

THỰC TRẠNG SỬ DỤNG ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM 2008 - 2011

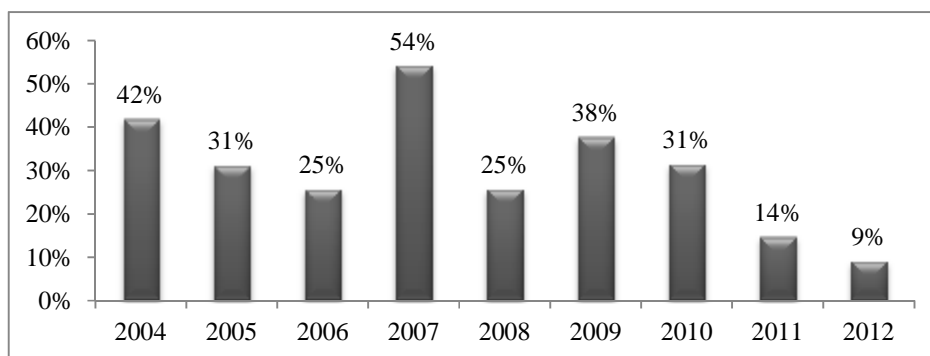
Doãn Thị Thanh Thủy¹

1 Giới thiệu

Trong hai năm 2011 - 2012, Việt Nam có đến hơn 108 nghìn doanh nghiệp phá sản, ngừng hoạt động (TCTK, 2012b và 2013b), bằng con số doanh nghiệp ngừng hoạt động của cả 12 năm trước (Hồ Hoàng, 2013). Các bình luận trên thông tin đại chúng cho rằng do doanh nghiệp đã quá phụ thuộc vào vốn vay, lạm dụng đòn bẩy tài chính (ĐBTC) để mở rộng quy mô quá nhanh, đầu tư trái ngành tràn lan trong những năm tăng trưởng nóng. Khi nền kinh tế khó khăn, nguồn tín dụng bị siết lại và lãi suất vay tăng cao, các doanh nghiệp này rơi vào tình thế tiến thoái lưỡng nan: vay vốn khó vì hoạt động sản xuất kinh doanh (SXKD) không đủ lợi nhuận trả lãi, nhưng nếu không vay thì khó duy trì hoạt động (Quang Anh (2012); Nam Phong (2012); N.Trần Tâm, Chí Nhân, Thanh Xuân (2012)). Bên cạnh đó, trong Báo cáo kết quả điều tra thực trạng và tình hình khó khăn của doanh nghiệp tháng 4/2012 của TCTK (2012a), đa số các doanh nghiệp Việt Nam cho biết “lãi suất vay vốn quá cao” và “tiếp cận vốn khó khăn” là hai trong ba yếu tố cản trở lớn nhất đến hoạt động SXKD. Các doanh nghiệp phản ánh khó tiếp cận vốn chủ yếu thuộc các ngành: Xây dựng (45,1%), Vận tải kho bãi (37,9%), Khai khoáng (35,7%) và Thương mại (34,9%). Theo đó, nhiều doanh nghiệp đề nghị Nhà nước ổn định và hỗ trợ lãi suất vay vốn, tạo điều kiện để doanh nghiệp tiếp cận vốn thuận lợi hơn.

Từ góc độ vĩ mô, tăng trưởng tổng dư nợ tín dụng trong nền kinh tế Việt Nam thời gian qua biến động liên tục nhưng luôn duy trì ở mức cao đến năm 2010 và chỉ bắt đầu giảm trong năm 2011 và 2012.

Hình 1.1. Tăng trưởng dư nợ tín dụng trong nền kinh tế (2004 – 2012)



Nguồn: Ngân hàng Nhà Nước (Báo cáo thường niên 2004-2012)

Thực tế trên đặt ra vấn đề xác định rõ hiện trạng sử dụng ĐBTC của các doanh nghiệp Việt Nam giai đoạn gần đây cũng như những ảnh hưởng đến khả năng thanh khoản, hiệu quả hoạt động tài chính của

doanh nghiệp và đến nền kinh tế Việt Nam. Từ đó có những gợi ý chính sách phù hợp để hỗ trợ doanh nghiệp giải quyết các vướng mắc liên quan đến vay nợ. Do vậy, nghiên cứu “Đánh giá thực trạng sử dụng đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam (DNNY)” được thực hiện nhằm trả lời các câu hỏi sau:

- i. Thực trạng sử dụng ĐBTC của các DNNY ở Việt Nam trong giai đoạn 2008 – 2011 như thế nào?
- ii. Việc sử dụng ĐBTC của các DNNY có ảnh hưởng thế nào đến khả năng thanh khoản, hiệu quả hoạt động tài chính của bản thân doanh nghiệp và kinh tế vĩ mô của Việt Nam?
- iii. Chính phủ nên thực hiện chính sách điều tiết nào để hỗ trợ doanh nghiệp thoát khỏi khó khăn liên quan ĐBTC?

Đối tượng của nghiên cứu là các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX). Số lượng DNNY khác nhau trong từng năm vì mỗi năm đều có một số doanh nghiệp mới đăng ký và một số hủy niêm yết. Để so sánh hợp lý các tỷ số tài chính theo thời gian, tác giả đã lọc các DNNY theo 3 nhóm:

Nhóm 1: Gồm các DNNY liên tục 4 năm từ 2008 đến 2011: 290 doanh nghiệp

Nhóm 2: Gồm các DNNY liên tục 3 năm từ 2009 đến 2011: 410 doanh nghiệp

Nhóm 3: Gồm các DNNY liên tục 2 năm 2010 và 2011: 580 doanh nghiệp

Qua so sánh, các tỷ số tài chính của DNNY trong 3 nhóm không chênh lệch đáng kể nên trong bài viết này, tác giả chủ yếu phân tích nhóm 1 với 290 doanh nghiệp đã niêm yết liên tục từ năm 2008 đến 2011.

2 Đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp: thực trạng và tác động

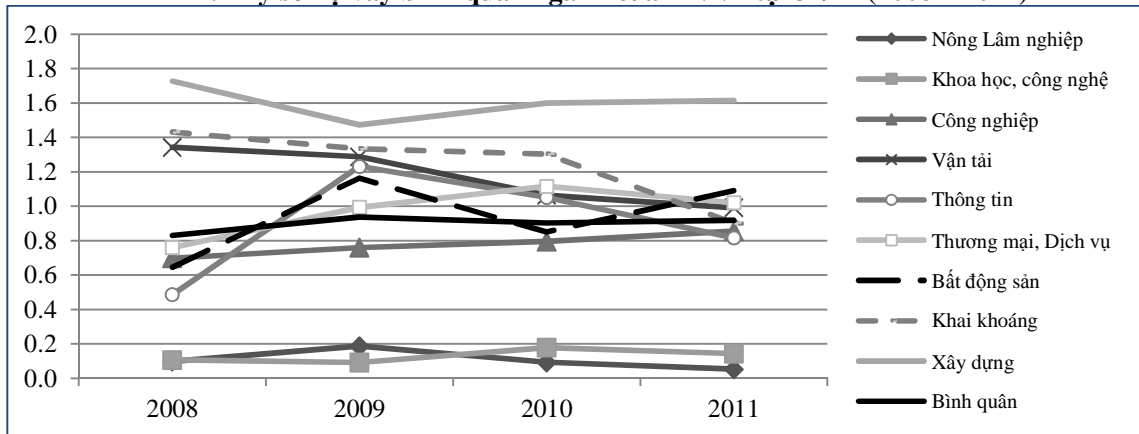
2.1 Thực trạng sử dụng đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp niêm yết

2.1.1 Các doanh nghiệp niêm yết của Việt Nam có tỷ số vay nợ cao

Tỷ số nợ vay² của các DNNY duy trì khá cao quanh mức 90% từ năm 2009 đến 2011. Năm 2011, tỷ số nợ vay trên vốn chủ sở hữu của DNNY Việt Nam là 91,8%, cao hơn nhiều so với tỷ số bình quân của các doanh nghiệp phi tài chính³ tại nhóm các nền kinh tế mới nổi nói chung⁴ (59%), các nước mới nổi châu Á nói riêng (63%) và Hàn Quốc (66%), Thái Lan (72%), Mỹ (78%) (Damodaran Online, 2012, 2013).⁵

Tuy tỷ số bình quân chung không thay đổi nhiều theo thời gian nhưng tỷ số nợ vay từng ngành lại biến động khá lớn với xu hướng rất khác nhau (Hình 2.1). Điều này cho thấy đặc điểm ngành tác động lớn đến việc sử dụng ĐBTC của DNNY. Các ngành gồm: xây dựng, vận tải, khai khoáng, thương mại - dịch vụ và bất động sản là những ngành có tỷ số nợ vay cao so với tỷ số bình quân chung. Đáng chú ý trong năm 2011, khi kinh tế vĩ mô suy giảm, trong khi các ngành khác đều giảm hoặc giữ ổn định tỷ số nợ vay, các doanh nghiệp ngành bất động sản lại tăng sử dụng ĐBTC (tỷ số nợ vay tăng từ 0,85 lên 1,09), ngành công nghiệp cũng tương tự nhưng mức tăng thấp hơn (từ 0,80 lên 0,86).

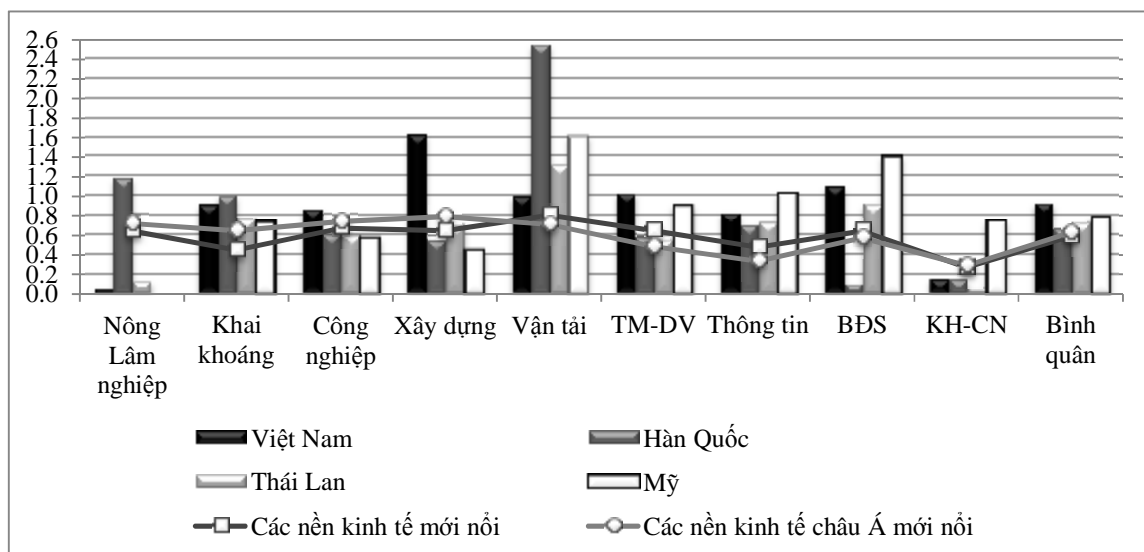
Hình 2.1 Tỷ số nợ vay bình quân ngành của DNNY tại 31/12 (2008 – 2011)



Nguồn: Tác giả, dựa theo BCTC các DNNY

So sánh tỷ số nợ vay bình quân của các DNNY tại Việt Nam với các nền kinh tế mới nổi và các quốc gia khác, gồm nước đang phát triển (Thái Lan) và đã phát triển (Hàn Quốc và Mỹ) cho thấy rõ hơn mức độ vay nợ của DNNY Việt Nam (Hình 2.2). Trừ lĩnh vực nông lâm nghiệp, khoa học - công nghệ và vận tải, các DNNY Việt Nam hiện đang sử dụng ĐBTC cao so với doanh nghiệp các nước, đặc biệt là ba ngành xây dựng, công nghiệp và thương mại - dịch vụ. Trong đó, các DNNY ngành xây dựng có tỷ số nợ vay rất cao (1,61 lần), gấp đôi so với bình quân nhóm các nước mới nổi và Thái Lan, gấp ba lần Hàn Quốc và gần 4 lần so với Mỹ. Các DNNY Việt Nam ngành thương mại – dịch vụ có tỷ số nợ là 1,02, cao hơn hẳn các doanh nghiệp cùng ngành tại các nền kinh tế châu Á mới nổi (0,48). Trong ngành công nghiệp, các DNNY có tỷ số nợ vay là 0,86, trong khi các doanh nghiệp ngành này tại các nước chỉ dao động quanh khoảng 0,6-0,7.

Hình 2.2 Tỷ số nợ vay của DNNY Việt Nam so với một số quốc gia năm 2011



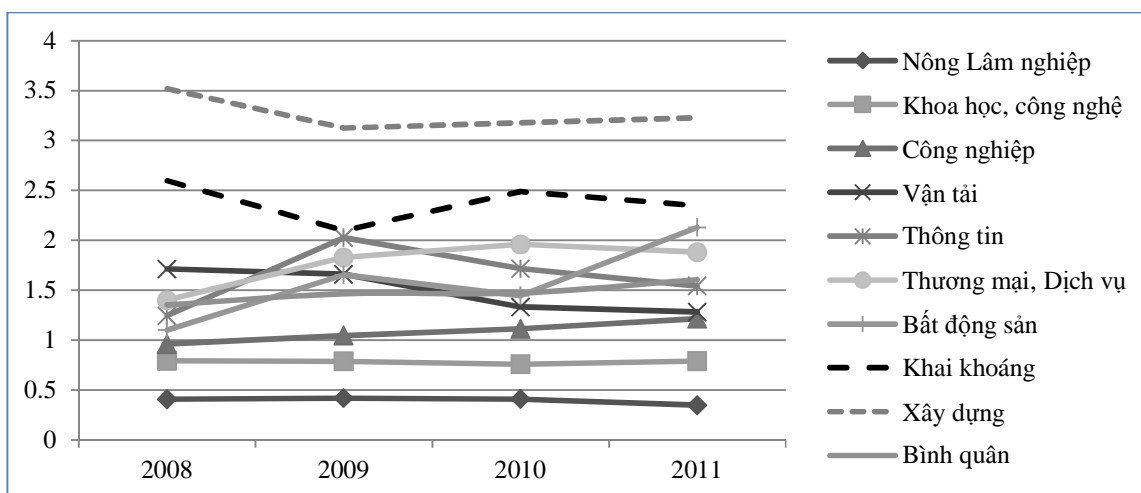
Nguồn: Tác giả, dựa theo BCTC tổng hợp từ 290 DNNY và Damodaran (2012, 2013).

2.1.2 Tình trạng chiếm dụng vốn lẫn nhau giữa các doanh nghiệp niêm yết

Trong giai đoạn 2008 – 2011, bên cạnh sử dụng nợ vay cao, các doanh nghiệp cũng gia tăng chiếm dụng vốn từ các đối tác, thể hiện qua tỷ số đòn bẩy và tỷ số nợ phải trả của DNNY khá cao và tăng liên tục qua các năm. Bình quân giai đoạn 2008 - 2011, tỷ số đòn bẩy của DNNY khoảng 2,4, tức là nguồn vốn chủ sở hữu chỉ đóng góp khoảng 42% vào tổng tài sản các DNNY. Tỷ số này đã tăng lên 2,61 lần vào năm 2011, cao hơn mức cận trên của tỷ số đòn bẩy các doanh nghiệp sản xuất lớn là từ 1,43 đến 2,50 theo Stickney và Weil (1997). Bên cạnh đó, tỷ số nợ phải trả của các DNNY Việt Nam cao hơn hẳn so với các doanh nghiệp phi tài chính Thái Lan và Hàn Quốc. Năm 2011, các DNNY có tỷ số nợ phải trả bình quân là 1,61 trong khi tỷ số này của các doanh nghiệp Thái Lan là 1,24 và Hàn Quốc vào năm 2010 chỉ là 1,03.

Phân tích xu hướng từ báo cáo tài chính tổng hợp các DNNY cho biết các khoản nợ phải trả khác tăng chủ yếu do tăng khoản phải trả người bán và người mua trả tiền trước. Từ năm 2010, tổng hai khoản mục này tăng nhanh, chiếm trên 55% các khoản nợ phải trả khác và 15% tổng nguồn vốn của DNNY vào năm 2011. Số tiền phải thu khách hàng cũng tăng cao năm 2011, chiếm 13% tổng tài sản các DNNY. Những con số trên cho thấy các doanh nghiệp chiếm dụng vốn lẫn nhau với tỷ lệ khá lớn trong tổng nguồn vốn. Ngoài ra, việc tiêu thụ hàng hóa có dấu hiệu chậm lại từ năm 2010, thể hiện qua giá trị hàng tồn kho của doanh nghiệp tăng 34% trong mỗi năm 2010 và 2011, tỷ trọng trong tổng tài sản tăng từ 17% lên 20% và số ngày tồn kho tăng từ 82 ngày lên 93 ngày. Việc gia tăng nợ vay để mở rộng SXKD đã làm tăng lượng hàng hóa sản xuất ra, nhưng sức mua của nền kinh tế lại giảm sút trong những năm 2010 – 2011. Lượng sản phẩm không tiêu thụ được làm giảm nguồn thu từ bán hàng, do đó giảm khả năng thanh khoản và hiệu quả sử dụng vốn kinh doanh của doanh nghiệp. Khi một doanh nghiệp gặp khó khăn, các doanh nghiệp bị chiếm dụng vốn sẽ khó khăn theo vì chậm (hoặc không) thu hồi được nợ. Điều này lý giải phần nào tình trạng doanh nghiệp gặp khó khăn dẫn đến phá sản, tạm dừng hoạt động lan rộng gần đây.

Hình 2.3. Tỷ số nợ phải trả của các DNNY tại 31/12 (2008 – 2011)



Nguồn: Tác giả, dựa theo BCTC các DNNY

So sánh với các doanh nghiệp của Thái Lan và Hàn Quốc, chỉ trừ ba ngành nông lâm nghiệp, khoa học – công nghệ và vận tải, DNNY các ngành còn lại đều có tỷ số nợ phải trả cao hơn (Hình 2.3). Chẳng hạn, năm 2010, các DNNY ngành thông tin của Việt Nam có tỷ số nợ phải trả là 1,72 trong khi doanh nghiệp Hàn Quốc chỉ là 0,86. Cá biệt hơn, tỷ số nợ phải trả bình quân DNNY ngành xây dựng lên đến 3,18 vào năm 2010, cao hơn nhiều so với các doanh nghiệp Hàn Quốc (1,80) và DNNY của Thái Lan (1,11). Tỷ số này thậm chí tiếp tục tăng lên 3,23 trong năm 2011, trong khi DNNY Thái Lan gần như không đổi.

Các phân tích trên cho thấy các ngành xây dựng, công nghiệp, thương mại - dịch vụ, bất động sản, thông tin và khai khoáng không chỉ sử dụng nợ vay cao mà còn chiếm dụng nhiều nguồn vốn khác, khả năng tự tài trợ thấp. Hầu hết những doanh nghiệp ngành này lại phản ánh khó tiếp cận vốn vay theo Báo cáo khảo sát của TCTK vào tháng 4/2012. Nguyên nhân có thể do các tổ chức tài chính gần đây đã thận trọng hơn, hạn chế cấp tín dụng đối với các doanh nghiệp có tỷ số nợ vay cao và khả năng thanh khoản thấp, hoặc các doanh nghiệp này đã bị phân loại là nợ xấu nên không thể tiếp tục vay vốn.

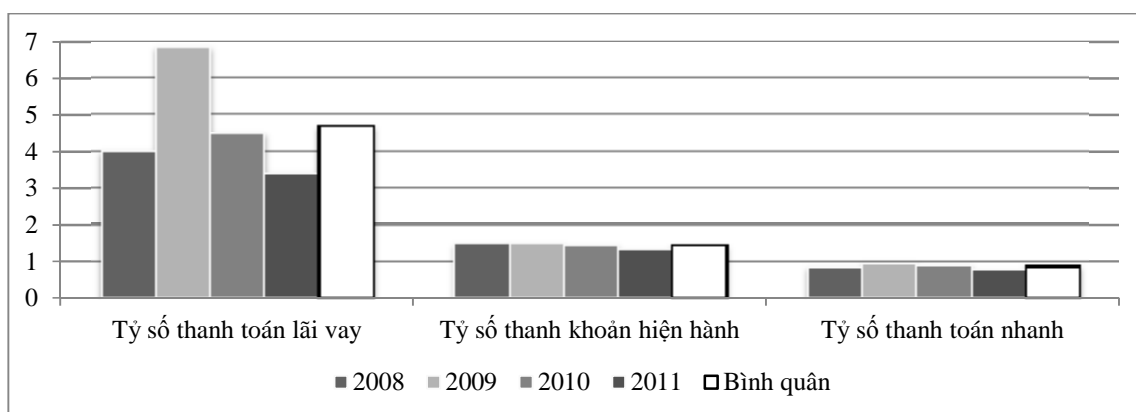
2.2 Tác động của hiện trạng sử dụng đòn bẩy tài chính

2.2.1 Tác động đến khả năng thanh khoản và hiệu quả hoạt động tài chính của doanh nghiệp

Khả năng thanh khoản nhìn chung đảm bảo nhưng đang giảm dần

Dù vay nợ đến gần 90% vốn chủ sở hữu, Hình 2.6 cho thấy trong ngắn hạn nhìn chung các doanh nghiệp vẫn có khả năng thanh toán nợ vay thể hiện qua tỷ số thanh khoản hiện hành lớn hơn 1 và tỷ số thanh khoản nhanh dao động từ 0,7 đến trên 0,9 (trong khoảng an toàn 0,5 – 1 theo Nguyễn Công Bình, Đặng Kim Cương (2008) và Nguyễn Minh Kiều (2006)). Tuy nhiên, khả năng thanh khoản hiện hành và thanh khoản nhanh giảm dần từ năm 2009.

Hình 2.4. Các tỷ số thanh khoản lãi và nợ ngắn hạn (2008 – 2011)



Nguồn: Tác giả, dựa theo BCTC tổng hợp từ 290 DNNY

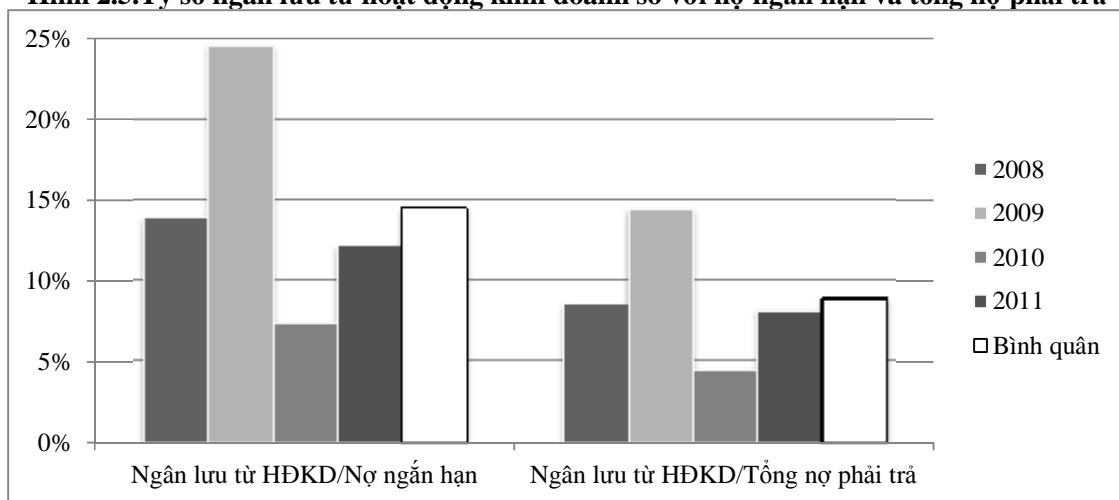
Bên cạnh đó, gánh nặng lãi vay của các DNNY đang tăng lên, thể hiện qua tỷ số thanh toán lãi vay giảm dần từ năm 2009 và đến năm 2011, giá trị thu nhập trước lãi vay và thuế (EBIT) trung bình chỉ bằng 3,4 lần chi phí lãi vay. Năm 2009, tỷ số thanh toán lãi vay cao nhờ chương trình hỗ trợ lãi suất vay vốn của

Chính phủ đã giúp doanh nghiệp giảm đáng kể chi phí lãi vay. Tỷ số thanh toán lãi vay các năm còn lại giảm do sự gia tăng chi phí lãi vay cao hơn đến 3 lần so với tốc độ tăng trưởng EBIT. Chi phí lãi vay tăng cao vì dù lãi suất vay tăng rất cao (gần gấp 1,5 lần mỗi năm trong 2010 và 2011) nhưng doanh nghiệp vẫn tăng vay nợ, chủ yếu vay ngắn hạn. Việc sử dụng ĐBTC cao trong bối cảnh lãi suất tăng đã làm trầm trọng thêm gánh nặng lãi vay của các DNNY.

Khi xét chi tiết từng doanh nghiệp, số doanh nghiệp không đủ khả năng thanh toán nợ ngắn hạn và lãi vay tăng dần qua các năm. Đến năm 2011, tỷ lệ doanh nghiệp không đủ khả năng trả lãi vay lên tới 10% về số lượng doanh nghiệp và 8,5% về giá trị nợ vay. Ngoài ra, 18% số doanh nghiệp không đủ khả năng thanh khoản hiện hành, chiếm 41% tổng giá trị nợ vay của các DNNY. Trên 55% số doanh nghiệp (chiếm gần 49% giá trị nợ vay) có khả năng thanh toán nợ ngắn hạn không bền vững, tỷ số thanh khoản hiện hành chỉ trong khoảng 1 đến 2 lần. Nguyên nhân không đủ khả năng thanh toán nợ ngắn hạn của một số doanh nghiệp là tăng đầu tư tài sản cố định bằng nợ ngắn hạn, thể hiện qua bảng cân đối kế toán: tổng giá trị vốn dài hạn (gồm nguồn vốn chủ sở hữu và nợ phải trả) thấp hơn tổng giá trị tài sản dài hạn. Việc này dẫn đến mất cân đối nguồn vốn, tài sản dài hạn không kịp thời tạo nguồn thu để thanh toán nợ ngắn hạn.

Tỷ số ngân lưu từ hoạt động kinh doanh so với nợ ngắn hạn và so với tổng nợ phải trả rất thấp (Hình 2.5) cho thấy khả năng thanh toán nợ bằng dòng tiền kinh doanh của doanh nghiệp không đảm bảo.

Hình 2.5. Tỷ số ngân lưu từ hoạt động kinh doanh so với nợ ngắn hạn và tổng nợ phải trả



Nguồn: Tác giả, dựa theo BCTC tổng hợp từ 290 DNNY

Các tỷ số này đặc biệt thấp trong năm 2010 và chỉ tăng nhẹ vào năm 2011. Cụ thể ngân lưu từ hoạt động kinh doanh chỉ bằng 7,32% giá trị nợ ngắn hạn vào năm 2010 và 12,14% vào năm 2011, thấp hơn tỷ số thông thường là 40% (Stickney và Weil, 1997). Ngân lưu từ hoạt động kinh doanh chỉ bằng 8,12% so với tổng nợ phải trả vào năm 2011, thấp hơn tỷ số của các doanh nghiệp lành mạnh tài chính là 20% (Stickney và Weil, 1997). Vậy, dòng tiền từ hoạt động SXKD của doanh nghiệp không đủ để trả nợ ngắn

hạn cũng như tích lũy để trả nợ dài hạn, mức an toàn của doanh nghiệp rất thấp. Nếu thời gian tới, khả năng thu tiền từ SXKD không được cải thiện thì rủi ro vỡ nợ của doanh nghiệp sẽ cao.

Các phân tích trên cho thấy việc sử dụng ĐBTC cao và không hợp lý (dùng nợ ngắn hạn để đầu tư dài hạn) trong bối cảnh lãi suất vay cao, sản phẩm đầu ra khó tiêu thụ và khả năng thu tiền mặt từ hoạt động SXKD hạn chế đã làm giảm sút khả năng thanh toán nợ gốc và lãi vay, tăng rủi ro vỡ nợ cho các DNNY.

Hiệu quả hoạt động tài chính giảm do tăng sử dụng nợ vay

Để xác định ảnh hưởng của việc sử dụng nợ vay đến suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) của doanh nghiệp, tác giả phân tích Dupont dựa trên BCTC hợp nhất của 290 DNNY trong giai đoạn 2008 – 2011.

Bảng 2.1. Kết quả phân tích Dupont

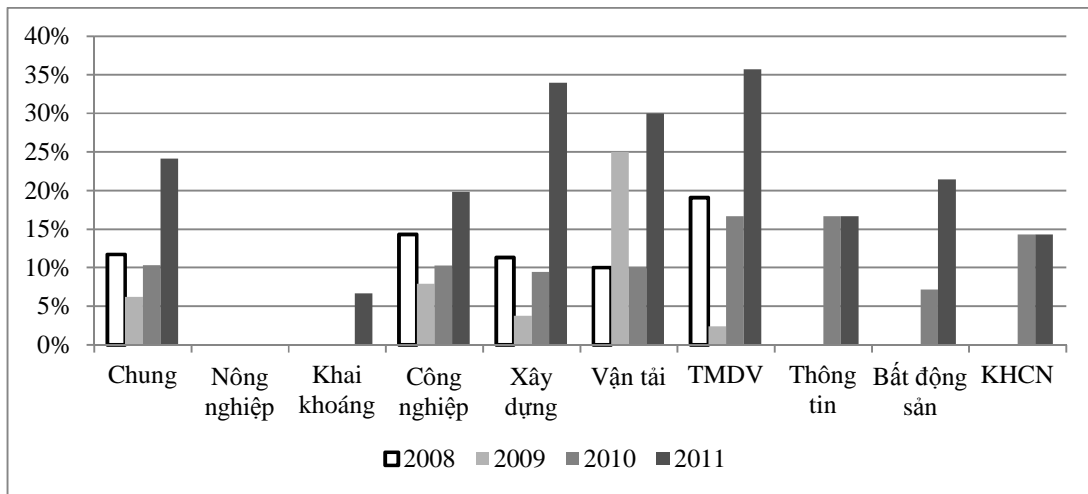
Năm	ROE	Tỷ số gánh nặng thuế	ROA	Tỷ số đòn bẩy kép	Tỷ số gánh nặng lãi vay	Tỷ số đòn bẩy
(1)	(2) = (3)*(4)*(5)	(3)	(4)	(5) = (6)*(7)	(6)	(7)
2008	13,72%	0,88	8,4%	1,85	0,75	2,46
2009	20,25%	0,86	10,7%	2,22	0,85	2,60
2010	16,91%	0,83	9,9%	2,05	0,78	2,64
2011	15,82%	0,83	9,7%	1,98	0,72	2,76

Nguồn: Tác giả, dựa theo BCTC tổng hợp từ 290 DNNY

Kết quả cho thấy ROE bình quân các DNNY giảm dần từ năm 2009 đến 2011 với mức giảm tương đối lớn (từ 1,1 đến 3,3 điểm %) trong khi gánh nặng thuế hầu như không đổi và suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) chỉ giảm từ 0,2 đến 0,8 điểm %, hiệu quả sử dụng ĐBTC của doanh nghiệp đã giảm đáng kể. Tỷ số đòn bẩy tăng liên tục từ năm 2008 đến 2011 cho biết các DNNY đã tăng dần việc sử dụng nợ để tài trợ cho hoạt động SXKD. Hơn nữa, trừ năm 2009 được hỗ trợ lãi suất, tỷ số gánh nặng lãi vay giảm dần theo thời gian, doanh nghiệp ngày càng phải dành tỷ trọng lớn hơn trong EBIT để trả chi phí lãi vay. Tuy vậy, nếu xét tổng thể 290 DNNY thì việc sử dụng nợ vay vẫn còn đóng góp tích cực vào gia tăng suất sinh lợi cho chủ sở hữu, thể hiện ở tỷ số đòn bẩy kép lớn hơn 1 và ROE vẫn cao hơn ROA của doanh nghiệp.

Để nhìn nhận chính xác hơn, tác giả tính tỷ số đòn bẩy kép cho từng doanh nghiệp. Thống kê mô tả tỷ số đòn bẩy kép cho thấy hiệu quả sử dụng nợ vay của các DNNY trong mỗi ngành rất khác nhau. Hình 2.6 cho thấy hai ngành có tỷ lệ cao nhất về số lượng doanh nghiệp sử dụng nợ không hiệu quả là ngành thương mại - dịch vụ và xây dựng, tiếp theo là ngành vận tải, công nghiệp và bất động sản. Đây chính là những ngành sử dụng ĐBTC cao như kết quả phân tích tại mục 2.1. Ngược lại, những ngành ít sử dụng nợ vay như nông nghiệp, khai khoáng, hầu hết các doanh nghiệp có tỷ số đòn bẩy kép lớn hơn 1 cho thấy ĐBTC giúp các doanh nghiệp này gia tăng ROE.

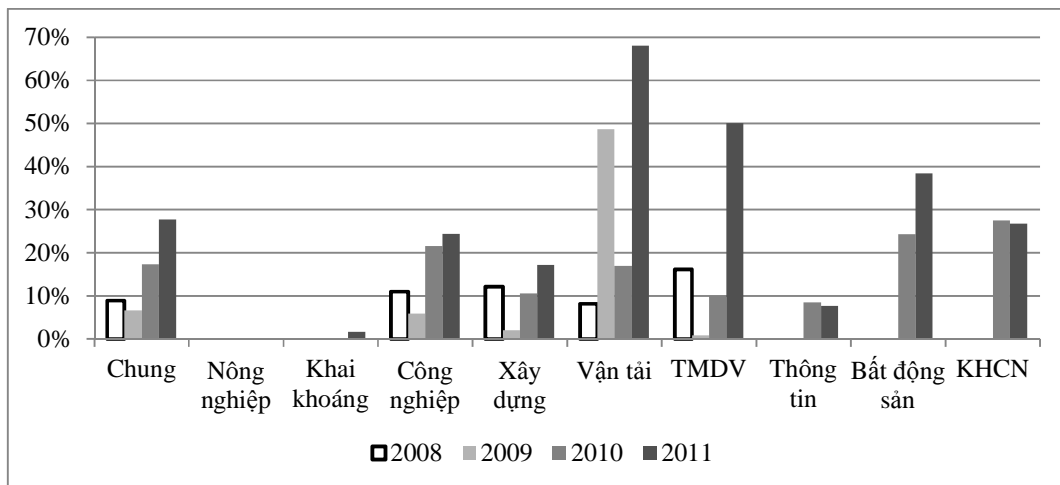
Hình 2.6. Tỷ lệ số DNNY chịu tác động tiêu cực từ ĐBTC (2008 – 2011)



Nguồn: Tác giả, dựa theo BCTC các DNNY

Tỷ trọng vốn đầu tư chủ sở hữu của các DNNY sử dụng ĐBTC không hiệu quả trong từng ngành thể hiện tại Hình 2.7 cho thấy rõ hơn phạm vi ảnh hưởng tiêu cực của việc sử dụng nợ quá mức. Chẳng hạn: ngành vận tải có 30% số lượng DNNY sử dụng ĐBTC kém hiệu quả nhưng số DNNY này chiếm đến 68% tổng vốn đầu tư chủ sở hữu trong ngành. Tương tự, 36% số DNNY ngành thương mại - dịch vụ gặp khó khăn cũng chiếm đến 50,06% tổng vốn đầu tư của ngành.

Hình 2.7. Tỷ lệ DNNY chịu tác động tiêu cực từ ĐBTC tính theo vốn chủ sở hữu (2008 – 2011)



Nguồn: Tác giả, dựa theo BCTC các DNNY

Những phân tích trên cho thấy những ngành sử dụng ĐBTC cao đều có một tỷ lệ lớn DNNY sử dụng ĐBTC kém hiệu quả. Phạm vi ảnh hưởng tiêu cực của việc sử dụng ĐBTC cao đối với các DNNY trong những ngành này khá lớn, thể hiện qua tỷ trọng lớn về số doanh nghiệp và số vốn đầu tư của các DNNY trong mỗi ngành.

Khả năng phá sản của doanh nghiệp tăng cao khi tăng sử dụng đòn bẩy tài chính

Vì các DNNY thuộc nhiều ngành khác nhau và Việt Nam thuộc nhóm nền kinh tế mới nổi nên để xác định khả năng phá sản của 634 DNNY tại thời điểm 31/12/2011, tác giả dựa trên mô hình điểm Z của Altman và sử dụng chỉ số Z''.

Z là chỉ số về khả năng khó khăn tài chính, giúp tính xác suất phá sản của doanh nghiệp.

Công thức tính Z'' (Altman, 2003): $Z'' = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$

Trong đó:

X_1 = (Tài sản ngắn hạn - Nợ phải trả ngắn hạn)/Tổng tài sản (cho biết khả năng thanh khoản)

X_2 = Lợi nhuận giữ lại/Tổng tài sản (cho biết tuổi của DN và khả năng sinh lợi tích lũy)

X_3 = EBIT/Tổng tài sản (cho biết khả năng sinh lợi)

X_4 = Vốn đầu tư của chủ sở hữu / Tổng nợ phải trả (cho biết cấu trúc tài chính)

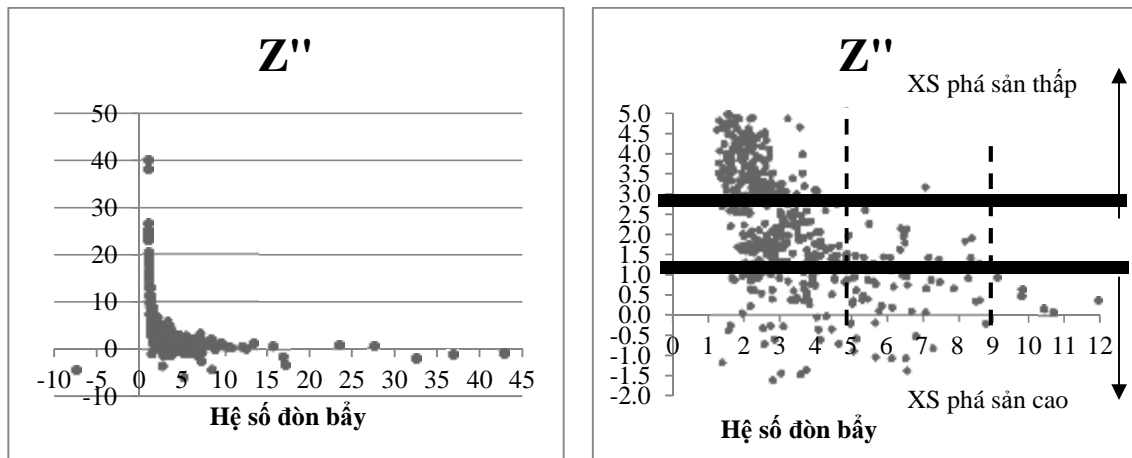
Từ chỉ số Z'', Altman đưa ra kết luận về xác suất phá sản của các doanh nghiệp:

$Z'' > 2,60$:	Doanh nghiệp có xác suất phá sản thấp
$1,1 < Z'' < 2,60$:	Doanh nghiệp có xác suất phá sản trung bình
$Z'' < 1,1$:	Doanh nghiệp có xác suất phá sản cao

Chỉ số Z'' tính được có giá trị trung bình là 3,83 và trung vị là 2,89, đều thuộc vùng xác suất phá sản thấp, nhưng khoảng dao động của hệ số Z'' rất lớn, từ -6,11 đến 39,87. Đến 20% số DNNY có xác suất phá sản cao, 26% số doanh nghiệp có rủi ro phá sản trung bình. Nếu xét theo tỷ lệ vốn đầu tư của chủ sở hữu trong từng ngành thì các ngành: khai khoáng, vận tải, xây dựng và thương mại - dịch vụ là những ngành có tỷ lệ khả năng phá sản cao lớn nhất, lần lượt là 45%, 40%, 24% và 23%, lớn hơn tỷ lệ bình quân chung là 22%. Nếu xét giá trị tuyệt đối của vốn đầu tư chủ sở hữu, các ngành có nguy cơ thiệt hại nặng nhất là ngành công nghiệp với tổng vốn đầu tư của chủ sở hữu trong các doanh nghiệp có khả năng phá sản cao là 10,49 nghìn tỷ đồng và con số này ở ngành bất động sản là 5,97 nghìn tỷ đồng. Ngành nông lâm nghiệp và khoa học – công nghệ gần như không có doanh nghiệp có xác suất phá sản cao.

Hệ số Z'' nghịch biến với tỷ số đòn bẩy, những doanh nghiệp có sử dụng ĐBTC càng cao thì khả năng phá sản càng cao. Hình 2.8 cho thấy các DNNY có tỷ số đòn bẩy từ 5 trở lên đã ra khỏi vùng xác suất phá sản thấp. Khi doanh nghiệp sử dụng tỷ số đòn bẩy đến 9 lần thì khả năng phá sản rất cao thể hiện qua tất cả các doanh nghiệp này có hệ số Z'' nhỏ hơn 1,1. Dữ liệu toàn bộ 634 DNNY năm 2011 cho biết có 17 DNNY có tỷ số đòn bẩy trên 9 lần (xác suất phá sản cao) và 61 DNNY có tỷ số đòn bẩy từ 5 đến dưới 9 lần vào năm 2011 (có nguy cơ phá sản trung bình). Việc sử dụng ĐBTC cao đang góp phần khiến các DNNY đứng trước rủi ro phá sản cao với tỷ trọng vốn đầu tư của chủ sở hữu chiếm đến 1/5 tổng số vốn đầu tư của 634 DNNY tại 31/12/2011, tương đương khoảng 36,14 nghìn tỷ đồng.

Hình 2.8. Hệ số Z'' tương ứng theo tỷ số đòn bẩy của 634 DNNY tại 31/12/2011



Nguồn: Tác giả, dựa theo BCTC các DNNY

2.2.2. Tác động đến kinh tế vĩ mô Việt Nam

Như đã phân tích tại mục 2.2.1, các doanh nghiệp sử dụng ĐBTC cao và không hiệu quả sẽ dẫn đến suất sinh lợi trên vốn giảm, khả năng trả nợ gốc và lãi vay giảm làm gia tăng nguy cơ phá sản, tăng nợ xấu trong nền kinh tế. Thực tế cho thấy những ngành có số doanh nghiệp phá sản hoặc giải thể, tạm ngưng hoạt động cao đều là những ngành sử dụng ĐBTC cao. Theo Chuyên trang hỗ trợ hệ thống đăng ký doanh nghiệp quốc gia (Mạnh Bôn, 2013), trong 3 tháng đầu năm 2013, cả nước có hơn 13.000 doanh nghiệp ngừng hoạt động, tăng hơn 26% so với cùng kỳ. Trong đó, ngành Thương mại - dịch vụ, Xây dựng, Công nghiệp chế biến, chế tạo có số doanh nghiệp ngừng hoạt động tăng mạnh nhất.

Ngoài ra, khối doanh nghiệp giúp giải quyết trên 1/5 số lượng việc làm (TCTK, 2013a) và hơn 50% GDP cả nước (TCTK, 2010), do đó khi doanh nghiệp rơi vào khó khăn, giải thể hay phá sản, sẽ dẫn đến gia tăng tình trạng thiếu việc làm và giảm sút tăng trưởng GDP. Theo báo cáo của Ủy ban Về các vấn đề Xã hội của Quốc hội (Nguyễn Vũ, 2013), sự chuyển dịch người lao động bị thất nghiệp sang khu vực phi chính thức có thu nhập thấp hơn cho thấy tác động của hàng loạt doanh nghiệp giải thể hoặc ngừng hoạt động đến việc làm trong khu vực chính thức. Ngoài ra, số người hưởng trợ cấp bảo hiểm thất nghiệp đã tăng từ 145.000 người năm 2010 lên 410.000 người vào năm 2011, và tăng đến 461.000 người trong năm 2012. Số tiền chi bảo hiểm thất nghiệp hằng tháng tăng 133% so với năm 2011. Những con số này phần nào cho thấy áp lực của tình trạng phá sản, ngừng hoạt động của doanh nghiệp đến vấn đề việc làm và tăng gánh nặng cho bảo hiểm xã hội.

Bên cạnh đó, nguồn lực ngân sách nhà nước cũng bị phân tán để “giải cứu” những ngành, những doanh nghiệp đang gặp khó khăn qua các chính sách mà Chính phủ thực hiện gần đây. Một số chính sách hỗ trợ chính như: gói kích thích kinh tế 8 tỷ đô (khoảng 143 nghìn tỷ đồng) năm 2009, trong đó: 17 nghìn tỷ đồng dành cho hỗ trợ lãi suất tín dụng cho doanh nghiệp, 28 nghìn tỷ đồng cho miễn giảm thuế; chính

sách giảm và giãn thuế (thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế giá trị gia tăng, thuế thu nhập cá nhân, tiền sử dụng đất,...) theo Nghị quyết 13/NQ-CP ngày 10/5/2012 nhằm tháo gỡ khó khăn cho sản xuất kinh doanh và hỗ trợ thị trường; gói cho vay hỗ trợ nhà ở xã hội năm 2013 trị giá 30 nghìn tỷ đồng với lãi suất 6% nhằm hỗ trợ thị trường bất động sản;... Các chính sách giảm và giãn thuế làm giảm nguồn thu ngân sách, trong khi chính sách kích cầu, hỗ trợ tín dụng lãi suất thấp làm tăng các khoản chi, dẫn đến gia tăng thâm hụt ngân sách nhà nước.

Nhìn từ góc độ vĩ mô, tỷ lệ tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân/GDP của Việt Nam trong giai đoạn 2008-2010 liên tục tăng, từ 90% lên 125% và giảm xuống 112% trong năm 2011 (World Bank, 2012). Tỷ lệ này đã vượt qua ngưỡng tối ưu là khoảng 80-100% GDP theo kết quả nghiên cứu của Arcand, Berkes và Panizza (2012). Theo lý thuyết này, tín dụng dành cho khu vực tư nhân đã có ảnh hưởng tiêu cực, làm giảm mức tăng trưởng GDP của Việt Nam.

Tỷ lệ tín dụng được cung cấp bởi khu vực ngân hàng/GDP Việt Nam đã giảm xuống trong năm 2011, còn 121% nhưng vẫn cao so với Hàn Quốc (102%), gần bằng Trung Quốc (145%). Trong khi đó, Trung Quốc đang đứng trước cảnh báo về rủi ro xảy ra khủng hoảng cao do tỷ lệ nợ doanh nghiệp trên GDP quá cao, lên đến 105,4% vào quý 1/2012, thuộc mức cao nhất so với các quốc gia khác (Wang Xiaotian – China Daily, 2012). Theo Nguyễn Xuân Thành (2012), dư nợ tín dụng của Việt Nam tập trung nhiều vào khu vực doanh nghiệp, chiếm 77,2% tổng dư nợ cho nền kinh tế vào cuối tháng 4/2012, bằng 79,5% GDP năm 2011. Tỷ lệ này thấp hơn ngưỡng nợ doanh nghiệp so với GDP là 90% như kết quả nghiên cứu dữ liệu các nước OECD của Cecchetti, Mohanty và Zampolli (2011). Tuy nhiên, với khả năng quản trị còn yếu và với nguồn vốn chủ sở hữu không cao của các doanh nghiệp trong nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam thì chỉ số này cũng đáng để lo ngại. Hơn nữa, tiềm lực tài chính để Chính phủ Việt Nam có thể can thiệp và hỗ trợ là rất thấp so với Trung Quốc và các nước OECD nên khả năng dẫn đến khủng hoảng sẽ cao hơn. Do vậy, chính phủ cần kiểm soát từ bây giờ để tránh chạm mức rủi ro cao như Trung Quốc hiện nay.

Vậy, xét trên cả góc độ vĩ mô và vi mô thì việc vay nợ cao của các DNNTY đang làm trầm trọng thêm tình trạng khó khăn của chính doanh nghiệp và góp phần gây ra các bất ổn vĩ mô như tăng tỷ lệ nợ xấu, thiếu việc làm trong khu vực chính thức, gia tăng gánh nặng cho ngân sách và cản trở tăng trưởng GDP.

3 Kết luận và một số khuyến nghị chính sách

3.1 Kết luận

Về thực trạng sử dụng ĐBTC của doanh nghiệp, các DNNTY Việt Nam trong nhiều ngành (xây dựng, thông tin, khai khoáng, bất động sản, thương mại - dịch vụ, công nghiệp) đang vay nợ ở mức cao so với bình quân chung và bình quân doanh nghiệp phi tài chính của các quốc gia khác. Ngoài ra, tình trạng chiếm dụng vốn lớn giữa các doanh nghiệp dẫn đến một số doanh nghiệp gặp khó khăn sẽ kéo theo những

doanh nghiệp khác. Đây có thể nguyên nhân dẫn đến thực tế số lượng doanh nghiệp phá sản, ngừng hoạt động tăng mạnh trong hai năm 2011 và 2012.

Về khả năng thanh toán, tỷ số thanh khoản hiện hành và thanh khoản nhanh của DNNY giảm dần từ năm 2009 trong khi gánh nặng lãi vay ngày càng tăng. Năm 2011, đến 10% số doanh nghiệp không đủ khả năng trả lãi vay (chiếm 8,48% dư nợ) và 18% số doanh nghiệp không đủ khả năng thanh toán nợ ngắn hạn (41,21% dư nợ các DNNY). Nguyên nhân là doanh nghiệp đã dùng nợ vay ngắn hạn để đầu tư dài hạn. Tiêu thụ sản phẩm đầu ra gặp khó khăn và lượng tiền mặt từ hoạt động SXKD của doanh nghiệp không đủ trả nợ.

Về hiệu quả hoạt động tài chính, những ngành vay nợ cao đều có tỷ trọng lớn các DNNY chịu tác động tiêu cực từ ĐBTC. Tính theo vốn đầu tư của chủ sở hữu, tỷ lệ doanh nghiệp bị sụt giảm ROE do gia tăng nợ vay là 68% trong ngành Vận tải, 50% trong Thương mại - Dịch vụ và 38% trong Bất động sản.

Về rủi ro phá sản của DNNY, việc lạm dụng ĐBTC đang khiến các DNNY đứng trước nguy cơ phá sản cao với tỷ trọng vốn đầu tư của chủ sở hữu chiếm đến 22% tổng số vốn đầu tư của 634 DNNY tại 31/12/2011, tương đương 36.140 tỷ đồng. Các ngành có tỷ lệ lớn nhất về vốn chủ sở hữu trong doanh nghiệp có khả năng phá sản cao là công nghiệp, xây dựng, thương mại - dịch vụ, bất động sản và vận tải.

Từ góc độ kinh tế vĩ mô, việc DNNY sử dụng ĐBTC cao, vượt quá khả năng thanh toán không chỉ làm tăng tỷ lệ nợ xấu trong nền kinh tế mà còn tác động tiêu cực đến các chỉ báo kinh tế vĩ mô. Đặc biệt, dư nợ doanh nghiệp dành cho khu vực tư nhân của Việt Nam hiện đã vượt qua ngưỡng nợ so với GDP, có thể gây cản trở tăng trưởng GDP của Việt Nam. Ngoài ra, các chính sách tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp gồm các gói kích cầu tiêu dùng, hỗ trợ tín dụng lãi suất thấp cho doanh nghiệp, giảm và giãn thuế được Chính phủ thực hiện gần đây đã góp phần làm tăng tình trạng thâm hụt ngân sách nhà nước.

Vậy, xét trên cả góc độ vi mô và vĩ mô thì việc sử dụng ĐBTC cao của nhiều DNNY đang làm trầm trọng thêm tình trạng khó khăn của chính doanh nghiệp và góp phần gây ra các bất ổn vĩ mô trong nền kinh tế.

3.2 Khuyến nghị chính sách

3.2.1 Đối với các doanh nghiệp

Các doanh nghiệp đang sử dụng ĐBTC cao trong ngành xây dựng, thông tin, khai khoáng, bất động sản, thương mại - dịch vụ, công nghiệp cần giảm dần nợ vay. Doanh nghiệp có thể tăng hiệu quả hoạt động tài chính và khả năng thanh khoản thông qua rà soát, loại bỏ các hoạt động SXKD không hiệu quả (giải thể hoặc bán), tập trung vào hoạt động SXKD chính nhằm tránh phân tán nguồn vốn. Đồng thời, thanh lý các tài sản không cần thiết để trả nợ sẽ giúp cải thiện tình trạng ĐBTC cao và giảm gánh nặng lãi vay.

3.2.2 Đối với Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước

Ngân hàng Nhà nước không nên chạy theo chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng (hiện đang lớn hơn nhu cầu thực tế), buộc các ngân hàng thương mại tăng dư nợ một cách cứng nhắc như hiện nay. Các chính sách hỗ trợ

tiếp cận vốn và lãi suất cho các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp, các ngành phục vụ xuất khẩu, các gói tín dụng giải cứu bất động sản cũng cần được xem xét cẩn trọng. Đối với những DNNY đang sử dụng nợ vay kém hiệu quả (như một số DNNY ngành Công nghiệp, Bất động sản), việc cho vay thêm có thể không giúp doanh nghiệp thoát khỏi khó khăn mà còn tăng áp lực trả nợ và lãi vay khi hàng hóa sản xuất ra không tiêu thụ được.

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

Cơ cấu lại nợ của khu vực doanh nghiệp là vấn đề quan trọng nhưng cần thời gian dài để thực hiện. Ngân hàng Nhà nước đang thực hiện các chính sách cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giãn thời gian chuyển nhóm nợ xấu cho các doanh nghiệp tùy theo năng lực tài chính và khả năng trả nợ theo Quyết định 780/QĐ-NHNN ngày 23/4/2012. Việc này chỉ giúp nợ xấu danh nghĩa không tăng lên và duy trì tình trạng kém hiệu quả của các doanh nghiệp. Việt Nam cần chấp nhận việc các doanh nghiệp có thể phá sản khi hoạt động không hiệu quả. Tuy nhiên, đối với các doanh nghiệp hoạt động SXKD có hiệu quả, Chính phủ cần hỗ trợ tháo gỡ khó khăn liên quan đến ĐBTC doanh nghiệp thông qua cải cách cơ chế, hoàn thiện các luật điều chỉnh hoạt động mua bán nợ, mua bán doanh nghiệp hoặc Chính phủ trực tiếp mua nợ doanh nghiệp thông qua Công ty mua bán nợ và tài sản tồn đọng của doanh nghiệp (DATC) để giúp doanh nghiệp lành mạnh hóa tình hình tài chính hoặc chuyển sang các chủ sở hữu, các nhà điều hành hiệu quả hơn.

¹ MPP, Khoa Kinh tế và Luật – Trường Đại học Mở TPHCM, email: thuydoan206@gmail.com, khóa MPP4.

Trân trọng cảm ơn TS. Trần Thị Quế Giang là người hướng dẫn khoa học cho tôi thực hiện nghiên cứu này.

² Các tỷ số nợ vay, tỷ số đòn bẩy và tỷ số nợ phải trả trên nguồn vốn chủ sở hữu của DNNY tại Việt Nam và các DN phi tài chính các quốc gia khác đều được tính dựa trên giá trị sổ sách của nợ và vốn chủ sở hữu.

³ Bao gồm các DN phi tài chính đang niêm yết chính thức trên các sàn giao dịch chứng khoán và các doanh nghiệp cổ phiếu giao dịch OTC.

⁴ Gồm châu Á, châu Mỹ La tinh, Đông Âu, Trung Đông và châu Phi.

⁵ Tỷ số nợ vay của các nước/khu vực được tác giả tính từ bảng số liệu tài chính các DN của Damodaran (được cập nhật trên trang web vào tháng 1/2012). Riêng tỷ số nợ vay tại Mỹ được tính từ dữ liệu do Damodaran đăng tải tháng 1/2013, chỉ xét các DN có ngày kết thúc năm tài khóa là 31/12/2011. Loại trừ các DN ngành tài chính (ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán, công ty đầu tư, tín thác đầu tư bất động sản) và các DN có số liệu Vốn chủ sở hữu chưa thu thập được (NA: not available). Công thức tính: Tổng nợ vay/Giá trị sổ sách hiện hành của Vốn chủ sở hữu (Total Debt/Current Book Value of Equity).

Tài liệu tham khảo

Tiếng Việt

-
1. Phạm An (2013), “Trên 2.600 doanh nghiệp kinh doanh BĐS, xây dựng giải thể”, *CafeF*, truy cập ngày 2/4/2013 tại địa chỉ: <http://cafef.vn/thi-truong-dau-tu/tren-2600-dn-kinh-doanh-bds-xay-dung-giai-the-20130116041519855ca43.chn>.
 2. Quang Anh (2012), “Hệ lụy phụ thuộc vào nợ vay”, *Thời báo Ngân hàng*, truy cập ngày 19/10/2012 tại địa chỉ: <http://www.thoibaonganhang.vn/tin-tuc/5-he-luy-phu-thuoc-vao-no-vay-3880.html>.
 3. Nguyễn Công Bình, Đặng Kim Cương (2008), *Phân tích các báo cáo tài chính*, NXB Giao thông Vận tải.
 4. Mạnh Bôn (2013), “Gần 15.300 doanh nghiệp phá sản, ngừng hoạt động chỉ là phần nổi”, *Chuyên trang hỗ trợ hệ thống đăng ký thông tin doanh nghiệp quốc gia*, truy cập ngày 2/4/2013 tại địa chỉ: <http://dangkydoanhnghiep.info/a/news?t=4&id=1008963>.
 5. Cổ phiếu 68 (2013), “Công ty niêm yết”, *Cổ phiếu 68*, truy cập ngày 10/5/2013 tại địa chỉ: <http://www.cophieu68.com>.
 6. Gafin (2013), “Số liệu”, *Gafin*, truy cập ngày 30/5/2013 tại địa chỉ: <http://gafin.vn/so-lieu.htm>.
 7. Hồ Hoàng (2013), “Số doanh nghiệp giải thể năm 2012 cao kỷ lục”, *Diễn đàn doanh nghiệp*, truy cập ngày 01/4/2013 tại địa chỉ: <http://ddd.com.vn/20130322034549828cat44/so-doanh-nghiep-giai-the-nam-2012-cao-ky-luc.htm>.
 8. Nguyễn Minh Kiều (2006), *Tài chính công ty*, NXB Thống kê, Hà Nội.
 9. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, *Báo cáo thường niên các năm 2007-2011, Thông cáo báo chí về tổng kết hoạt động năm 2012 và định hướng năm 2013 ra ngày 9/1/2013*.
 10. Nam Phong (2012), “Lạm dụng vốn vay, doanh nghiệp tự đào thải”, *Diễn đàn Kinh tế Việt Nam*, truy cập ngày 19/10/2012 tại: <http://vef.vn/2012-10-11-lam-dung-von-vay-doanh-nghiep-tu-dao-thai->
 11. Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (2012), “Hệ thống ngành kinh tế HaSIC và Kết quả phân ngành theo HaSIC”, *Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội*, truy cập ngày 1/11/2012 tại địa chỉ: http://www.hnx.vn/web/guest/107/-/asset_publisher/MR4v/content/so-gdck-ha-noi-cong-bo-he-thong-nganh-kinh-te-hasic-va-ket-qua-phan-nganh-cho-doanh-nghiep-niem-yet-%C4%91ang-ky-giao-dich-tu-01-10-2012.
 12. Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (2013), “Tổ chức phát hành”, *Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội*, truy cập ngày 30/5/2013 tại địa chỉ: <http://hnx.vn/web/guest/dang-niem-yet>.
 13. Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (2013a), “Danh sách phân ngành các công ty niêm yết trên HOSE”, *Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh*, truy cập ngày 30/11/2012 tại địa chỉ: <http://www.hsx.vn/hsx/Modules/News/NewsDetail.aspx?id=73986>.
 14. Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (2013b), “Niêm yết”, *Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh*, truy cập ngày 30/5/2013 tại địa chỉ: <http://www.hsx.vn/hsx/Default.aspx>.
 15. Stickney, Clyde P. và Weil, Roman L. (1997), *Kế toán tài chính*, Bản dịch tiếng Việt của Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright.
 16. N.Trần Tâm – Chí Nhân - Thanh Xuân (2012), “Phá sản vì sống nhờ ngân hàng”, *Thanh Niên Online*, truy cập ngày 19/10/2012 tại địa chỉ: <http://www.thanhnien.com.vn/pages/20120408/pha-san-vi-song-nho-ngan-hang.aspx>.

-
17. Nguyễn Xuân Thành (2012), *Sức khỏe của doanh nghiệp: làm gì để vực dậy?*, Bài tham luận tại Hội thảo quốc gia “Kinh tế Việt Nam năm 2012: Tạo bước ngoặt để xoay chuyển tình thế”.
 18. Tổng cục thống kê (2013a), *Niên giám Thống kê năm 2012 - Bản tóm tắt*.
 19. Tổng cục thống kê (2013b), “Số liệu thống kê”, *Tổng cục thống kê*, truy cập ngày 31/5/2013 tại địa chỉ: <http://gso.gov.vn/Default.aspx?tabid=706&ItemID=13412>.
 20. Tổng cục thống kê (2012a), *Báo cáo kết quả điều tra thực trạng và tình hình khó khăn của doanh nghiệp số 15/BC-TCTK ngày 28/4/2012*.
 21. Tổng cục thống kê (2012b), *Báo cáo kết quả rà soát số lượng doanh nghiệp năm 2012*.
 22. Tổng cục thống kê (2010), *Kết quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp Việt Nam năm 2009*.
 23. Nguyễn Vũ (2013), ““Báo động” thất nghiệp do doanh nghiệp phá sản”, *VnEconomy*, truy cập ngày 31/5/2013 tại địa chỉ: <http://vneconomy.vn/2013052912250716P0C9920/bao-dong-that-nghiep-do-doanh-nghiep-pha-san.htm>.

Tiếng Anh

24. Altman, Edward I. (2003), “The Use of Credit Scoring Models and the Importance of a Credit Culture”, *Google.com*, truy cập ngày 05/1/2013 tại địa chỉ: https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fpages.stern.nyu.edu%2F~ealtman%2F3-%2520CopCrScoringModels.pdf&ei=KIunUamfO4PZkAWWl4GYDg&usq=AFQjCNF9QQo1SeF_WzYwU5fVVEGJos8FsQ&sig2=VmsNXh_a1mS8Go0G2OUTBQ&bvm=bv.47244034,d.dGI.
25. Altman, Edward I. (2000), *Predicting financial distress of companies: Revisiting the Z-Score and Zeta models*.
26. Arcand, Jean-Louis; Berkes, Enrico and Panizza, Ugo (2012), *Too much Finance*, IMF Working Paper WP/12/161.
27. Cecchetti, Stephen G.; Mohanty, M. S. and Zampolli, Fabrizio (2011), *The Real Effects of Debt*, BIS Working Papers No 352.
28. IMF (2000), *Thailand: Selected Issues*, IMF Staff Country Report No. 00/21.
29. Korean Statistical Information Service (KOSIS) (2013), “Statistical Database”, *Korean Statistical Information Service*, truy cập ngày 06/3/2013 tại địa chỉ: [http://kosis.kr/eng/database/database_001000.jsp?listid=K&subtitle=Economy/Corporate%20Business\(Company\)](http://kosis.kr/eng/database/database_001000.jsp?listid=K&subtitle=Economy/Corporate%20Business(Company)).
30. Kyung – Mook Lim (2010), *Structural Fundamentals of Korean Corporations: This Time Was Different*, Conference on Global Economic Crisis: Impacts, Transmission, and Recovery.
31. The Stock Exchange of Thailand (SET) (2013), “Market Statistics”, *The Stock Exchange of Thailand*, truy cập ngày 06/3/2013 tại địa chỉ: http://www.set.or.th/en/market/market_statistics.html.
32. Wang Xiaotian (2012), “Corporate debt burden a systemic risk”, *China Daily*, truy cập ngày 15/4/2013 tại địa chỉ: http://www.chinadaily.com.cn/business/2012-05/18/content_15328075.htm.
33. World Bank (2012), “Data”, *World Bank*, truy cập ngày 20/10/2012 tại địa chỉ: <http://databank.worldbank.org>.