

TÁC ĐỘNG CỦA KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH ĐẾN TỶ SUẤT SINH LỢI CỔ PHIẾU CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

● VŨ TRỌNG HIỀN¹ - ĐẶNG PHƯƠNG BÌNH¹ - NGUYỄN NGỌC HÂN¹
- NGUYỄN HOÀNG LONG¹ - NGUYỄN THỊ KIM NGÂN¹ - LỤC THỊ THANH NHÂN¹

¹Trường Đại học Công nghiệp TP. Hồ Chí Minh

DOI: 10.62831/nckh.2026.174.v1

TÓM TẮT:

Bài nghiên cứu xem xét tác động của kiệt quệ tài chính đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu, với mẫu quan sát bao gồm 139 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2009 - 2024 thông qua mô hình hỗn hợp hữu hạn. Kết quả nghiên cứu cho thấy kiệt quệ tài chính có tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lợi đối với nhóm doanh nghiệp đang bị định giá cao, và kiệt quệ tài chính có tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lợi đối với nhóm doanh nghiệp đang bị định giá thấp. Nghiên cứu cung cấp các hàm ý quan trọng cho các nhà đầu tư và nhà quản trị trong việc đánh giá giá trị cổ phiếu, từ đó góp phần cải thiện tỷ suất sinh lợi cổ phiếu của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.

Từ khóa: kiệt quệ tài chính, tỷ suất sinh lợi cổ phiếu, mô hình hỗn hợp hữu hạn.

1. Đặt vấn đề

Những năm gần đây, đặc biệt là từ sau đại dịch Covid-19, nền kinh tế trong nước nói riêng và trên thế giới nói chung có nhiều biến động thể hiện qua sự sụt giảm doanh thu, đứt gãy chuỗi cung ứng, chi phí gia tăng, áp lực dòng tiền và nghĩa vụ thanh toán nợ đã khiến nhiều doanh nghiệp đứng trước nguy cơ giảm hiệu quả hoạt động và có khả năng rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính. Thực tế này không chỉ ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của doanh nghiệp mà còn tác động tiêu cực đến sự ổn định thị trường và niềm tin của nhà đầu tư khi mà nhiều cổ phiếu giảm sâu và bị đánh giá thấp, trong khi một số cổ phiếu khác tăng mạnh và được đánh giá quá cao so với giá trị thực tế.

Điều này khiến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trở nên khó dự đoán và phản ánh rõ sự phân hóa giữa các doanh nghiệp tăng trưởng và các doanh nghiệp đang

kiệt quệ tài chính. Tại Việt Nam, mặc dù có nhiều nghiên cứu về kiệt quệ tài chính tác động đến các yếu tố khác nhưng vẫn còn khá ít nghiên cứu về tác động của kiệt quệ tài chính đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu. Do đó, nhóm tác giả thực hiện nghiên cứu này kỳ vọng sẽ cung cấp thêm được các bằng chứng thực nghiệm và góc nhìn mới hơn cho doanh nghiệp, hỗ trợ các nhà quản trị và nhà đầu tư trong việc đánh giá rủi ro và tối ưu hóa chiến lược đầu tư trong bối cảnh thị trường nhiều biến động.

2. Tổng quan các nghiên cứu trước

Các nghiên cứu trước đây tại Việt Nam hầu như tập trung vào ảnh hưởng của kiệt quệ tài chính đến quản trị lợi nhuận và rủi ro tài chính cũng như hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Khúc Thế Anh và cộng sự (2024) cho thấy, tình trạng kiệt quệ tài chính thúc đẩy doanh nghiệp Việt Nam

gia tăng các hoạt động tái cấu trúc tài sản, hoạt động kinh doanh và cơ cấu nguồn vốn trong từng giai đoạn phát triển. Trong giai đoạn bão hòa và suy thoái, doanh nghiệp ưu tiên các biện pháp như giảm giá vốn, gia tăng vay nợ và phát hành cổ phiếu thay vì bán tài sản hay giảm chi trả cổ tức. ..

Trần Quốc Đạt và cộng sự (2025) nghiên cứu về ảnh hưởng của kiệt quệ tài chính đến quản trị lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam đã chỉ ra mối tương quan cùng chiều giữa tình trạng khó khăn tài chính và quản trị lợi nhuận, cho thấy các công ty gặp khó khăn có khả năng tham gia vào việc thao túng lợi nhuận để cải thiện báo cáo tài chính của họ và bảo vệ niềm tin của cổ đông. Theo nghiên cứu của Nguyễn Duy Sửu (2025) cho thấy, kiệt quệ tài chính tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động, trong khi đó rủi ro tài chính tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động.

Đặc biệt, vẫn chưa có nhiều nghiên cứu ở Việt Nam về tác động của kiệt quệ tài chính đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu và đây là một chủ đề mới mà nhóm tác giả tiếp cận. Cheng & Fang (2025) đề xuất cách tiếp cận dựa trên yếu tố "định giá sai". Sử dụng mô hình hỗn hợp hữu hạn (FMNR), nghiên cứu này phát hiện ra mối quan hệ phi tuyến tính: kiệt quệ tài chính tác động ngược chiều đến lợi nhuận ở nhóm cổ phiếu bị định giá quá cao, nhưng lại tác động cùng chiều ở nhóm cổ phiếu bị định giá thấp. Điều này cho thấy, lợi nhuận thấp chủ yếu được thúc đẩy bởi sự hiện diện của các công ty bị định giá quá cao trong mẫu nghiên cứu, do thông tin kém và bất ổn.

3. Phương pháp nghiên cứu

Nhóm tác giả xây dựng nên mô hình nghiên cứu từ khung lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu trước, trong đó chủ yếu là nghiên cứu của Cheng & Fang (2025) để xây dựng nên mô hình nghiên cứu như sau:

$$R_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 FD_{i,t} + \beta_2 BETA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 BM_{i,t} + \beta_5 MOMENTUM_{i,t} + \varepsilon$$

Trong đó:

R: Tỷ suất sinh lợi cổ phiếu

FD: Kiệt quệ tài chính

BETA: Hệ số beta cổ phiếu đại diện cho rủi ro hệ thống

SIZE: Quy mô công ty

BM: Tỷ lệ giá trị sổ sách trên giá trị thị trường của vốn cổ phần

MOMENTUM: Quán tính giá

Nhóm tác giả sử dụng dữ liệu bao gồm 139 doanh nghiệp niêm yết ở Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong suốt giai đoạn nghiên cứu từ năm 2009 đến năm 2024. Nhóm tác giả sử dụng mô hình hỗn hợp hữu hạn (FMM). Mô hình này giúp phát hiện ra mối quan hệ phi tuyến tính, chỉ ra được mức độ định giá sai của các công ty có rủi ro tài chính cao.

4. Kết quả nghiên cứu

Kết quả thống kê mô tả tại Bảng 2 cho thấy, tỷ suất sinh lợi có giá trị trung bình 0,09635 phản ánh mức sinh lợi dương của thị trường trong giai đoạn này. Biến kiệt quệ tài chính và tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường có sự khác biệt lớn giữa các doanh nghiệp trong mẫu quan sát. Giá trị trung bình của hệ số beta là 0,66165, nhỏ hơn 1, cho thấy mức độ rủi ro hệ thống của các cổ phiếu trong mẫu nhìn chung thấp hơn thị trường. Quán tính giá, thể hiện tỷ suất sinh lợi tích lũy 11 tháng trước đó, có giá trị trung bình là 8,269% trong suốt giai đoạn quan sát.

Kết quả tại Bảng 3 cho thấy, hệ số tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình đều nhỏ hơn 0,8, vì vậy không tiềm ẩn xảy ra vấn đề đa cộng tuyến nghiêm trọng làm ảnh hưởng đến kết quả hồi quy. Kiệt quệ tài chính (FD) có mối tương quan ngược chiều khá mạnh với tỷ suất sinh lợi (R) và có ý nghĩa thống kê tại mức 1%. Đáng chú ý, quán tính giá (MOMENTUM) có tương quan thuận chiều rất mạnh với tỷ suất sinh lợi ở mức ý nghĩa 1%, cho thấy quán tính giá đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích biến động của tỷ suất sinh lợi. Hệ số beta (BETA), quy mô công ty (SIZE) và tỷ lệ giá trị sổ sách trên giá trị thị trường (BM) đều có mối tương quan ngược chiều với tỷ suất sinh lợi.

Đối với nhóm doanh nghiệp bị định giá thấp, kiệt quệ tài chính tác động cùng chiều đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu. Khi một doanh nghiệp gặp kiệt quệ nhưng bị thị trường định giá thấp, việc hiệu chỉnh sai lệch giá sẽ tạo ra một "phần bù rủi ro". Nhà đầu tư kỳ vọng lợi nhuận cao hơn để bù đắp cho rủi ro kiệt quệ mà họ

Bảng 1. Biến nghiên cứu

Ký hiệu biến	Tên biến	Đo lường
R	Tỷ suất sinh lợi cổ phiếu	Tỷ suất sinh lợi lũy kế qua các tháng trong năm
FD	Kiệt quệ tài chính	$FD = -20,26 \cdot NIMTA + 1,42 \cdot TLMTA - 7,13 \cdot EXRET + 1,41 \cdot SIGMA - 0,045 \cdot RSIZE - 2,13 \cdot CASHMTA + 0,075 \cdot MTB - 0,058 \cdot PRICE - 9,16$ $NIMTA = \frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Nợ phải trả} + (\text{Giá cổ phiếu} \times \text{Số lượng cổ phiếu đang lưu hành})}$ $TLMTA = \frac{\text{Nợ phải trả}}{(\text{Giá cổ phiếu} \times \text{Số lượng cổ phiếu đang lưu hành}) + \text{Nợ phải trả}}$ $EXRET = \log(1 + \text{Tỷ suất sinh lợi cổ phiếu}) - \log(1 + \text{Tỷ suất sinh lợi thị trường})$ $SIGMA = \text{Độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi trong 3 năm trước đó}$ $RSIZE = \log \left(\frac{\text{Giá cổ phiếu} \times \text{Số lượng cổ phiếu đang lưu hành}}{\text{Vốn hóa thị trường}} \right)$ $CASHMTA = \frac{\text{Tiền và tương đương tiền}}{(\text{Giá cổ phiếu} \times \text{Số lượng cổ phiếu đang lưu hành}) + \text{Nợ phải trả}}$ $MTB = \frac{\text{Giá cổ phiếu} \times \text{Số lượng cổ phiếu đang lưu hành}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$ $PRICE = \log(\text{Giá cổ phiếu})$
BETA	Beta cổ phiếu	Được ước tính thông qua hồi quy tỷ suất sinh lợi cổ phiếu theo tỷ suất sinh lợi thị trường
SIZE	Quy mô công ty	$\ln(\text{Giá cổ phiếu} \times \text{Số lượng cổ phiếu đang lưu hành})$
BM	Giá trị sổ sách trên giá trị thị trường vốn cổ phần	$\ln \left(\frac{\text{Vốn chủ sở hữu}}{\text{Giá cổ phiếu} \times \text{Số lượng cổ phiếu đang lưu hành}} \right)$
MOMENTUM	Quán tính giá	Tỷ suất sinh lợi lũy kế trong 11 tháng trước từ tháng t-12 đến tháng t-2

(Biến nghiên cứu và cách thức đo lường dựa trên khung lý thuyết và lược khảo các nghiên cứu trước, chủ yếu là nghiên cứu của Cheng & Fang (2025))

Bảng 2. Thống kê mô tả

Biến	Giá trị trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
R	0,09635	0,00000	0,52903	-1,00000	4,32725
FD	-9,52811	-9,32181	3,05373	-33,46341	7,40428
BETA	0,66165	0,60826	0,84820	-3,90570	4,99851
SIZE	26,92389	26,72344	1,81203	21,59420	33,56755
BM	0,64676	0,59816	1,27462	-4,10420	14,48363
MOMENTUM	0,08269	-0,00909	0,51432	-1,00000	4,37791

(Số liệu được thống kê qua phần mềm Stata 17 với dữ liệu 139 doanh nghiệp niêm yết ở Sở giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong suốt giai đoạn 2009-2024)

Bảng 3. Ma trận hệ số tương quan

	R	FD	BETA	SIZE	BM	MOMENTUM
R	1,0000					
FD	-0,38020 ***	1,00000				
BETA	-0,00500	0,10090 ***	1,00000			
SIZE	-0,01850	0,05700 **	0,12680 ***	1,00000		
BM	-0,01260	-0,1102 ***	0,05020 **	-0,53260 ***	1,00000	
MOMENTUM	0,79720 ***	-0,30950 ***	0,01010	-0,01340	-0,0183	1,00000

Ghi chú: (*), (**), (***), lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.
(Số liệu được xử lý qua phần mềm Stata 17 với dữ liệu 139 doanh nghiệp niêm yết ở Sở giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong suốt giai đoạn 2009-2024)

đang gánh chịu. Ngược lại, đối với nhóm doanh nghiệp bị định giá cao thì kiệt quệ tài chính tác động ngược chiều đến tỷ suất sinh lợi cổ phiếu. Kiệt quệ tài chính tăng sẽ kéo tỷ suất sinh lợi sụt giảm nghiêm trọng. Kết quả nghiên cứu này tương tự Cheng & Fang (2025) khi nghiên cứu trên thị trường chứng khoán tại Hoa Kỳ.

Kết quả này cũng phản ánh khá sát thực tế tại Việt Nam, thành phần hiệu chỉnh sai giá đóng vai trò then chốt trong việc giải thích lợi nhuận. Nghiên cứu khẳng định tác động của kiệt quệ tài chính đến tỷ suất sinh lợi không đồng nhất mà phân hóa theo trạng thái định giá của cổ phiếu. Kết quả này cung cấp bằng chứng khoa học quan trọng cho việc xây dựng chiến lược đầu tư và quản trị rủi ro tại Việt Nam, đặc biệt là việc nhận diện rủi ro từ các nhóm cổ phiếu bị định giá sai.

5. Hàm ý nghiên cứu

Nghiên cứu khẳng định, tác động của kiệt quệ tài chính đến lợi nhuận không tồn tại dưới dạng một mối quan hệ tuyến tính đơn nhất. Kết quả chỉ ra, tỷ suất sinh lợi thường chứa thành phần nhiễu từ việc sai lệch

Bảng 4. Kết quả hồi quy hỗn hợp hữu hạn về tác động của kiệt quệ tài chính đến tỷ suất sinh lợi

	R	
	1 (Undervalued)	2 (Overvalued)
FD	0,02950** (2,05)	-0,01280***(-4,21)
BETA	0,05382 (0,90)	0,02143* (1,95)
SIZE	0,01943 (0,54)	-0,00430 (-0,63)
BM	0,31066*** (4,49)	0,06512*** (4,57)
MOMENTUM	-0,00980 (-0,11)	-0,16376*** (-8,33)
_cons	0,14499 (0,15)	-0,04010 (-0,21)

Ghi chú: (*), (**), (***), lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.
(Số liệu được xử lý qua phần mềm Stata 17 với dữ liệu 139 doanh nghiệp niêm yết ở Sở giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh trong suốt giai đoạn 2009-2024)

giá, do đó cần xem xét cân trọng khi sử dụng. Nhà đầu tư tại Việt Nam có thể khai thác tỷ suất sinh lợi từ các doanh nghiệp kiệt quệ tài chính nếu chúng đang ở trạng thái bị định giá thấp, vì đây là nhóm tuân thủ quy luật bù đắp rủi ro. Cần thiết lập cơ chế cảnh báo sớm đối với các mã chứng khoán có đặc điểm kiệt quệ tài chính cao nhưng định giá sai lệch. Việc nhận diện và loại bỏ các cổ phiếu này giúp nhà đầu tư chủ động phòng ngừa sự sụt giảm lợi nhuận đột ngột khi thị trường thực hiện quá trình hiệu chỉnh sai lệch giá ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Nguyễn Duy Sửu (2025). Tác động của kiệt quệ tài chính và rủi ro tài chính đến hiệu quả hoạt động: Bằng chứng tại Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính - Marketing*, 16(5), 33-45.
- Anh, K. T., Khôi, T. B. N., Anh, L. T. P., Anh, N. H., & Minh, N. T. (2024). Kiệt quệ tài chính và quyết định tái cấu trúc doanh nghiệp Việt Nam trong từng chu kỳ sống. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, (326), 32-41.
- Đạt, T. Q., Xuân, N., Cường, P. T. K., Nghĩa, Đ. T., Nhân, N. T., & Anh, N. T. M. (2025). Ảnh hưởng của kiệt quệ tài chính đến quản trị lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. *FTU Working Paper Series*, 1(3), 1-13.
- Cheng, Z., & Fang, J. (2025). Financial distress and return: A finite mixture approach. *Journal of Corporate Finance*, 92, 102779

Ngày nhận bài: 16/3/2026

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 31/3/2026

Ngày chấp nhận đăng bài: 18/4/2026

THE IMPACT OF FINANCIAL DISTRESS ON RETURN ON EQUITY AMONG LISTED COMPANIES IN VIETNAM

- VU TRONG HIEN¹
- DANG PHUONG BINH¹
- NGUYEN NGOC HAN¹
- NGUYEN HOANG LONG¹
- NGUYEN THI KIM NGAN¹
- LUC THI THANH NHAN¹

¹Ho Chi Minh City University of Industry

ABSTRACT:

This study examines the impact of financial distress on stock returns using a sample of 139 listed companies in Vietnam over the period 2009–2024 and applying a finite mixture model. The results indicate that financial distress has a negative effect on stock returns among overvalued firms, while exerting a positive effect among undervalued firms. These findings provide important implications for investors and managers in assessing stock valuation and contribute to improving stock return performance among listed companies in Vietnam.

Keywords: financial distress, stock returns, finite mix model.