

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN RỦI RO PHÁ SẢN CỦA DOANH NGHIỆP NGÀNH TIÊU DÙNG THIẾT YẾU TẠI VIỆT NAM

Lâm Thị Hoàng Hoanh*, Nguyễn Thị Minh Khánh*

TÓM TẮT

Title: Factors affecting bankruptcy risk of firms in Vietnam's consumer staples sector

Từ khóa: khả năng thanh toán, đòn bẩy tài chính, rủi ro phá sản, ngành tiêu dùng thiết yếu.

Keywords: Liquidity, Financial leverage, Bankruptcy risk, Consumer Staples Sector.

Lịch sử bài báo

- Ngày nhận bài: 01/12/2025

- Ngày nhận kết quả bình duyệt: 22/01/2026

- Ngày chấp nhận đăng bài: 05/02/2026

Tác giả:

*Khoa Kế toán, Trường Đại học Tôn Đức Thắng, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Email liên hệ:

lamthihoanghoanh@tdtu.edu.vn

223h0058@student.tdtu.edu.vn

Nghiên cứu phân tích các nhân tố quyết định rủi ro phá sản của doanh nghiệp ngành tiêu dùng thiết yếu tại Việt Nam giai đoạn 2015 - 2024. Kết quả cho thấy khả năng thanh toán ngắn hạn và hiệu quả hoạt động giúp doanh nghiệp giảm xác suất phá sản, đòn bẩy tài chính làm tăng rủi ro đáng kể. Phát hiện này mở rộng lý thuyết đại diện và quản trị rủi ro tài chính, nhấn mạnh vai trò của hiệu quả vận hành trong việc nâng cao khả năng chống chịu tài chính. Nghiên cứu khuyến nghị doanh nghiệp kiểm soát cấu trúc vốn, củng cố thanh khoản và nâng cao hiệu quả hoạt động thông qua tối ưu chuỗi cung ứng và chuyển đổi số. Nhà đầu tư nên kết hợp Z-score với các chỉ tiêu thanh khoản và sinh lời để đánh giá rủi ro toàn diện hơn. Cơ quan quản lý cần tăng cường giám sát doanh nghiệp có đòn bẩy cao, hoàn thiện chính sách tín dụng, thúc đẩy minh bạch thông tin và áp dụng các chuẩn mực quản trị rủi ro quốc tế nhằm nâng cao ổn định thị trường.

ABSTRACT

This study examines the determinants of bankruptcy risk among firms in the essential consumer goods sector in Vietnam over the period 2015 - 2024. The empirical results indicate that short-term liquidity and operating efficiency significantly reduce the likelihood of bankruptcy, whereas financial leverage substantially increases bankruptcy risk. These findings extend agency theory and the literature on financial risk management, highlighting the central role of operational efficiency in enhancing firms' financial resilience. The study recommends that firms actively manage their capital structure, strengthen liquidity positions, and improve operational efficiency through supply chain optimization and digital transformation. Investors are advised to jointly employ Z-scores, liquidity indicators, and profitability measures to achieve a more comprehensive assessment of risk. Regulators should enhance oversight of highly leveraged firms, refine credit policies, promote information transparency, and encourage the adoption of international risk management standards to improve overall market stability.

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh kinh tế Việt Nam tăng trưởng, ngành tiêu dùng thiết yếu đóng vai trò trụ cột ổn định, cung cấp hàng hóa thiết

yếu và góp phần duy trì cân bằng xã hội. Dù có mức độ biến động thấp nhờ nhu cầu ổn định, các doanh nghiệp trong ngành vẫn đối mặt với rủi ro tài chính trước áp lực lạm phát, biến động tỷ giá và cạnh tranh gia

tăng. Đại dịch COVID-19 càng làm gia tăng nguy cơ phá sản, cho thấy sự cần thiết phải nghiên cứu các nhân tố tác động đến rủi ro phá sản nhằm hỗ trợ nhà quản lý, nhà đầu tư và cơ quan hoạch định chính sách.

Ngành tiêu dùng thiết yếu không chỉ thúc đẩy tổng cầu và tăng trưởng kinh tế mà còn tạo việc làm, phát triển chuỗi giá trị nội địa và góp phần ổn định kinh tế vĩ mô. Ngành này chiếm gần 15% việc làm phi nông nghiệp và giữ vai trò quan trọng trong kiểm soát lạm phát khi nhóm hàng lương thực, thực phẩm chiếm hơn 36% rổ CPI (Đức, 2025; Tổng cục Thống kê, 2024).

Tuy nhiên, các nghiên cứu về rủi ro phá sản trong ngành tiêu dùng thiết yếu tại Việt Nam còn hạn chế, khi phần lớn tập trung vào bất động sản, ngân hàng hoặc sản xuất công nghiệp (Long, 2020; Dũng và cộng sự, 2022; Huyền và Châm, 2024; Duy, 2024; Hòa và Trần, 2022; Chung, 2024). Nghiên cứu này sử dụng mô hình Z-score của Altman và Hotchkiss (2006), kết hợp các lý thuyết tài chính cổ điển và dữ liệu của 10 doanh nghiệp niêm yết trên HOSE giai đoạn 2015 - 2024, áp dụng mô hình hồi quy hiệu ứng cố định để phân tích các nhân tố tài chính ảnh hưởng đến rủi ro phá sản.

Kết quả cho thấy khả năng thanh toán ngắn hạn và hiệu quả hoạt động giúp giảm rủi ro phá sản, trong khi đòn bẩy tài chính làm gia tăng rủi ro. Những phát hiện này góp phần lấp đầy khoảng trống nghiên cứu, mở rộng lý thuyết đại diện và quản trị rủi ro tài chính trong bối cảnh thị trường mới nổi, đồng thời cung cấp hàm ý chính sách nhằm nâng cao ổn định ngành và bảo vệ lợi ích người tiêu dùng.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Các lý thuyết liên quan

Lý thuyết đại diện (Jensen & Meckling, 1976) nhấn mạnh xung đột lợi ích giữa cổ

đông và nhà quản lý, trong đó các hành vi cơ hội như lạm dụng nợ, đầu tư kém hiệu quả hoặc che giấu thông tin có thể làm gia tăng rủi ro phá sản. Các nhân tố như tăng trưởng doanh thu, quy mô doanh nghiệp, khả năng thanh toán ngắn hạn và ROA cao góp phần cải thiện hiệu quả hoạt động, giảm xung đột lợi ích và rủi ro phá sản. Ngược lại, đòn bẩy tài chính và mức độ thâm hụt vốn cao làm gia tăng nghĩa vụ nợ, chi phí đại diện và áp lực tài chính, từ đó làm tăng rủi ro phá sản.

Lý thuyết quản trị rủi ro doanh nghiệp - ERM (Arena và cộng sự, 2010) tiếp cận rủi ro một cách toàn diện, bao gồm rủi ro tài chính, hoạt động và chiến lược. Theo ERM, doanh nghiệp có tăng trưởng doanh thu, ROA và quy mô lớn thường có khả năng triển khai các cơ chế kiểm soát rủi ro hiệu quả, cải thiện thanh khoản và giảm biến động tài sản. Ngược lại, đòn bẩy tài chính và thâm hụt vốn cao làm gia tăng rủi ro tổng thể, do đó ERM nhấn mạnh kiểm soát nợ và duy trì dự phòng nhằm nâng cao khả năng chống chịu dài hạn của doanh nghiệp.

2.2. Mối quan hệ giữa tốc độ tăng trưởng doanh thu và rủi ro phá sản doanh nghiệp

Tăng trưởng doanh thu cao giúp doanh nghiệp duy trì dòng tiền ổn định, cải thiện khả năng sinh lời và giảm nguy cơ mất cân đối tài chính; ngược lại, doanh thu suy giảm kéo dài làm tăng khả năng mất cân đối và nguy cơ phá sản (Fulmer et al., 1984).

Baptista và cộng sự (2020) chỉ ra rằng biến tăng trưởng doanh thu phản ánh mức độ bất ổn của doanh nghiệp, trong khi Rashid và cộng sự (2021) kết luận rằng biến động tăng trưởng doanh thu gia tăng dẫn đến rủi ro phá sản cao hơn. Tương tự, Motto và Sutrisno (2020) nhận định rằng biến động tăng trưởng doanh thu có thể gây khó khăn tài chính và làm tăng nguy cơ phá sản. Kết quả trên nhất quán với nghiên cứu của

Thành và Huỳnh (2025) tại thị trường Việt Nam. Như vậy, tổng hợp các bằng chứng trên cho thấy biến tăng trưởng doanh thu có thể tác động cùng chiều đến rủi ro phá sản.

Giả thuyết 1 (H1): Tăng trưởng doanh thu có mối quan hệ cùng chiều với rủi ro phá sản.

2.3 Mối quan hệ giữa quy mô và rủi ro phá sản doanh nghiệp

Các doanh nghiệp lớn thường có điều kiện tiếp cận tín dụng thuận lợi hơn, có nguồn nhân lực chất lượng cao, và khả năng đa dạng hóa chiến lược hiệu quả hơn (Hằng và Cường, 2024). Phan và Thanh (2024) nhận định rằng quy mô doanh nghiệp có tác động ngược chiều đến rủi ro phá sản trong các doanh nghiệp xây dựng và các doanh nghiệp bất động sản ở Việt Nam. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Dương và Trung (2023). Hơn nữa, Duy (2024); Hằng và Nga (2022) lại cho kết quả quy mô DN không ảnh hưởng đến rủi ro của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

Giả thuyết 2 (H2): Quy mô doanh nghiệp có mối quan hệ ngược chiều với rủi ro phá sản.

2.4 Mối quan hệ giữa khả năng thanh toán ngắn hạn và rủi ro phá sản doanh nghiệp

Khi dòng tiền bị gián đoạn, doanh nghiệp tiến gần đến ngưỡng phá sản, điều này đã được nhiều nghiên cứu khẳng định (Huỳnh và Châm, 2024; Hằng và Nga, 2022). Huỳnh và Châm (2024), Hằng và Nga (2022) và Hằng và Cường (2024) cho thấy tỷ suất thanh toán hiện hành có mối tương quan thuận với việc giảm rủi ro phá sản, đồng nghĩa rằng doanh nghiệp có thanh khoản tốt sẽ duy trì hoạt động ổn định hơn.

Tuy nhiên, Aleksanyan và Huiban (2016) sử dụng mô hình hồi quy sự kiện và

nhận thấy khả năng thanh toán không có tác động đáng kể. Như vậy, khả năng thanh toán nợ ngắn hạn vẫn được xem là một chỉ tiêu thiết yếu để đánh giá sự ổn định tài chính và dự báo rủi ro phá sản của doanh nghiệp, đồng thời cung cấp cơ sở cho các quyết định quản trị rủi ro tài chính hiệu quả.

Giả thuyết 3 (H3): Khả năng thanh toán ngắn hạn có mối quan hệ ngược chiều với rủi ro phá sản.

2.5 Mối quan hệ giữa hiệu quả hoạt động và rủi ro phá sản doanh nghiệp

Nghiên cứu của Hằng & Nga (2022) chỉ ra rằng khi khả năng sinh lời được cải thiện, nguồn vốn chủ sở hữu và khả năng thanh toán nợ của doanh nghiệp được tăng cường, thúc đẩy mở rộng đầu tư, phát triển thị phần và giảm rủi ro tài chính. Kết quả này tương thích với các nghiên cứu của Dũng và cộng sự (2022) sử dụng mô hình hồi quy logit trên các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam cho thấy ROA cao làm giảm xác suất phá sản, đồng thời Hằng và Cường (2024) cũng xác nhận kết quả này.

Giả thuyết 4 (H4): Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản có mối quan hệ ngược chiều với rủi ro phá sản.

2.6 Mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và rủi ro phá sản doanh nghiệp

Các nghiên cứu kinh điển cho thấy tỷ lệ nợ cao thường là chỉ báo sớm về nguy cơ phá sản, bởi nó phản ánh sức khỏe tài chính của doanh nghiệp. Khi đòn bẩy tài chính tăng, doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp vừa và nhỏ, có nguy cơ không thể cân đối nợ cao hơn, làm gia tăng khả năng phá sản (Công và cộng sự, 2023).

Dũng và cộng sự (2022) chỉ ra rằng đòn bẩy tài chính cao làm tăng xác suất phá sản, đồng thời Lê Khanh và Trâm (2022) cũng nhấn mạnh rằng việc gia tăng nợ làm giảm

hiệu quả tài chính và tăng nguy cơ phá sản. Kết quả tương tự được xác nhận bởi Huyền & Châm (2024), Hằng & Cường (2024) và Hằng & Nga (2022). Như vậy, đòn bẩy tài chính không chỉ là chỉ số phản ánh rủi ro mà còn là nhân tố quan trọng trong việc dự báo khả năng phá sản của doanh nghiệp, đặc biệt trong ngành tiêu dùng thiết yếu, nơi dòng tiền ổn định và khả năng cân đối nợ quyết định tính bền vững của hoạt động kinh doanh.

Giả thuyết 5 (H5): Đòn bẩy tài chính có mối quan hệ thuận chiều với rủi ro phá sản.

2.7 Mối quan hệ giữa mức độ thâm hụt vốn và rủi ro phá sản doanh nghiệp

Cấu trúc vốn doanh nghiệp, phản ánh tỷ trọng các nguồn vốn trong tổng vốn, đóng vai trò quan trọng trong việc quản trị rủi ro tài chính. Khi tỷ lệ vốn tự có cao và tỷ trọng nợ vay thấp, doanh nghiệp có khả năng thanh toán nợ tốt hơn, đồng thời giảm thiểu rủi ro cho các chủ nợ. Ngoài ra, giá trị tài sản cố định lớn giúp đảm bảo nghĩa vụ nợ, nâng cao mức độ an toàn tài chính (Harc, 2015). Tuy nhiên, khi xét mức độ thâm hụt vốn được đo bằng tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản, bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam lại cho thấy kết quả khác. Huyền và Châm (2024) khẳng định rằng tỷ lệ vốn cố định và lãi suất càng cao thì nguy cơ đối mặt với rủi ro phá sản càng lớn tại các doanh nghiệp bất động sản. Thêm vào đó, Hằng và Nga (2022) chỉ ra rằng mức độ thâm hụt vốn không có ý nghĩa thống kê đối với rủi ro phá sản, cho thấy yếu tố này không phải là chỉ tiêu quyết định trong dự báo nguy cơ phá sản của doanh nghiệp.

Giả thuyết 6 (H6): Mức độ thâm hụt vốn có mối quan hệ ngược chiều với rủi ro phá sản.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1 Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu được thu thập từ báo cáo thường niên và báo cáo tài chính hợp nhất của TOP 10 công ty hàng đầu trong ngành tiêu dùng thiết yếu niêm yết trên sàn HOSE tại Việt Nam trong giai đoạn 2015 - 2024. Khoảng thời gian này bao gồm những biến động đáng chú ý, đặc biệt là tác động của đại dịch COVID-19 từ năm 2020, tạo cơ hội phân tích hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp trước và sau khủng hoảng. Với chuỗi dữ liệu kéo dài 10 năm và tổng cộng 100 quan sát, bộ dữ liệu đáp ứng đầy đủ yêu cầu cho các phân tích dữ liệu bảng, cho phép đánh giá xu hướng dài hạn cũng như các nhân tố tác động đến ngành một cách toàn diện.

3.2 Mô hình nghiên cứu

Dựa trên nền tảng lý thuyết đại diện, lý thuyết quản trị rủi ro doanh nghiệp (Arena và cộng sự, 2010) và thực nghiệm từ Lukason và cộng sự (2019) và Bottazzi và cộng sự (2011), chúng tôi xây dựng mô hình nhằm đánh giá và đo lường tác động của các nhân tố tài chính đối với rủi ro phá sản của doanh nghiệp.

$$Zscore_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SGR_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LIQ_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 FAR_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (*)$$

“Trong đó:

- **Zscore:** Rủi ro phá sản của doanh nghiệp
- **SGR:** Tăng trưởng doanh thu
- **SIZE:** Quy mô doanh nghiệp
- **LIQ:** Khả năng thanh toán nợ ngắn hạn
- **ROA:** Tỷ suất sinh lời trên tài sản
- **LEV:** Đòn bẩy tài chính
- **FAR:** Mức độ thâm hụt vốn”

Bảng 1: Bảng định nghĩa và mô tả các biến trong mô hình

Tên biến	Cách tính	Nguồn
Biến phụ thuộc		
Rủi ro phá sản (Z-score)	$Zscore = 6.56 * X_1 + 3.26 * X_2 + 6.72 * X_3 + 1.05 * X_4$ Với: “ $X_1 = (\text{Tài sản lưu động} - \text{Nợ ngắn hạn}) / \text{Tổng tài sản}$ $X_2 = \text{Lợi nhuận chưa phân phối} / \text{Tổng tài sản}$ $X_3 = \text{Lợi nhuận trước lãi vay và thuế} / \text{Tổng tài sản}$ $X_4 = \text{Giá trị sổ sách của Vốn chủ sở hữu} / \text{Tổng nợ phải trả}$ ”	Altman và Hotchkiss (2006)
Biến độc lập		
Tăng trưởng doanh thu (SGR)	Doanh thu năm t - doanh thu năm t-1 / doanh thu năm t-1	Công và cộng sự (2023); Thành và Huỳnh (2025)
Quy mô doanh nghiệp (SIZE)	Ln(tổng tài sản)	Phan và Thanh (2024); Duy (2024); Hằng và Nga (2022)
Khả năng thanh toán nợ ngắn hạn (LIQ)	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn	Thành và Huỳnh (2025); Huyền và Châm (2024); Duy (2024); Hằng và Nga (2022); Dũng và cộng sự (2022)
Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA)	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	Duy (2024); Hằng & Nga (2022); Dũng và cộng sự (2022)
Đòn bẩy tài chính (LEV)	Tổng nợ phải trả/Tổng tài sản	Công và cộng sự (2023); Huyền và Châm (2024); Hằng & Nga (2022)
Mức độ thâm hụt vốn (FAR)	Tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản	Hằng & Nga (2022); Huyền và Châm (2024)

3.3 Ước lượng mô hình

Chúng tôi sử dụng bộ dữ liệu dạng bảng gồm 100 quan sát trong giai đoạn

2015 - 2024 và tiến hành ước lượng mô hình bằng ba phương pháp kinh tế lượng phổ biến: Pooled OLS, mô hình tác động cố

định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Cách tiếp cận này được kế thừa từ hướng nghiên cứu của Dũng và cộng sự (2022), đồng thời tham chiếu các công trình gần đây của Pham và Yang (2025) và Huyền & Châm (2024) về đánh giá rủi ro tài chính của doanh nghiệp Việt Nam.

Quy trình lựa chọn mô hình được thực hiện theo chuỗi kiểm định tiêu chuẩn: (i) kiểm định Redundant Fixed Effects nhằm đối chiếu FEM với OLS; và (ii) kiểm định Hausman nhằm lựa chọn giữa FEM và REM. Đây là quy trình được áp dụng phổ biến trong các nghiên cứu thực nghiệm về dữ

liệu bảng (Pham & Yang, 2025) và cũng được sử dụng trong nghiên cứu của Dũng và cộng sự (2022) khi phân tích rủi ro phá sản doanh nghiệp.

Kết quả kiểm định trong nghiên cứu chỉ ra rằng FEM là mô hình phù hợp hơn so với OLS và REM. Do đó, nghiên cứu lựa chọn FEM làm mô hình chính để phân tích, diễn giải kết quả và đề xuất các hàm ý chính sách.

4. Kết quả và thảo luận

4.1 Kết quả thống kê mô tả

Bảng 2: Kết quả thống kê mô tả biến

Biến	Trung bình	Trung vị	Giá trị lớn nhất	Giá trị nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn	Số quan sát
ZSCORE	8.549	8.339	20.478	3.872	2.905	100
SGR	0.177	0.082	2.134	-0.547	0.407	100
SIZE	29.719	29.822	31.334	28.256	0.835	100
LIQ	1.850	1.687	4.037	0.614	0.810	100
ROA	0.108	0.105	0.523	-0.019	0.092	100
LEV	0.375	0.350	0.786	0.066	0.145	100
FAR	0.170	0.148	0.544	0.021	0.113	100

Kết quả thống kê mô tả trong Bảng 2 cung cấp cái nhìn tổng quan về các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro phá sản (Z-Score) của các doanh nghiệp trong ngành tiêu dùng thiết yếu tại Việt Nam. Z-Score trung bình đạt 8.549, cho thấy đa số doanh nghiệp hoạt động trong vùng an toàn tài chính cao, song khoảng dao động từ 3.873 đến 20.478 phản ánh sự biến động và phân hóa về rủi ro giữa các công ty. SGR trung bình 0.177 cho thấy doanh thu ngành tăng khoảng 17,7% trong giai đoạn nghiên cứu. SIZE trung bình

29.719 cho thấy mẫu chủ yếu là các công ty lớn, thường có khả năng chống chịu rủi ro tốt hơn nhờ quy mô. LIQ trung bình 1.850 và ROA trung bình 0.108 phản ánh năng lực sinh lời và thanh khoản ổn định, góp phần giảm thiểu rủi ro phá sản. Tỷ lệ đòn bẩy (LEV) trung bình 0.376 cho thấy các doanh nghiệp duy trì mức nợ hợp lý khoảng 37,6%, trong khi FAR trung bình 0.170 cho thấy các công ty ít phụ thuộc vào tài sản cố định, giúp tăng tính linh hoạt trong bối cảnh biến động kinh tế.

4.2 Ma trận tương quan

Bảng 3: Kết quả ma trận tương quan

BIẾN	ZSCORE	SGR	SIZ	LIQ	ROA	LEV	FAR
ZSCORE	1	0.0588	-0.1820***	0.8274***	0.4791***	-0.8267***	-0.1683*
		-0.5606	-0.0699	0.000	0.000	0.000	-0.0941
SGR		1	-0.2093**	0.1072	0.2253**	0.0502	0.0445*
			-0.0366	-0.2884	-0.0242	-0.6192	-0.6569
SIZ			1	-0.0058	-0.1851*	0.1673*	0.1391
				-0.954	-0.0651	-0.096	-0.1672
LIQ				1	0.2748***	-0.6333***	-0.2148**
					-0.0056	0.000	-0.0318
ROA					1	-0.3276***	0.1778*
						-0.0009	-0.0767
LEV						1	0.2831***
							-0.0043
FAR							1

Bảng 3 trình bày ma trận tương quan Pearson. Kết quả cho thấy Z-Score có mối tương quan dương với mức ý nghĩa 1% với LIQ (0.8274, $p = 0.0000$) và ROA (0.4781, $p = 0.0000$), cho thấy thanh khoản cao và hiệu quả sử dụng tài sản tốt giúp giảm rủi ro phá sản. Ngược lại, LEV có mối tương quan âm mạnh (-0.8267, $p = 0.0000$), phản ánh việc đòn bẩy tài chính cao làm tăng nguy cơ phá sản. Các biến SGR (0.0588, $p = 0.5606$) và FAR (-0.1683, $p = 0.0941$) có tương quan yếu, trong khi SIZE có mối quan hệ âm ở mức ý nghĩa 10% (-0.1820, $p = 0.0699$). Giữa các biến độc lập, không có tương quan nào vượt

0.8, cao nhất là giữa LEV và LIQ (-0.6333), cho thấy không có dấu hiệu đa cộng tuyến trong mô hình (Pham & Yang, 2025).

4.3 Hệ số phóng đại phương sai (VIF)

Bảng 4: Hệ số phóng đại phương sai

Biến	Giá trị VIF
SG	1.160
SIZ	1.157
LIQ	1.808
ROA	1.352
LEV	2.020
FAR	1.233

Kết quả VIF được trình bày trong Bảng 4. Các giá trị VIF cũng ở mức thấp và đều nhỏ hơn 3. Kết quả này khẳng định mô hình không xảy ra hiện tượng tự tương quan (Dũng và cộng sự, 2022; Pham và Yang, 2025).

4.4 Kết quả kiểm định lựa chọn mô hình phù hợp

Bảng 5: Kết quả kiểm định Redundant Fixed Effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Kiểm định F	5.905362	(9, 84)	0.0000
Kiểm định Chi ²	49.0245	9.000	0.0000

Bảng 6: Kết quả kiểm định Hausman

Hausman Test	Statistic	d.f.	Prob.
Thống kê Chi ²	25.7145	6.000	0.0003

Để xác định mô hình ước lượng phù hợp nhất, chúng tôi thực hiện kiểm định Redundant Fixed Effects giữa mô hình OLS và FEM. Kết quả trong Bảng 5 cho thấy cả thống kê F và Chi² (49,0245) đều có giá trị p = 0,0000, thấp hơn mức ý nghĩa 1%, cho thấy mô hình FEM phù hợp hơn OLS. Tiếp theo, kiểm định Hausman được sử dụng để so sánh FEM và REM, với kết quả Bảng 6 cho thấy Chi² = 25,714 và p = 0,0003 < 1%, xác nhận FEM là lựa chọn phù hợp hơn REM.

Như vậy, dựa trên hai bước kiểm định, chúng tôi kết luận rằng mô hình FEM là phương pháp ước lượng thích hợp nhất để phân tích tác động của các yếu tố đến rủi ro phá sản của các doanh nghiệp trong ngành tiêu dùng thiết yếu tại Việt Nam (Pham & Yang, 2025; Dũng và cộng sự, 2022).

4.4 Kết quả mô hình hiệu ứng cố định

Bảng 7: Kết quả mô hình hiệu ứng cố định (FEM)

Biến	Hệ số	Sai số chuẩn	Thống kê	Xác suất
SGR	-0.398	0.275	-1.449	0.1510
SIZE	-0.468	0.130	-3.590	0.0006
LIQ	1.766	0.170	10.401	0.0000
ROA	7.037	1.291	5.452	0.0000
LEV	-8.553	0.978	-8.750	0.0000
FAR	1.226	0.968	1.267	0.2090
C	21.516	3.806	5.654	0.0000
Effects Specification				Có
Period fixed (dummy variables)			Có	
R-squared				0.906
Adjusted squared			R-	0.889
F-statistic				53.885
Prob(F-statistic)				0.000

Kết quả mô hình FEM trong Bảng 7 cho thấy hệ số R-squared điều chỉnh đạt 0.889, hàm ý rằng mô hình giải thích được khoảng 88.9% biến thiên của biến phụ thuộc (rủi ro phá sản doanh nghiệp). Đồng thời, thống kê F (53.835, p < 0.01) khẳng định mức độ phù hợp và ý nghĩa tổng thể của mô hình, cho thấy các biến độc lập được đưa vào có khả năng giải thích đáng tin cậy đối với sự thay đổi của Z-score.

Thứ nhất, SIZE có hệ số âm (-0.468, p < 0.01), cho thấy doanh nghiệp càng lớn thì Z-score càng giảm, đồng nghĩa rủi ro phá sản tăng lên. Điều này phản ánh đặc thù của ngành tiêu dùng thiết yếu tại Việt Nam, nơi các doanh nghiệp lớn thường chịu chi phí vận hành cao, cấu trúc quản trị cồng kềnh,

và mức độ linh hoạt tài chính thấp hơn so với doanh nghiệp quy mô nhỏ. Những yếu tố này có thể làm giảm khả năng điều chỉnh chiến lược khi thị trường biến động. Kết quả phù hợp với bằng chứng tại thị trường Pakistan của Tariq và cộng sự (2025), gợi mở rằng lợi thế quy mô không phải lúc nào cũng mang lại hiệu quả tài chính tích cực trong các ngành có biên lợi nhuận thấp và cạnh tranh mạnh. Kết quả này bác bỏ giả thuyết H2.

Thứ hai, ROA có hệ số dương lớn (7.037, $p < 0.01$), phản ánh vai trò quan trọng của hiệu quả hoạt động trong việc giảm thiểu rủi ro phá sản. Doanh nghiệp có khả năng tạo lợi nhuận tốt thường sở hữu dòng tiền ổn định hơn, khả năng chống chịu với cú sốc thị trường cao hơn và dễ tiếp cận nguồn vốn chi phí thấp. Điều này cũng phù hợp với lý thuyết quản trị rủi ro doanh nghiệp của Arena và cộng sự (2010), theo đó lợi nhuận đóng vai trò là lớp đệm tài chính, giúp doanh nghiệp duy trì trạng thái an toàn trước rủi ro. Kết quả tương đồng với Hằng và Nga (2022), Dũng và cộng sự (2022) và Hằng & Cường (2024), đồng thời ủng hộ giả thuyết H4.

Thứ ba, LIQ có hệ số dương (1.766, $p < 0.01$), cho thấy khả năng đáp ứng nghĩa vụ ngắn hạn tốt làm gia tăng Z-score và giảm rủi ro phá sản. Dưới góc độ lý thuyết đại diện (Jensen & Meckling, 1976), thanh khoản cao giúp giảm bớt xung đột lợi ích giữa nhà quản trị và chủ nợ, vì doanh nghiệp có khả năng thanh toán tốt sẽ giảm nguy cơ chuyển dịch rủi ro. Theo lý thuyết ERM, duy trì mức thanh khoản đầy đủ cũng là một chiến lược quan trọng nhằm bảo vệ doanh nghiệp trước các cú sốc tài chính bất ngờ. Kết quả phù hợp với các nghiên cứu của Huyền & Châm (2024), Hằng & Nga (2022) và Hằng & Cường (2024), đồng thời hỗ trợ giả thuyết H3.

Thứ tư, LEV cho thấy tác động âm mạnh mẽ lên Z-score (-8.553, $p < 0.01$), chứng minh rằng mức nợ cao làm tăng đáng kể rủi ro phá sản. Điều này xuất phát từ áp lực trả lãi và gốc vay, đặc biệt trong bối cảnh chi phí vốn gia tăng và tăng trưởng doanh thu ngành tiêu dùng thiết yếu chậm lại. Theo lý thuyết đại diện, nợ cao khiến doanh nghiệp dễ rơi vào tình trạng rủi ro đạo đức và gia tăng xung đột giữa nhà đầu tư và chủ nợ. Bên cạnh đó, theo lý thuyết ERM, đòn bẩy cao làm suy yếu khả năng chống chịu tài chính khi doanh nghiệp đối mặt với biến động thị trường. Kết quả nhất quán với các nghiên cứu trong nước như Dũng và cộng sự (2022), Lê Khanh & Trâm (2022), Huyền & Châm (2024), Hằng & Cường (2024) và Hằng & Nga (2022), và hỗ trợ giả thuyết H5.

Cuối cùng, biến SGR và FAR đều không có ý nghĩa thống kê trong việc giải thích rủi ro phá sản. Điều này cho thấy tăng trưởng doanh thu ngắn hạn hoặc mức đầu tư tài sản cố định không phải là yếu tố quyết định đến khả năng phá sản trong ngành tiêu dùng thiết yếu. Một lý giải khả thi là doanh thu tăng không đồng nghĩa với cải thiện chất lượng lợi nhuận hoặc dòng tiền, đặc biệt trong ngành có sự kiểm soát giá và biên lợi nhuận thấp. Tương tự, tỷ lệ tài sản cố định cao có thể phản ánh đặc thù vốn đầu tư lớn nhưng không trực tiếp ảnh hưởng đến rủi ro tài chính nếu doanh nghiệp vẫn duy trì khả năng thanh toán tốt. Kết quả này phù hợp với Hằng và Nga (2022), và bác bỏ giả thuyết H1 và H6.

5. Kết luận và khuyến nghị

Nghiên cứu này phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro phá sản của các doanh nghiệp ngành tiêu dùng thiết yếu niêm yết trên HOSE giai đoạn 2015–2024, qua đó cung cấp bằng chứng thực nghiệm quan trọng tại thị trường mới nổi như Việt Nam. Kết quả từ mô hình FEM cho thấy tăng

trường doanh thu và thâm dụng tài sản cố định không có ý nghĩa thống kê, hàm ý rằng hai chỉ tiêu này chưa đủ để dự báo mức độ rủi ro phá sản trong bối cảnh ngành tiêu dùng thiết yếu tại Việt Nam. Ngược lại, quy mô doanh nghiệp và đòn bẩy tài chính tác động tiêu cực đáng kể lên Z-score, cho thấy các doanh nghiệp có quy mô lớn hoặc dựa nhiều vào nợ vay có thể đối diện với áp lực vận hành và tài chính cao hơn, dẫn đến rủi ro phá sản lớn hơn. Tuy nhiên, thanh khoản và hiệu quả sinh lời thể hiện tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê, làm nổi bật vai trò của khả năng thanh toán và chất lượng lợi nhuận trong việc duy trì sức khỏe tài chính và khả năng chống chịu trước biến động thị trường.

Dựa trên những phát hiện này, nghiên cứu khuyến nghị các doanh nghiệp trong ngành ưu tiên kiểm soát đòn bẩy, củng cố thanh khoản và nâng cao hiệu quả sinh lời thông qua tối ưu hóa chuỗi cung ứng, chuyển đổi số và tinh gọn vận hành. Đồng thời, doanh nghiệp quy mô lớn cần tái cấu trúc quản trị nhằm tăng tính linh hoạt, giảm chi phí cố định và cải thiện tốc độ ra quyết định. Đối với nhà đầu tư, nghiên cứu gợi ý sử dụng Z-score cùng các chỉ tiêu thanh khoản và sinh lời như công cụ đánh giá rủi ro hiệu quả hơn so với việc chỉ dựa vào quy mô doanh nghiệp. Bên cạnh đó, cơ quan quản lý cần tăng cường giám sát các doanh

nh nghiệp có đòn bẩy cao, ban hành chính sách tín dụng hỗ trợ phù hợp, thúc đẩy minh bạch thông tin và khuyến khích triển khai hệ thống quản trị rủi ro theo chuẩn quốc tế. Những khuyến nghị này không chỉ góp phần củng cố an toàn tài chính doanh nghiệp mà còn hỗ trợ tăng cường sức chống chịu của ngành tiêu dùng thiết yếu, một trong những trụ cột quan trọng của nền kinh tế Việt Nam trong bối cảnh hội nhập và biến động kinh tế ngày càng sâu rộng.

Nghiên cứu này vẫn tồn tại một số hạn chế. Thứ nhất, mẫu nghiên cứu chỉ bao gồm các doanh nghiệp niêm yết quy mô lớn, do đó chưa phản ánh đầy đủ cấu trúc của toàn bộ ngành tiêu dùng thiết yếu tại Việt Nam và có thể phát sinh sai lệch chọn mẫu (sample selection bias). Thứ hai, việc phụ thuộc vào dữ liệu thứ cấp từ báo cáo tài chính và chưa tích hợp các yếu tố phi tài chính, đặc biệt là thông tin ESG cũng như các biến vĩ mô như GDP, lạm phát hay tỷ giá có thể giới hạn mức độ bao quát của kết quả. Trong tương lai, các nghiên cứu nên mở rộng dữ liệu sang doanh nghiệp chưa niêm yết, kết hợp phân tích theo từng nhóm ngành con, đưa vào các chỉ số ESG và biến động kinh tế vĩ mô, đồng thời áp dụng các mô hình dự báo tiên tiến như machine learning để nâng cao tính tổng quát, độ tin cậy và giá trị học thuật của kết quả.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Aleksanyan, L., & Huiban, J. P. (2016). Economic and financial determinants of firm bankruptcy: evidence from the French food industry. *Review of Agricultural, Food and Environmental Studies*, 97(2), 89-108.
- Altman, E & Hotchkiss, E. (2006). *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt*. 3rd Edition, New Jersey: John Wiley & Sons.

- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The journal of finance*, 23(4), 589-609.
- Arena, M., Arnaboldi, M., & Azzone, G. (2010). The organizational dynamics of enterprise risk management. *Accounting, Organizations and Society*, 35(7), 659-675.
- Baptista, R., Karaöz, M., & Leitão, J. C. (2020). Diversification by young, small firms: The role of pre-entry resources and entry mistakes. *Small Business Economics*, 55(1), 103-122.
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of accounting research*, 71-111.
- Bottazzi, G., Grazi, M., Secchi, A., & Tamagni, F. (2011). Financial and economic determinants of firm default. *Journal of Evolutionary Economics*, 21(3), 373-406.
- Bui, T. N., Nguyen, X. H., & Pham, K. T. (2023). The effect of capital structure on firm value: A study of companies listed on the Vietnamese stock market. *International Journal of Financial Studies*, 11(3), 100.
- Công, N. T., Sơn, Đ. N., & Đạt, N. T. (2024). Chia sẻ thông tin tín dụng và rủi ro phá sản ngân hàng thương mại. *Tạp chí Khoa học và Công nghệ Việt Nam*, 66(10).
- Chung, N. H. (2024). Rủi ro phá sản, bảng cân đối kế toán ngân hàng thương mại trong điều kiện bất định tại Việt Nam. *Tạp Chí Khoa Học Đại Học Mở Thành Phố Hồ Chí Minh-Kinh Tế Và Quản Trị Kinh Doanh*, 19(5), 59-71.
- Dũng, P. T. T., Thanh, N. T. H., & Thu, V. M. (2022). Nghiên cứu nhân tố tác động đến rủi ro phá sản của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Quản lý và Kinh tế Quốc tế*, 147 (06), 36-53.
- Duy, L. B. (2024). Các nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính: Nghiên cứu điển hình tại các doanh nghiệp vận tải và kho bãi niêm yết. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 319, 54-62.
- Dương, T.T.T & Trung, L.K. (2023). Ứng dụng phương pháp học máy trong dự báo rủi ro phá sản của các doanh nghiệp Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 310, 44-53
- Đức, N. Đ. (2025). Bức tranh tiêu dùng Việt Nam năm 2023-2024 và những kiến nghị cho năm 2025. *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, số 01, tháng 01/2025.
- Fulmer, J. G., Moon, J. E., Gavin, T. A., & Erwin, M. (1984). A bankruptcy classification model for small firms. *Journal of Commercial Bank Lending*, 66(11), 25-37.
- Harc, M. (2015). The relationship between tangible assets and capital structure of small and medium-sized companies in Croatia. *Ekonomski Vjesnik/Econviews: Review of Contemporary Business, Entrepreneurship and Economic Issues*, 28(1), 213-224.
- Hằng, T. T., & Nga, N.T. (2022). Nghiên cứu các nhân tố tác động đến nguy cơ phá sản của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. *Journal of Science & Technology*, 58 (5) 133-139.
- Hòa, D. T., & Trân, T. P. (2022). Vai trò của quy mô trong mối quan hệ giữa cạnh tranh và rủi ro của các ngân hàng thương mại Việt Nam. *Tạp Chí Khoa*

Học Yersin – Chuyên Đề Quản Lý Kinh Tế, 12(8), 20-36.

- Huyền, T. L. T. T., & Châu, T. N. T. Q. (2024). Dự báo rủi ro phá sản của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua mô hình hồi quy Logistic. *Tạp chí nghiên cứu Tài chính kế toán*, 260 (2), 80-84.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm. *Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, 3(4), 305-360.
- Lê Khanh, N., & Trâm, P. H. H. (2022). Tác động của chuỗi cung ứng tài chính đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp: nghiên cứu tại Việt Nam. *Tạp chí khoa học kinh tế*, 10(03), 62-74.
- Long, V. M. (2020). Một số nhân tố ảnh hưởng đến rủi ro tài chính–Nghiên cứu doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. *Tạp Chí Khoa Học Đại Học Mở Thành Phố Hồ Chí Minh-Kinh Tế Và Quản Trị Kinh Doanh*, 15(2), 88-100.
- Lukason, O., & Camacho-Miñano, M. D. M. (2019). Bankruptcy risk, its financial determinants and reporting delays: do managers have anything to hide? *Risks*, 7(3), 77.
- Mottoh, D. D., & Sutrisno, P. (2020). The impact of enterprise risk management, earnings volatility, firm characteristics to firm value. *International Journal of Business, Economics and Law*, 23(1), 181-191.
- Ohlson, J. A. (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of accounting research*, 109-131.
- Pham, T. N., & Yang, Y. J. (2025). Does Ethics Matter? The Moderating Role of Business Ethics in Corruption Management and ESG Disclosure in Asia. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*.
- Phan, T. D., & Thanh, N. N. T. (2024). Các nhân tố ảnh hưởng đến kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp xây dựng và doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 319(2), 2-11.
- Rashid, A., Hassan, M. K., & Karamat, H. (2021). Firm size and the interlinkages between sales volatility, exports, and financial stability of Pakistani manufacturing firms. *Eurasian Business Review*, 11(1), 111-134.
- Tariq, M., Hasan, M., Khanji, A., & Aziz, A. (2025). Investigating the Factors Predicting the Financial Distress of Firms: A Study Based on Pakistani Firms. *The Critical Review of Social Sciences Studies*, 3(1), 1381-1393.
- Tổng cục Thống kê (2024), *Báo cáo tình hình kinh tế - xã hội tháng 11 và 11 tháng năm 2024*.
- Thành, V. H., & Huỳnh, N. V. (2025). Mối liên hệ giữa biến động tăng trưởng, đa dạng hóa kinh doanh và rủi ro phá sản của doanh nghiệp. *Tạp Chí Khoa Học Đại Học Mở Thành Phố Hồ Chí Minh-Kinh Tế Và Quản Trị Kinh Doanh*, 20(9), 64-83.
- Thành, V. H., & Huỳnh, N. V. (2025). Mối liên hệ giữa biến động tăng trưởng, đa dạng hóa kinh doanh và rủi ro phá sản của doanh nghiệp. *Tạp Chí Khoa Học Đại Học Mở Thành Phố Hồ Chí Minh-Kinh Tế Và Quản Trị Kinh Doanh*, 20(9), 64-83.