợ, đồng thời giảm lợi nhuận, đẩy doanh nghiệp đến nguy cơ kiệt quệ tài chính. Sự đánh đổi giữa các lợi ích và rủi ro tài chính ở trong mối quan hệ giữa việc sử dụng vốn vay và vốn cổ phần nhằm mục đích đạt lợi nhuận ở mức tối đa cũng như phân bổ tổng chi phí về mức tối thiểu.

Lý thuyết cấu trúc vốn của M&M: Modigliani và Miller (1958) cho rằng, việc sử dụng nợ vay sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp. Cụ thể, trong điều kiện có thuế thu nhập doanh nghiệp, giá trị công ty có sử dụng nợ vay bằng tổng của giá

trị công ty không sử dụng nợ vay và giá trị của khoản lợi từ việc sử dụng nợ. Các công ty có sử dụng nợ vay sẽ hưởng được lợi ích từ việc khấu trừ chi phí lãi vay khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp. Khoản lợi từ việc khấu trừ chi phí lãi vay làm tăng lợi nhuận kéo theo sự gia tăng của giá trị doanh nghiệp.

Lý thuyết trật tự phân hạng: Myers và Majluf (1984) đưa ra thứ tự ưu tiên khi sử dụng nguồn tài trợ của các nhà quản trị như sau: lợi nhuận sau thuế chưa phân phối, nguồn tài trợ từ nợ, và nguồn vốn chủ sở hữu phát hành mới. Lần lượt, các doanh nghiệp có khả năng sinh lời càng cao có xu hướng lựa chọn các dự án đầu tư bằng nguồn tài trợ bên trong càng nhiều. Tiếp đến, mở rộng nguồn vay mới để gia tăng khoản nợ trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp thể hiện mức độ tín dụng và đa dạng các khoản đầu tư thuộc doanh nghiệp. Trái lại, việc phát hành cổ phiếu mới tuy giải quyết nhu cầu nguồn tài trợ nhờ vốn chủ sở hữu nhưng nó lại gây ra tình trạng giảm giá cổ phiếu do quyền sở hữu cổ phần bị chia nhỏ, đồng thời giá trị vốn cổ đông cũng giảm theo khi hiệu quả sử dụng nguồn vốn không đáp ứng được kỳ vọng ban đầu.

2.2. Kiệt quệ tài chính và hiệu quả hoạt động

Một doanh nghiệp rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính khi nó không thể trang trải đủ các nghĩa vụ tài chính từ thu nhập của mình, biểu hiện phụ thuộc nhiều hơn vào các khoản nợ làm gia tăng chi phí lãi vay và gây ra các hạn chế về nguồn tài chính dẫn đến mất cân bằng trong cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Điều này dẫn đến sự suy giảm mạnh mẽ về hiệu quả hoạt động nhưng lại có thể thúc đẩy được các hoạt động khắc phục từ ban quản trị nhằm cải thiện hiệu quả hoạt động của công ty (Whitaker, 1999). Ngoài ra, Opler và Titman (1994) cũng đưa ra các bằng chứng về biểu hiện hai chiều của kiệt quệ tài chính khi nó có thể vừa gây ra các tổn thất đáng kể cho hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, vừa là chất xúc tác cho những chuyển đổi thiết yếu trong hoạt động. Trong khi đó, các nghiên cứu của Dwiantari và Artini (2021), Finishtya (2019), Diyanto (2020) đã xác

định rằng, các doanh nghiệp có mức lợi nhuận càng cao có xác suất gặp rủi ro về kiệt quệ tài chính càng thấp nhờ việc tận dụng tài sản để giảm thiểu nguy cơ đối mặt với các vấn đề tài chính. Từ đó, có thể suy ra được mối quan hệ ngược chiều giữa hai yếu tố kiệt quệ tài chính và hiệu quả hoạt động.

2.3. Rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động

Rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động được nhiều nghiên cứu nhận định là hai mặt của nền kinh tế. Để làm rõ quan điểm ấy, phát hiện của Vintila và Nenu (2016) đã chỉ ra rằng, rủi ro thanh khoản cao hơn dẫn đến tỷ suất sinh lời trên tài sản thấp hơn. Việc một doanh nghiệp có rủi ro tài chính cao có thể làm dấy lên mối lo ngại của các nhà đầu tư về sự an toàn và tiềm năng sinh lời của doanh nghiệp, dẫn đến việc bán tháo cổ phiếu và giảm giá trị vốn chủ sở hữu. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp có rủi ro tài chính cao thường phải trả lãi suất vay cao hơn và gặp nhiều khó khăn hơn trong việc huy động vốn chủ sở hữu. Chính vì thế, chi phí hoạt động tăng lên dẫn đến lợi nhuận thu được thấp hơn và hiệu quả hoạt động thấp hơn.

Khi nói đến năng lực đầu tư, rủi ro tài chính được xem là có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu được thực hiện bởi Kaplan và Zingales (1997) cho thấy, các công ty có tỷ lệ nợ cao hơn có xu hướng đầu tư ít hơn vào các dự án mới. Những trở ngại trong việc tiếp cận nguồn vốn này phát sinh do sự e ngại của hầu hết các ngân hàng và nhà đầu tư trong việc cho vay hoặc đầu tư vào các doanh nghiệp có chỉ số rủi ro cao, dễ dẫn đến những tổn thất. Cách tiếp cận thận trọng này cản trở tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận, cuối cùng tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu được tham khảo từ các nghiên cứu trước như Dalcı (2018). Biến giải thích đại diện cho rủi ro tài chính (Financial Risk) được tác giả đưa vào sử dụng gồm có chỉ

số dự báo kiệt quệ tài chính (ZSCORE) đã xây dựng trước đó bởi Altman (1968) mà sau này nhiều nghiên cứu đã sử dụng chỉ số này như Dwiantari và Artini (2021), Finishtya (2019). Đòn bẩy tài chính (LEV) đại diện cho rủi ro do sử dụng nợ vay, lãi suất trái phiếu Chính phủ (RBOND) đại diện cho rủi ro do sử dụng vốn vay, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) đại diện cho rủi ro do biến đổi giá cả hàng hóa. Ngoài ra, bài viết còn sử dụng 2 biến kiểm soát là biến quy mô công ty (SIZE) biến tăng trưởng kinh tế (GDP) đại diện cho tình hình kinh tế vĩ mô.

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ZSCORE_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 RBOND_t + \beta_4 CPI_t + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 GDP_t + e_{i,t} \quad (1)$$

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ZSCORE_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 RBOND_t + \beta_4 CPI_t + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 GDP_t + e_{i,t} \quad (2)$$

$$TBQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ZSCORE_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 RBOND_t + \beta_4 CPI_t + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 GDP_t + e_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó:

- i: Doanh nghiệp niêm yết;
- t: Khoảng thời gian từ năm 2010 đến năm 2022;
- $e_{i,t}$: Sai số ngẫu nhiên;
- β_i (i=1-6): Hệ số hồi quy.

3.2. Biến, đo lường biến và giả thuyết nghiên cứu

Biến phụ thuộc: Dựa trên các nghiên cứu trước như Opler và Titman (1994), Salim và Yadav (2012), và Abor (2005) thì hiệu quả hoạt động được đo lường bằng các biến như tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) và giá trị thị trường của nợ và vốn chủ sở hữu (TBQ).

Biến giải thích: Chỉ số dự báo kiệt quệ tài chính (ZSCORE); Đòn bẩy tài chính (LEV); Lãi suất trái phiếu Chính phủ (RBOND); Chỉ số giá tiêu dùng (CPI).

Biến kiểm soát: Quy mô của doanh nghiệp (SIZE); Tăng trưởng kinh tế (GDP).

Bảng 1. Định nghĩa và đo lường biến

Biến	Mã hóa	Cách đo lường	Tham khảo
Biến phụ thuộc			
Tỷ suất sinh lời trên tài sản	ROA	Lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản	Abor (2005), Salim và Yadav (2012)
Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu	ROE	Lợi nhuận sau thuế/ Tổng vốn chủ sở hữu	Abor (2005), Salim và Yadav (2012)
Giá trị thị trường của nợ và vốn chủ sở hữu	TBQ	(Giá thị trường * Số lượng cổ phiếu lưu hành + Giá trị của nợ) / Tổng tài sản	Zeitun và Tian (2007), Morck và cộng sự (1988), Võ Minh Long (2017)
Biến giải thích			
Kiệt quệ tài chính	ZSCORE	$ZSCORE = 1,21X1 + 1,4X2 + 3,3X3 + 0,6X4 + 0,999X5$	Altman (1968), Richardson và cộng sự (2015)
Đòn bẩy tài chính	LEV	Tổng nợ / Tổng tài sản	Zeitun và Tian (2007), Salim và Yadav (2012), Nguyen và cộng sự (2020)
Lãi suất trái phiếu chính phủ	RBOND	Lãi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm	Duffee (1998), Pacini và cộng sự (2017)
Chỉ số giá tiêu dùng	CPI	$(CPI_t - CPI_{t-1}) / CPI_{t-1}$	Trương Đông Lộc (2014)

Biến	Mã hóa	Cách đo lường	Tham khảo
Biến kiểm soát			
Quy mô công ty	SIZE	Log (tổng tài sản)	Abor (2005), Zeitun và Tian (2007), Salim và Yadav (2012)
Tăng trưởng kinh tế	GDP	$(GDP_t - GDP_{t-1})/GDP_{t-1}$	Doumpos và cộng sự (2012)

Ghi chú: X_1 = Vốn lưu động / Tổng tài sản; X_2 = Lợi nhuận giữ lại / Tổng tài sản; X_3 = EBIT / Tổng tài sản; X_4 = Giá thị trường của vốn cổ phần / Giá trị sổ sách của nợ; X_5 = Doanh thu/Tổng tài sản.

3.3. Giả thuyết nghiên cứu

Kiệt quệ tài chính (ZSCORE): Chỉ số kiệt quệ tài chính (ZSCORE) được tham khảo từ mô hình của Altman (1968). Với giá trị ZSCORE càng thấp thì doanh nghiệp có biểu hiện càng kém về tình hình tài chính, đặc biệt khi chỉ số này thấp hơn ngưỡng phân biệt thì nguy cơ doanh nghiệp lâm vào tình trạng kiệt quệ tài chính dẫn đến khả năng phá sản càng cao. Từ đó, tác giả đưa ra lập luận rằng, khi chỉ số ZSCORE càng cao thì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp càng tốt và ngược lại.

Giả thuyết H1: Kiệt quệ tài chính (ZSCORE) tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động.

Đòn bẩy tài chính (LEV): Biến tỷ lệ nợ hay đòn bẩy tài chính (LEV) là chỉ số giúp ta dự đoán khách quan khả năng tự chủ tài chính của doanh nghiệp. Nó có thể mang đến lợi ích cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khi vay vốn bằng nợ đến một ngưỡng hạn chế nhất định để tối ưu các khoản đầu tư, minh chứng từ nghiên cứu của Opler và Titman (1994), Kartikasari và Merianti (2016). Theo đó, lý thuyết trật tự phân hạng giải thích được mặt tích cực của hệ số đòn bẩy này khi việc huy động nợ được xem như một tín hiệu tốt hơn so với việc huy động vốn cổ phần. Tuy nhiên, chỉ số này lại có tác động hai chiều đến lợi nhuận theo Dalci (2018). Với tỷ lệ nợ càng cao thì càng chứng tỏ doanh nghiệp không có thực lực về tài chính điều đó đồng nghĩa với việc doanh nghiệp có nhiều khả năng đối mặt với rủi ro tài chính, ngược lại tỷ số nợ càng thấp sẽ phản ánh trình độ sử dụng và khai thác nguồn vốn từ chính sách đòn bẩy trong

doanh nghiệp còn hạn hẹp. Bên cạnh các lợi ích về thuế, nó được đánh giá là một trong những biến rủi ro có khả năng dẫn đến tình trạng kiệt quệ tài chính và tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động trong tương lai. Điều này thể hiện qua kết quả thực nghiệm của Zeitun và Tian (2007), Salim và Yadav (2012). Có thể nói, đòn bẩy tài chính (LEV) có xu hướng tác động ngược chiều vì nó ảnh hưởng một cách mạnh mẽ đến sự chênh lệch giữa tổng tài sản và tổng nợ của doanh nghiệp.

Giả thuyết H2: Đòn bẩy tài chính (LEV) tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động.

Lãi suất trái phiếu Chính phủ (RBOND): Nền kinh tế Việt Nam vận hành theo cơ chế thị trường có sự điều tiết của Chính phủ, một động thái tăng hay giảm lãi suất trái phiếu chính phủ sẽ tác động đến lãi suất khác trên thị trường. Cieslak và Povala (2015) cho rằng, lãi suất trái phiếu chính phủ có vai trò trong việc dự báo lãi suất thị trường như lãi suất cho vay của ngân hàng, lãi suất trái phiếu doanh nghiệp. Duffee (1998) phát hiện mối quan hệ cùng chiều giữa lãi suất trái phiếu chính phủ và tỷ suất sinh lời đáo hạn của trái phiếu doanh nghiệp. Pacini và cộng sự (2017) cho rằng, lãi suất trái phiếu Chính phủ có tác động đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Khi lãi suất trái phiếu tăng kéo theo các loại lãi suất và tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng tăng, từ đó làm tăng chi phí vốn và cuối cùng là giảm hiệu quả hoạt động.

Giả thuyết H3: Lãi suất trái phiếu Chính phủ (RBOND) tác động ngược chiều (-) đến hiệu quả hoạt động.

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI): Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) được coi là thước đo trực tiếp của lạm phát và đại diện cho rủi ro kiệt giá do giá cả hàng hóa thay đổi. Theo Petkovska và Jovanovic (2015), tình trạng gia tăng lạm phát thúc đẩy sự gia tăng các chi phí đầu vào của hoạt động sản xuất kinh doanh, từ đó làm giảm hiệu quả hoạt động. Nói cách khác, sự tăng nhanh của chỉ số CPI so với mức độ thu nhập sẽ phản ánh mức độ tăng lạm phát, dẫn đến sự gia tăng gánh nặng từ chi phí nguyên vật liệu và nhân công trong hoạt động sản xuất, kéo theo sự suy giảm lợi nhuận. Đồng thời, giá cả của sản phẩm hay dịch vụ thay đổi với chiều hướng tăng có thể làm giảm sức mua của người tiêu dùng, khiến doanh thu hàng hóa và dịch vụ giảm. Trương Đông Lộc (2014) phát hiện rằng, CPI có ảnh hưởng ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Giả thuyết H4: Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) có tác động ngược chiều (-) đến hiệu quả hoạt động.

3.4. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu bao gồm dữ liệu vi mô và dữ liệu vĩ mô giai đoạn 2010 đến 2022. Dữ liệu vi mô là dữ liệu tài chính được thu thập từ báo cáo tài chính của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Sau đó, sử dụng các công thức đo lường ở Bảng 1 để tính toán các biến trong mô hình nghiên cứu. Dữ liệu vĩ mô được lấy từ tổng cục thống kê Việt Nam, Ngân hàng nhà nước Việt Nam. Dữ liệu sau khi thu thập được xử lý và loại bỏ các công ty không đầy đủ dữ liệu theo nguyên tắc 1% và 99% để đảm bảo tính tương đồng trong mẫu nghiên cứu.

3.5. Phương pháp nghiên cứu

Bài viết sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng. Các phương pháp hồi quy mô hình được áp dụng là các phương pháp hồi quy tuyến tính (Pooled OLS), phương pháp tác động cố định (FEM) và phương pháp tác động ngẫu nhiên (REM). Để xem xét lựa chọn phương pháp phù hợp bài viết sử dụng các phương pháp kiểm định thống kê như kiểm định F để

chọn lựa giữa Pooled OLS và FEM, sau đó là Hausman Test để đưa ra quyết định giữa FEM và REM. Cuối cùng, phương pháp GMM cũng được sử dụng để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi và loại bỏ hiện tượng nội sinh trong mô hình.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Phân tích thống kê mô tả

Bảng thống kê (*xem Phụ lục 1 online*) cho thấy, biến ROA có giá trị trung bình là 7,36%, giá trị cao nhất là 79,09% (Công ty Cổ phần Đầu tư Tổng hợp Hà Nội-SHN năm 2015), thấp nhất là -46,85% (Công ty Cổ phần Tập đoàn Thành Thái năm 2022) và độ lệch chuẩn là 8,88%. Biến ROE có giá trị trung bình là 8,42%, giá trị cao nhất là 98,21% (Công ty Cổ phần KIDO-KDC năm 2015), giá trị thấp nhất là -79,7% (Công ty XNK An Giang năm 2022), độ lệch chuẩn là 13,12%. Biến TBQ có giá trị trung bình là 1,206, giá trị cao nhất là 17,8, thấp nhất là 0,023 và độ lệch chuẩn là 1,06. Kết quả cũng cho thấy, giá trị trung bình của các biến phụ thuộc đều nhỏ hơn độ lệch chuẩn, điều này cho thấy sự khác biệt giữa các mẫu quan sát là không quá chênh lệch để ảnh hưởng đến kết quả hồi quy.

Biến ZSCORE có giá trị trung bình là 1,14, giá trị cao nhất là 13,86, giá trị thấp nhất là -0,02 và độ lệch chuẩn là 1,08. Biến LEV có giá trị trung bình là 0,491, giá trị cao nhất là 1,375 (Công ty Cổ phần TKC năm 2022), giá trị thấp nhất là 0,00267 (Công ty Cổ phần SVT năm 2019), giá trị độ lệch chuẩn là 0,221. Biến RBOND có giá trị trung bình là 5,84%, giá trị cao nhất là 11,2%, giá trị thấp nhất là 2,16% và độ lệch chuẩn là 2,78%. Biến CPI có giá trị trung bình là 1,255, giá trị cao nhất là 1,59, giá trị thấp nhất là 1,032 và độ lệch chuẩn là 0,215. Biến SIZE có giá trị trung bình là 11,83, giá trị cao nhất là 14,76 (Công ty cổ phần VIC năm 2022), giá trị thấp nhất là 9,89 (Công ty Cổ phần TTZ năm 2010) và độ lệch chuẩn là 0,678. Tăng trưởng kinh tế GDP có giá trị trung bình là 5,87%, giá trị cao nhất là 8,02% (năm 2022), giá trị thấp nhất là 2,58% (năm 2021). Kết quả cũng chỉ ra

giá trị trung bình các biến đều thấp hơn độ lệch chuẩn, điều này cho thấy sự khác biệt giữa các mẫu quan sát là không quá lớn nên không ảnh hưởng đến kết quả hồi quy.

4.2. Phân tích tương quan

Bảng phân tích tương quan giữa các biến độc lập (xem Phụ lục 2 online) cho thấy, các cặp biến có giá trị cao nhất là $-0,3169 < 0,6$. Kết quả này cho thấy, các biến độc lập có tương quan thấp, do đó hiện tượng tự tương quan là khó xảy ra. Giá trị VIF giữa của các biến độc lập thấp hơn 5, điều này cho thấy, khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến gần như không có. Do vậy, việc đưa các biến độc lập vào mô hình cho kết quả đáng tin cậy.

4.3. Kết quả nhiên cứu thực nghiệm

Kết quả hồi quy các mô hình bằng phương pháp OLS (xem Phụ lục 3 online) cho kết quả đa số các biến độc lập trong mô hình đều có ý nghĩa thống kê. Giá trị thống kê F là (93,947; 11,7996; 230,5488) và lớn hơn giá trị thống kê F (1%), điều này cho thấy mô hình là hoàn toàn phù hợp.

Kiểm định lựa chọn phương pháp OLS hoặc FEM bằng phương pháp Redundant test (xem Phụ lục 6 online) cho thấy, giá trị F của Chi-square của 3 mô hình tương ứng là (2884,34; 600,005; 4912,52) tương ứng $Pro = 0,0000 < 0,05$ nên bác bỏ giả thuyết H_0 và chấp nhận giả thuyết H_1 có nghĩa là mô hình FEM sẽ được lựa chọn. Sau đó, bài viết tiếp tục sử dụng phương pháp Hausman Test cho kết quả giá trị Chi-Square = $0,000 < 0,05$ nên bác bỏ giả thuyết H_0 và chấp nhận giả thuyết H_1 , có nghĩa là bác bỏ phương pháp REM và phương pháp FEM sẽ được sử dụng.

Kiểm định phương sai sai số thay đổi, bài viết sử dụng kiểm định Likelihood ratio, kết quả (xem Phụ lục 7 online) cho thấy, giá trị Likelihood tương ứng của 3 mô hình lần lượt là (8335,3; 31311,3 và 12748,61) với giá trị xác suất là $0,000 < 0,05$ do vậy bác bỏ giả thuyết H_0 và chấp nhận giả thuyết H_1 , có nghĩa là cả 3 mô hình đều có hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Ngoài ra, do các biến số tài chính vĩ mô thường có hiện tượng nội sinh, chính vì vậy bài viết sử dụng phương pháp ước lượng GMM để khắc phục phương sai sai số và hiện tượng nội sinh.

Bảng 2. Kết quả mô hình phương pháp GMM

Biến	Hệ số hồi quy		
	ROA	ROE	TBQ
ROA(-1)	-0,3038***		
ROE(-1)		-0,3501***	
TBQ(-1)			0,1636***
ZSCORE	0,5867***	0,5568***	0,6188**
LEV	-1,4046***	-2,6717***	-3,5465***
RBOND	0,6084*	0,2334	-1,3900**
CPI	-0,0474***	-0,0923***	-0,1395***
SIZE	0,0731	-0,4130***	1,5042*
GDP	-1,1333***	-1,2039***	-5,0966***
J-statistic	73,042	79,726	124,42
Instrument rank	77	77	77

Ghi chú: *** (**), (*) tương ứng mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%.

Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kiệt quệ tài chính (ZSCORE) và hiệu quả hoạt động: Kết quả nghiên cứu ở Bảng 2 cho thấy biến ZSCORE tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động được đo lường cả ba biến (ROA, ROE và TBQ) với mức ý nghĩa lần lượt là 1%, 1% và 5%. Điều này có nghĩa, khi chỉ số ZSCORE tăng sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động. Kết quả này phù hợp với giả thuyết nghiên cứu và phù hợp với các nghiên cứu trước như Opler và Titman (1994), Shahwan (2015), Widarwati và Sartika (2019).

Đòn bẩy tài chính (LEV) và hiệu quả hoạt động: Đòn bẩy tài chính có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động được đo lường bằng cả 3 biến (ROA, ROE và TBQ). Kết quả này phù hợp với giả thuyết nghiên cứu. Có nghĩa trong giai đoạn nghiên cứu, việc gia tăng sử dụng nợ không làm tăng hiệu quả hoạt động. Thực tế cũng cho thấy, có đến khoảng 70 % là doanh nghiệp có hệ số nợ thấp hơn 50%, có nghĩa doanh nghiệp đa số ưu tiên sử dụng vốn chủ sở hữu hơn là sử dụng vốn vay. Thêm nữa, thị trường chứng khoán Việt Nam cũng chưa thấy nhiều sản phẩm là trái phiếu doanh nghiệp. Trong khi đó, nếu phát hành trái phiếu thành công có thể giúp công ty gia tăng được hiệu quả hoạt động nhờ chênh lệch chi phí vốn do vay ngân hàng và chi phí sử dụng vốn do phát hành trái phiếu. Kết quả nghiên cứu cũng tương thích với một số nghiên cứu trước như Zeitun và Tian (2007), Salim và Yadav (2012), Odhiambo và cộng sự (2025).

Lãi suất trái phiếu chính phủ (RBOND) và hiệu quả hoạt động: Lãi suất trái phiếu chính phủ có tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động đo lường bằng ROA, nhưng có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động đo lường bằng TobinQ (TBQ). Điều này có thể giải thích rằng khi lãi suất trái phiếu tăng kéo theo các loại lãi suất khác tăng, đặc biệt là lãi suất cho vay. Và khi lãi suất cho vay tăng, các doanh nghiệp có xu hướng giảm tỷ trọng nợ vay xuống và chính vì vậy chi phí lãi vay thấp và do đó lợi nhuận tăng. Trái lại, khi lãi suất trái phiếu tăng, thị trường đánh giá tiêu cực đến hoạt động kinh

doanh của doanh nghiệp. Có nghĩa lãi suất tăng, tín hiệu không tốt đến nhận định của nhà đầu tư do vậy họ cho rằng điều này sẽ làm tăng chi phí vốn và do vậy họ đánh giá không cao đến giá trị công ty, kết quả này tương đồng với Pacini và cộng sự (2017).

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) và hiệu quả hoạt động: Rủi ro kiệt quệ tài chính mà đại diện là chỉ số giá tiêu dùng thay đổi (CPI) có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động được đo lường bằng cả 3 biến (ROA, ROE và TBQ). Kết quả này phù hợp với giả thuyết đưa ra và phù hợp với một số nghiên cứu trước như Trương Đông Lộc (2014). Kết quả này có thể giải thích rằng, khi có sự biến động về giá cả hàng hóa sẽ làm tăng các yếu tố đầu vào của hoạt động sản xuất kinh doanh, trong khi đó giá cả các yếu tố đầu ra chưa thay đổi kịp dẫn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh giảm sút.

Quy mô công ty (SIZE) và hiệu quả hoạt động: Quy mô công ty có tác động ngược chiều đến ROE, trong khi đó lại có tác động cùng chiều đến TBQ. Các nhà đầu tư luôn đánh giá cao khi công ty gia tăng quy mô hoạt động, tuy nhiên điều này có thể không mang lại hiệu quả khi gia tăng quy mô quá nhanh trong khi đó khả năng kiểm soát chi phí không hiệu quả dẫn đến khả năng sinh lời không tăng tương ứng. Tăng trưởng kinh tế (GDP) có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động được đo lường bằng cả 3 biến (ROA, ROE và TBQ). Mặc dù hoạt động sản xuất của công ty góp phần gia tăng tăng trưởng cho nền kinh tế, tuy nhiên không phải cứ gia tăng sản lượng sẽ làm gia tăng hiệu quả hoạt động công ty. Trong giai đoạn phân tích, tăng trưởng kinh tế không làm gia tăng hiệu quả hoạt động.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

5.1. Kết luận

Bài viết xem xét tác động của kiệt quệ tài chính và rủi ro tài chính tác động đến hiệu quả hoạt động. Dữ liệu nghiên cứu thu thập từ báo cáo tài chính của công ty niêm yết giai đoạn

2010 đến 2022. Sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng và sử dụng mô hình hồi quy đa biến. Phương pháp ước lượng được sử dụng là Poo-OLS, FEM, REM. Do mô hình có hiện tượng phương sai sai số thay đổi và có hiện tượng nội sinh, do vậy bài viết sử dụng phương pháp GMM để khắc phục. Kết quả nghiên cứu cho thấy, kiệt quệ tài chính có tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động. Rủi ro tài chính có tác động khác nhau đến hiệu quả hoạt động. Trong đó, rủi ro tài chính đo lường bằng đòn bẩy tài chính có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động. Rủi ro tài chính đo lường bằng lãi suất trái phiếu chính phủ có tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động đo lường bằng ROA, nhưng có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động đo lường bằng TobinQ (TBQ). Rủi ro tài chính do giá cả hàng hóa biến động đại diện bằng CPI có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động.

5.2. Hàm ý quản trị

Để gia tăng hiệu quả tài chính, doanh nghiệp cần kiểm soát khả năng kiệt quệ tài chính.

Doanh nghiệp cần gia tăng hiệu quả các chỉ số tài chính trong nhóm chỉ số ZSCORE. Mặc dù theo lý thuyết trật tự phân hạng, khi huy động vốn bổ sung doanh nghiệp nên cân nhắc đi vay trước. Điều này vẫn phù hợp, tuy nhiên doanh nghiệp nên cân nhắc để chỉ số này không tăng nhanh hơn so với tốc độ tăng của lợi nhuận, đặc biệt là lợi nhuận trước thuế và lãi vay.

Đối với rủi ro do thay đổi lãi suất trái phiếu chính phủ, mặc dù lãi suất trái phiếu chính phủ tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động tăng được đo lường bằng ROA, doanh nghiệp cũng cân nhắc điều tiết chi phí vốn và đặc biệt là chi phí cơ hội của vốn.

5.3. Hạn chế nghiên cứu

Mặc dù bài viết có kết quả nhất định, tuy nhiên vẫn tồn tại một số hạn chế. *Thứ nhất*, bài viết chưa phân các nhóm ngành khác nhau để kiểm tra xem có sự khác biệt về kết quả hay không. *Thứ hai*, bài viết chưa sử dụng biến công cụ để hồi quy theo phương pháp GMM, do vậy nghiên cứu tiếp theo có thể sử dụng thêm biến công cụ để hồi quy phương pháp GMM.

Tài liệu tham khảo

- Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 6(5), 438-445. <https://doi.org/10.1108/15265940510633505>
- 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>
- Baxter, N. D. (1967). Leverage, risk of ruin and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 22(3), 395-403. <https://doi.org/10.2307/2978892>
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*, 4(3) 71-111. <https://doi.org/10.2307/2490171>
- Cieslak, A., & Povala, P. (2015). Expected returns in Treasury bonds. *The Review of Financial Studies*, 28(10), 2859-2901. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv032>
- Dalci, I. (2018). Impact of financial leverage on profitability of listed manufacturing firms in China. *Pacific Accounting Review*, 30(4), 410-432. <https://doi.org/10.1108/PAR-01-2018-0008>
- Dey, R. K., Hossain, S. Z., & Rahman, R. A. (2018). Effect of corporate financial leverage on financial performance: A study on publicly traded manufacturing companies in Bangladesh. *Asian Social Science*, 14(12), 124. <https://doi.org/10.5539/ass.v14n12p124>
- Diyanto, V. (2020). The effect of liquidity, leverage and profitability on financial distress. *Indonesian Journal of Economics, Social, and Humanities*, 2(2), 127-133. <https://doi.org/10.31258/ijesh.2.2.127-133>
- Dwiantari, R. A., & Artini, L. G. S. (2021). The effect of liquidity, leverage, and profitability on financial distress (case study of property and real estate companies on the idx 2017-2019). *American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)*, 5(1), 367-373. <https://www.ajhssr.com/wp-content/uploads/2021/01/ZT21501367373.pdf>

- Doumpos, M., Gaganis, C., & Pasiouras, F. (2012). Estimating and explaining the financial performance of property and casualty insurers: A two-stage analysis. *Journal of CENTRUM Cathedra: The Business and Economics Research Journal*, 5(2), 155-170. <https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm?abstractid=2144319>
- Duffee, G. R. (1998). The relation between treasury yields and corporate bond yield spreads. *The Journal of Finance*, 53(6), 2225-2241. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00089>
- Finishtya, F. C. (2019). The role of cash flow of operational, profitability, and financial leverage in predicting financial distress on manufacturing company in Indonesia. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 17(1), 110-117. <http://dx.doi.org/10.21776/ub.jam.2019.017.01.12>
- Gabriel, S. C., & Baker, C. B. (1980). Concepts of business and financial risk. *American Journal of Agricultural Economics*, 62(3), 560-564. <https://doi.org/10.2307/1240215>
- Heckmann, I., Comes, T., & Nickel, S. (2015). A critical review on supply chain risk-Definition, measure and modeling. *Omega*, 52(C), 119-132. <https://doi.org/10.1016/j.omega.2014.10.004>
- Hult, G. T. M., Ketchen, D. J., Griffith, D. A., Chabowski, B. R., Hamman, M. K., Dykes, B. J.,... & Cavusgil, S. T. (2008). An assessment of the measurement of performance in international business research. *Journal of International Business Studies*, 39(6), 1064-1080. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400398>
- Kartikasari, D., & Merianti, M. (2016). The effect of leverage and firm size to profitability of public manufacturing companies in Indonesia. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(2), 409-413. <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/363357>
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169-215. <https://doi.org/10.1162/003355397555163>
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922. <https://doi.org/10.2307/2978343>
- Li, S. (2003). Future trends and challenges of financial risk management in the digital economy. *Managerial Finance*, 29(5/6), 111-125. <https://doi.org/10.1108/03074350310768797>
- Männasoo, K., Maripuu, P., & Hazak, A. (2018). Investments, credit, and corporate financial distress: Evidence from Central and Eastern Europe. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(3), 677-689. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2017.1300092>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. <https://www.jstor.org/stable/1809167>
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- Nguyen, T. N., Nguyen, D. T., & Nguyen, V. N. (2020). The impacts of oil price and exchange rate on Vietnamese stock market. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(8), 143-150. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no8.143>
- Opler, T. C., & Titman, S. (1994). Financial distress and corporate performance. *The Journal of Finance*, 49(3), 1015-1040. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb00086.x>
- Odhiambo, J. D., Murori, C. K., & Aringo, C. E. (2025). Financial Leverage and Firm Performance: An Empirical Review and Analysis. *East African Finance Journal*, 4(1), 25-35. <https://orcid.org/0009-0003-0487-088X>
- Pacini, K., Mayer, P., Attar, S., & Azam, J. (2017). Macroeconomic factors and firm performance in The United Kingdom. *Journal of Smart Economic Growth*, 2(3), 1-11. <https://www.jseg.ro/index.php/jseg/article/view/23/23>
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2002). Predicting corporate financial distress: Reflections on choice-based sample bias. *Journal of economics and finance*, 26(2), 184-199. <https://doi.org/10.1007/BF02755985>
- Petkovska, T., & Jovanović, B. (2015). Export And Foreign Trade Competitiveness In The Republic Of Macedonia. *Economic Development/Ekonomiski Razvoj*, 17(3). <https://www.cceol.com/search/article-detail?id=306969>
- Richardson, G., Taylor, G., & Lanis, R. (2015). The impact of financial distress on corporate tax avoidance spanning the global financial crisis: Evidence from Australia. *Economic Modelling*, 44, 44-53. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.09.015>

- Richard, P. J., Devinney, T. M., Yip, G. S., & Johnson, G. (2009). Measuring organizational performance: Towards methodological best practice. *Journal of Management*, 35(3), 718-804. <https://doi.org/10.1177/014920630833305>
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 156-166. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.105>
- Shahwan, T. M. (2015). The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt. *Corporate Governance*, 15(5), 641-662. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2014-0140>
- Stewart, M., & Nicholas, M. (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)
- Trương Đồng Lộc (2014). Các nhân tố ảnh hưởng đến sự thay đổi giá của cổ phiếu: Các bằng chứng từ sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp chí Khoa học Đại học Cần Thơ*, (33), 72-78. <https://ctujsvn.ctu.edu.vn/index.php/ctujsvn/article/view/183>
- Van Gestel, T., Baesens, B., Suykens, J. A., Van den Poel, D., Baestaens, D. E., & Willekens, M. (2006). Bayesian kernel-based classification for financial distress detection. *European journal of operational research*, 172(3), 979-1003. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2004.11.009>
- Vintilă, G., & Nenu, E. A. (2016). Liquidity and profitability analysis on the Romanian listed companies. *Journal of Eastern Europe Research in Business & Economics*, 2016, 1-8. <https://www.ibimapublishing.com/articles/JEERBE/2016/161707/161707.pdf>
- Võ Minh Long (2017). Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp: Trường hợp công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX). *Tạp chí Khoa học Đại Học Mở Thành phố Hồ Chí Minh - Kinh tế và Quản trị kinh doanh*, 12(1), 180-192. <https://journalofscience.ou.edu.vn/index.php/econ-vi/article/view/669>
- Whitaker, R. B. (1999). The early stages of financial distress. *Journal of Economics and Finance*, 23(2), 123-132. <https://doi.org/10.1007/bf02745946>
- Widarwati, E., & Sartika, D. (2019). Cost of financial distress and firm performance. *The Indonesian Capital Market Review*, 10(2), 2. <https://doi.org/10.21002/icmr.v10i2.10831>
- Zeitun, R., & Gang Tian, G. (2007). Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan? *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 7(1), 66-82. <https://doi.org/10.1108/14720700710727122>