

XÂY DỰNG CHỈ SỐ ỔN ĐỊNH TÀI CHÍNH ĐỐI VỚI CÁC CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM: TIẾP CẬN THEO MÔ HÌNH FSI-4P

● NGÔ THỊ HƯƠNG

Phân hiệu Đại học Thủy Lợi
Email: ngohuong@tlu.edu.vn

TÓM TẮT:

Bài nghiên cứu đề xuất mô hình Chỉ số ổn định tài chính (Financial Stability Index - FSI) dành cho các công ty chứng khoán niêm yết tại Việt Nam theo cách tiếp cận FSI-4P. Trên cơ sở dữ liệu của các công ty chứng khoán niêm yết giai đoạn 2015-2024, nghiên cứu xây dựng chỉ số tổng hợp nhằm đánh giá toàn diện mức độ FSI của doanh nghiệp và phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến chỉ số này. Kết quả nghiên cứu cho thấy, chỉ số FSI phản ánh tương đối đầy đủ sự thay đổi về trạng thái tài chính của các công ty chứng khoán trong các giai đoạn thị trường khác nhau. Quy mô doanh nghiệp và tăng trưởng doanh thu có tác động tích cực đến FSI, trong khi rủi ro hoạt động và lãi suất thị trường có ảnh hưởng tiêu cực. Nghiên cứu góp phần bổ sung bằng chứng thực nghiệm về đo lường FSI ở cấp độ doanh nghiệp và cung cấp cơ sở tham khảo cho cơ quan quản lý, nhà đầu tư và các công ty chứng khoán trong công tác quản trị tài chính và quản trị rủi ro.

Từ khóa: ổn định tài chính, công ty chứng khoán, FSI, thanh khoản, đòn bẩy tài chính, hiệu quả hoạt động.

1. Đặt vấn đề

FSI là một trong những điều kiện nền tảng bảo đảm sự phát triển bền vững của thị trường tài chính và nền kinh tế. Trong những thập niên gần đây, cùng với quá trình toàn cầu hóa tài chính và sự gia tăng mức độ liên kết giữa các thị trường, các cuộc khủng hoảng tài chính đã cho thấy tầm quan trọng của việc nhận diện sớm các dấu hiệu suy giảm sức khỏe tài chính của các tổ chức trung gian tài chính. Nếu như phần lớn các nghiên cứu trước đây tập trung vào FSI ở cấp độ hệ

thống hoặc khu vực ngân hàng thì các nghiên cứu về FSI ở cấp độ doanh nghiệp, đặc biệt là đối với các công ty chứng khoán, vẫn còn tương đối hạn chế.

Tại Việt Nam, thị trường chứng khoán đã trải qua giai đoạn tăng trưởng mạnh trong hơn một thập niên qua. Giá trị vốn hóa thị trường tăng nhanh, số lượng nhà đầu tư liên tục mở rộng và hoạt động giao dịch ngày càng sôi động. Song song với sự phát triển đó, các công ty chứng khoán không ngừng mở rộng quy mô hoạt động, gia tăng vốn điều lệ, phát triển các sản

phẩm tài chính mới và đẩy mạnh hoạt động cho vay ký quỹ. Tuy nhiên, quá trình phát triển nhanh cũng kéo theo nhiều rủi ro tiềm ẩn liên quan đến đòn bẩy tài chính, rủi ro thị trường, rủi ro thanh khoản và rủi ro hoạt động.

Thực tế cho thấy trong các giai đoạn thị trường biến động mạnh, đặc biệt là giai đoạn ảnh hưởng bởi đại dịch COVID-19 và các đợt điều chỉnh thị trường sau năm 2022, tình hình tài chính của nhiều công ty chứng khoán có sự thay đổi đáng kể. Một số doanh nghiệp duy trì được khả năng sinh lời và thanh khoản ổn định, trong khi một số doanh nghiệp khác đối mặt với áp lực suy giảm doanh thu, gia tăng rủi ro danh mục đầu tư và mất cân đối tài chính. Điều này đặt ra yêu cầu cần có một công cụ đánh giá toàn diện hơn về mức độ FSI của các công ty chứng khoán.

Các nghiên cứu hiện nay chủ yếu sử dụng các chỉ tiêu riêng lẻ như ROA, ROE, hệ số nợ, hệ số thanh toán hiện hành hoặc các mô hình dự báo phá sản như Z-score để đánh giá sức khỏe tài chính doanh nghiệp. Mặc dù các chỉ tiêu này cung cấp những thông tin hữu ích, song chúng chỉ phản ánh từng khía cạnh riêng biệt của hoạt động tài chính và chưa thể hiện được bản chất tổng hợp của FSI. Một doanh nghiệp có thể đạt mức sinh lời cao nhưng đồng thời lại tiềm ẩn rủi ro thanh khoản hoặc rủi ro đòn bẩy lớn. Ngược lại, một doanh nghiệp có khả năng thanh khoản tốt nhưng hiệu quả sử dụng vốn thấp cũng khó được xem là có tình hình tài chính lành mạnh.

Xuất phát từ những hạn chế đó, nghiên cứu này đề xuất xây dựng Chỉ số FSI dành riêng cho các công ty chứng khoán niêm yết tại Việt Nam. Chỉ số được xây dựng trên cơ sở tích hợp 4 nhóm yếu tố cốt lõi gồm thanh khoản, khả năng sinh lời, đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động theo mô hình FSI-4P. Cách tiếp cận này cho phép đánh giá FSI một cách tổng hợp và phản ánh đầy đủ hơn trạng thái tài chính của doanh nghiệp.

Mục tiêu của nghiên cứu gồm 3 nội dung chính. Thứ nhất, xây dựng khung lý thuyết và mô hình đo lường FSI đối với các công ty chứng khoán. Thứ hai, phát triển chỉ số FSI-4P phản ánh mức độ FSI của doanh nghiệp. Thứ ba, phân tích các yếu tố ảnh hưởng

đến FSI và đề xuất các hàm ý chính sách đối với cơ quan quản lý cũng như các công ty chứng khoán.

2. Tổng quan nghiên cứu, cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Khái niệm ổn định tài chính doanh nghiệp

Khái niệm FSI ban đầu được phát triển chủ yếu ở cấp độ hệ thống tài chính. Theo Schinasi (2004), một hệ thống tài chính được xem là ổn định khi có khả năng thực hiện hiệu quả các chức năng phân bổ vốn, quản lý rủi ro và hấp thụ các cú sốc từ môi trường kinh tế. Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF, 2006) cũng cho rằng, FSI phản ánh khả năng duy trì hoạt động bình thường của hệ thống tài chính ngay cả trong điều kiện thị trường biến động.

Ở cấp độ doanh nghiệp, FSI thường được hiểu là khả năng duy trì hoạt động liên tục, bảo đảm khả năng thanh toán, tạo lợi nhuận và chống chịu trước các rủi ro tài chính. Theo Brigham & Ehrhardt (2017), doanh nghiệp có tình hình tài chính ổn định khi duy trì được sự cân bằng giữa khả năng sinh lời, khả năng thanh toán và mức độ rủi ro chấp nhận được. Trong khi đó, Brealey, Myers & Allen (2020) nhấn mạnh, FSI là kết quả tổng hợp của các quyết định đầu tư, tài trợ và quản trị rủi ro.

Đối với các công ty chứng khoán, FSI có ý nghĩa đặc biệt quan trọng do hoạt động kinh doanh phụ thuộc lớn vào điều kiện thị trường. Các doanh nghiệp này thường xuyên đối mặt với rủi ro biến động giá tài sản tài chính, rủi ro thanh khoản và rủi ro đòn bẩy. Do đó, việc đánh giá FSI cần được thực hiện trên cơ sở kết hợp nhiều khía cạnh khác nhau thay vì chỉ dựa vào một chỉ tiêu đơn lẻ.

2.2. Các nghiên cứu về đo lường ổn định tài chính

Các nghiên cứu đầu tiên về sức khỏe tài chính doanh nghiệp thường dựa trên các mô hình dự báo phá sản. Tiêu biểu là mô hình Z-score của Altman (1968) và mô hình O-score của Ohlson (1980). Mặc dù có giá trị trong dự báo rủi ro mất khả năng thanh toán, các mô hình này chủ yếu tập trung vào nguy cơ phá sản và chưa phản ánh đầy đủ trạng thái FSI tổng thể của doanh nghiệp.

Trong những năm gần đây, xu hướng sử dụng các

chỉ số tổng hợp để đánh giá FSI ngày càng phổ biến. Illing & Liu (2006) phát triển Chỉ số Căng thẳng Tài chính nhằm đo lường mức độ bất ổn của thị trường tài chính Canada. Nhiều tổ chức quốc tế như IMF, ECB và World Bank cũng xây dựng các bộ chỉ số FSI dựa trên nhiều nhóm biến khác nhau.

Tuy nhiên, phần lớn các chỉ số hiện nay được xây dựng cho cấp độ hệ thống tài chính hoặc ngân hàng. Các nghiên cứu về chỉ số FSI dành riêng cho công ty chứng khoán còn khá hạn chế, đặc biệt tại các thị trường mới nổi như Việt Nam. Đây chính là khoảng trống nghiên cứu mà bài báo hướng tới giải quyết thông qua việc phát triển mô hình FSI-4P.

2.3. Khoảng trống nghiên cứu và phát triển mô hình FSI-4P

Tổng quan các nghiên cứu cho thấy, mặc dù chủ đề FSI đã được quan tâm rộng rãi, song vẫn tồn tại một số khoảng trống nghiên cứu đáng chú ý.

Thứ nhất, phần lớn các nghiên cứu tập trung vào FSI ở cấp độ hệ thống ngân hàng hoặc toàn bộ thị trường tài chính. Các nghiên cứu ở cấp độ doanh nghiệp, đặc biệt là đối với các công ty chứng khoán, còn tương đối hạn chế. Trong khi đó, công ty chứng khoán là một trong những định chế trung gian tài chính quan trọng, có mức độ nhạy cảm cao trước các biến động của thị trường vốn.

Thứ hai, các nghiên cứu về tình hình tài chính doanh nghiệp chủ yếu sử dụng các chỉ tiêu riêng lẻ như ROA, ROE, hệ số thanh toán hay hệ số nợ. Cách tiếp cận này chưa phản ánh được bản chất đa chiều của FSI và khó đánh giá được trạng thái tài chính tổng hợp của doanh nghiệp.

Thứ ba, các nghiên cứu về chỉ số FSI hiện nay phần lớn được xây dựng cho ngân hàng hoặc hệ thống tài chính vĩ mô. Chưa có nhiều nghiên cứu phát triển một chỉ số tổng hợp phù hợp với đặc điểm hoạt động của các công ty chứng khoán tại Việt Nam.

Xuất phát từ các khoảng trống trên, nghiên cứu đề xuất mô hình FSI-4P (Financial Stability Index - Four Pillars) gồm 4 nhóm thành phần cốt lõi: 1) Thanh khoản (Liquidity); 2) Khả năng sinh lời (Profitability); 3) Đòn bẩy tài chính (Leverage); 4) Hiệu quả hoạt động (Performance Efficiency).

Mô hình FSI-4P được xây dựng trên quan điểm cho rằng, FSI là kết quả tổng hợp của khả năng đáp ứng nghĩa vụ tài chính, năng lực tạo lợi nhuận, mức độ sử dụng đòn bẩy và hiệu quả khai thác nguồn lực của doanh nghiệp. 4 nhóm yếu tố này vừa phản ánh đặc điểm tài chính nội tại, vừa phản ánh khả năng chống chịu của doanh nghiệp trước các cú sốc từ môi trường kinh doanh.

Trên cơ sở đó, chỉ số FSI tổng hợp được xác định như sau:

$$FSI = f(L, P, D, E)$$

Trong đó: L là chỉ số thanh khoản; P là chỉ số khả năng sinh lời; D là chỉ số đòn bẩy tài chính; E là chỉ số hiệu quả hoạt động.

Giá trị FSI càng cao phản ánh mức độ FSI càng lớn.

2.4. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu giai đoạn 2015-2024

2.4.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng của các công ty chứng khoán niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2015-2024. Đây là giai đoạn thị trường trải qua nhiều biến động đáng chú ý, bao gồm giai đoạn tăng trưởng mạnh 2017-2021, tác động của đại dịch COVID-19 và các đợt điều chỉnh thị trường trong các năm 2022-2023.

Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính kiểm toán năm của các công ty chứng khoán niêm yết trên HOSE, HNX và UPCoM. Các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô được khai thác từ Tổng cục Thống kê, Ngân hàng Nhà nước và các nguồn công bố chính thức.

Sau khi loại bỏ các doanh nghiệp thiếu dữ liệu liên tục và thực hiện xử lý dữ liệu ngoại lai, bộ dữ liệu cuối cùng gồm 27 công ty chứng khoán với 270 quan sát công ty - năm.

2.4.2. Xây dựng chỉ số FSI

Nghiên cứu lựa chọn các biến đại diện cho 4 nhóm thành phần của mô hình FSI-4P.

+ Nhóm thanh khoản bao gồm hệ số thanh toán hiện hành, hệ số thanh toán nhanh và tỷ lệ tiền mặt trên tổng tài sản.

+ Nhóm khả năng sinh lời bao gồm ROA và ROE.

+ Nhóm đòn bẩy tài chính bao gồm hệ số nợ trên tổng tài sản và hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu.

+ Nhóm hiệu quả hoạt động bao gồm vòng quay tài sản và tỷ lệ chi phí trên doanh thu.

Toàn bộ các biến được chuẩn hóa theo phương pháp Min-Max nhằm loại bỏ sự khác biệt về đơn vị đo lường. Đối với các biến có tác động tiêu cực đến FSI, việc chuẩn hóa được thực hiện theo chiều ngược lại.

Sau khi chuẩn hóa, chỉ số FSI được xác định thông qua phương pháp trọng số bằng nhau và được kiểm tra độ vững bằng PCA và AHP.

2.5. Mô hình nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến FSI

Để phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến FSI, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng:

$$FSI_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + \beta_3 RISK_{it} + \beta_4 RATE_{it} + \beta_5 GDP_{it} + \epsilon_{it}$$

Các mô hình OLS, FEM và REM được sử dụng để ước lượng. Việc lựa chọn mô hình phù hợp được thực hiện thông qua kiểm định F, kiểm định Breusch-Pagan và kiểm định Hausman.

3. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

3.1. Kết quả xây dựng chỉ số FSI

Bảng 2 cho thấy, mức độ FSI của các công ty chứng khoán có sự khác biệt tương đối lớn. Giá trị trung bình của FSI đạt 0,612 nhưng dao động trong khoảng từ 0,241 đến 0,924, phản ánh sự phân hóa đáng kể giữa các doanh nghiệp trong ngành. Quy mô doanh nghiệp có mức biến động thấp hơn trong khi tăng trưởng doanh thu và rủi ro hoạt động có độ phân tán khá lớn, cho thấy sự khác biệt về chiến lược kinh doanh và khả năng quản trị giữa các công ty chứng khoán.

Kết quả tính toán cho thấy, chỉ số FSI phản ánh tương đối rõ sự khác biệt về mức độ FSI giữa các công ty chứng khoán. Các doanh nghiệp có quy mô lớn, cơ cấu vốn lành mạnh và khả năng sinh lời ổn định thường đạt giá trị FSI cao hơn mức trung bình của ngành.

Trong giai đoạn 2015-2019, FSI của phần lớn các doanh nghiệp duy trì ở mức tương đối ổn định. Tuy nhiên, khi đại dịch COVID-19 xuất hiện vào năm

Bảng 1. Hệ thống biến nghiên cứu

Nhóm biến	Ký hiệu	Cách đo lường	Kỳ vọng
Biến phụ thuộc	FSI	Chỉ số FSI tổng hợp FSI-4P	-
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	$\ln(\text{Tổng tài sản})$	+
Tăng trưởng doanh thu	GROWTH	$(\text{Doanh thu } t - \text{Doanh thu } t-1) / \text{Doanh thu } t-1$	+
Rủi ro hoạt động	RISK	Độ lệch chuẩn ROA (3 năm liên tiếp)	-
Lãi suất	RATE	Lãi suất cho vay bình quân (%)	-
Tăng trưởng kinh tế	GDP	Tốc độ tăng trưởng GDP (%)	+

Nguồn: Đề xuất của tác giả

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
FSI	270	0,612	0,158	0,241	0,924
SIZE	270	28,734	1,254	25,118	32,106
GROWTH	270	0,176	0,248	-0,421	1,243
RISK	270	0,083	0,047	0,011	0,246
RATE	270	7,213	1,154	5,500	10,250
GDP	270	5,987	1,854	2,560	8,120

2020, chỉ số này có sự suy giảm đáng kể tại nhiều doanh nghiệp do ảnh hưởng của biến động thị trường và gia tăng rủi ro hoạt động.

Từ năm 2021 trở đi, cùng với quá trình phục hồi của thị trường chứng khoán, FSI có xu hướng cải thiện trở lại. Điều này cho thấy, chỉ số FSI có khả năng phản ánh khá nhạy cảm các biến động của môi trường kinh doanh và tình hình tài chính doanh nghiệp.

3.2. Kết quả hồi quy các nhân tố ảnh hưởng đến FSI

Kết quả kiểm định Hausman cho thấy, mô hình tác động cố định (FEM) phù hợp hơn so với mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Do đó, các kết quả thảo luận chủ yếu dựa trên mô hình FEM.

Kết quả ước lượng cho thấy, quy mô doanh nghiệp có tác động cùng chiều và có ý nghĩa thống kê đến chỉ số FSI. Điều này hàm ý các công ty chứng khoán lớn thường có khả năng tiếp cận nguồn vốn tốt hơn, mức độ đa dạng hóa hoạt động cao hơn và khả năng chống chịu rủi ro tốt hơn.

Tăng trưởng doanh thu cũng có tác động tích cực đến FSI. Các doanh nghiệp duy trì được tốc độ tăng trưởng cao thường cải thiện được khả năng sinh lời, tăng tích lũy vốn và nâng cao mức độ FSI.

Ngược lại, biến động lợi nhuận có tác động tiêu cực đến FSI. Kết quả này phù hợp với lý thuyết tài chính khi rủi ro hoạt động gia tăng sẽ làm suy giảm khả năng dự báo dòng tiền và làm giảm sức chống chịu tài chính của doanh nghiệp.

Lãi suất thị trường được xác định là một trong những yếu tố vĩ mô ảnh hưởng tiêu cực đến FSI. Khi

lãi suất tăng, chi phí sử dụng vốn tăng lên, đồng thời làm suy giảm nhu cầu giao dịch và đầu tư trên thị trường chứng khoán.

Ma trận tương quan tại Bảng 3 cho thấy FSI có mối tương quan thuận với quy mô doanh nghiệp, tăng trưởng doanh thu và tăng trưởng kinh tế. Ngược lại, rủi ro hoạt động và lãi suất có tương quan âm với FSI. Hệ số tương quan giữa các biến độc lập đều nhỏ hơn 0,7, cho thấy hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng không xuất hiện trong mẫu nghiên cứu.

3.3. Thảo luận kết quả

Kết quả hồi quy cho thấy, quy mô doanh nghiệp và tăng trưởng doanh thu có tác động tích cực đến FSI. Điều này phản ánh các công ty chứng khoán có quy mô lớn và khả năng tăng trưởng tốt thường sở hữu nguồn lực tài chính mạnh hơn, khả năng tiếp cận vốn tốt hơn và mức độ đa dạng hóa hoạt động cao hơn.

Ngược lại, rủi ro hoạt động có tác động tiêu cực và là biến có ảnh hưởng mạnh nhất đến FSI. Kết quả này cho thấy, sự biến động lợi nhuận là một trong những nguyên nhân chính làm suy giảm mức độ FSI của doanh nghiệp. Lãi suất cũng có tác động âm đến FSI, phản ánh ảnh hưởng bất lợi của chi phí vốn và điều kiện tài chính thắt chặt đối với hoạt động của các công ty chứng khoán.

Kiểm định Hausman cho kết quả có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, cho thấy mô hình tác động cố định (FEM) là phù hợp hơn so với mô hình tác động ngẫu nhiên (REM). Vì vậy, các kết luận nghiên cứu được dựa chủ yếu trên kết quả của mô hình FEM.

Các kết quả nghiên cứu nhìn chung phù hợp với các

Bảng 3. Ma trận tương quan Pearson

Biến	FSI	SIZE	GROWTH	RISK	RATE	GDP
FSI	1,000					
SIZE	0,421***	1,000				
GROWTH	0,368***	0,294***	1,000			
RISK	-0,487***	-0,185**	-0,216***	1,000		
RATE	-0,302***	-0,041	-0,065	0,178**	1,000	
GDP	0,271***	0,054	0,312***	-0,148*	-0,483***	1,000

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

Nguồn: Kết quả tính toán từ SPSS

Bảng 4. Kết quả hồi quy các nhân tố ảnh hưởng đến FSI

Biến phụ thuộc: FSI		
Biến	FEM	REM
SIZE	0,028*** (3,92)	0,031*** (4,14)
GROWTH	0,074*** (4,37)	0,069*** (4,11)
RISK	-0,315*** (-5,28)	-0,287*** (-4,96)
RATE	-0,012** (-2,31)	-0,011** (-2,12)
GDP	0,009* (1,84)	0,008 (1,62)
Constant	-0,214	-0,263
R ²	0,534	0,487
F-statistic	31,27***	-
Hausman test	12,84**	-

Ghi chú: Giá trị trong ngoặc là thống kê t;
*, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa thống kê
10%, 5% và 1%.

nguyên cứu quốc tế về FSI doanh nghiệp. Vai trò tích cực của quy mô doanh nghiệp và tăng trưởng doanh thu đã được ghi nhận trong nhiều nghiên cứu trước đây về các tổ chức tài chính và doanh nghiệp niêm yết.

Kết quả về tác động tiêu cực của rủi ro hoạt động và lãi suất cũng phù hợp với lý thuyết đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro. Đối với các công ty chứng khoán, khả năng kiểm soát rủi ro và duy trì cấu trúc tài chính hợp lý đóng vai trò quyết định đối với FSI trong dài hạn.

Đặc biệt, kết quả nghiên cứu cho thấy, mô hình FSI-4P có khả năng tổng hợp và phản ánh đồng thời nhiều khía cạnh của tình hình tài chính doanh nghiệp, khắc phục hạn chế của các chỉ tiêu tài chính riêng lẻ.

4. Kết luận và hàm ý chính sách

Kết quả nghiên cứu cho thấy, FSI của các công ty chứng khoán chịu ảnh hưởng đồng thời bởi các yếu tố nội tại và các điều kiện kinh tế vĩ mô. Vì vậy, việc nâng cao FSI cần được thực hiện trên cả 2 phương diện quản trị doanh nghiệp và quản lý thị trường.

Đối với các công ty chứng khoán, cần chú trọng nâng cao hiệu quả hoạt động, kiểm soát mức độ đòn bẩy tài chính và tăng cường năng lực quản trị rủi ro. Việc mở rộng quy mô cần đi đôi với nâng cao chất lượng tài sản và bảo đảm khả năng thanh khoản.

Đối với cơ quan quản lý, chỉ số FSI có thể được sử dụng như một công cụ giám sát bổ sung nhằm đánh giá sức khỏe tài chính của các công ty chứng khoán và phát hiện sớm các dấu hiệu suy giảm FSI. Việc kết hợp các chỉ tiêu giám sát truyền thống với chỉ số tổng hợp sẽ góp phần nâng cao hiệu quả quản lý và giảm thiểu rủi ro hệ thống.

Nghiên cứu đã xây dựng thành công mô hình FSI-4P nhằm đánh giá FSI của các công ty chứng khoán niêm yết tại Việt Nam. Kết quả cho thấy, chỉ số FSI phản ánh tương đối đầy đủ trạng thái tài chính của doanh nghiệp và có khả năng nhận diện các biến động quan trọng của thị trường. Các phát hiện thực nghiệm góp phần bổ sung bằng chứng khoa học về đo lường FSI ở cấp độ doanh nghiệp, đồng thời cung cấp cơ sở tham khảo cho các nghiên cứu tiếp theo cũng như cho hoạt động quản trị và giám sát thị trường chứng khoán tại Việt Nam ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Hoàng Thị Bích Hà. (2018). Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến an toàn tài chính của công ty chứng khoán Việt Nam (Luận án Tiến sĩ). Học viện Tài chính.
- Ngô Thế Chi, & Nguyễn Trọng Cơ. (2015). Giáo trình phân tích tài chính doanh nghiệp. Nhà xuất bản Tài chính.
- Nguyễn Năng Phúc. (2013). Phân tích báo cáo tài chính. Nhà xuất bản Đại học Kinh tế Quốc dân.
- Nguyễn Văn Công. (2017). Phân tích báo cáo tài chính. Nhà xuất bản Kinh tế Quốc dân.

- 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/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2017). *Financial management: Theory and practice* (15th ed.). Cengage Learning.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2022). *Multivariate data analysis* (9th ed.). Cengage.
- Illing, M., & Liu, Y. (2006). Measuring financial stress in a developed country. *Journal of Financial Stability*, 2(3), 243-265. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2006.06.002>
- IMF. (2006). *Financial soundness indicators: Compilation guide*. International Monetary Fund, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/pdf/fsift.pdf>
- Ohlson, J. A. (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 109-131. <https://doi.org/10.2307/2490395>
- Schinasi, G. J. (2004). Defining financial stability. IMF Working Paper No. 04/187, <https://doi.org/10.5089/9781451859546.001>

Ngày nhận bài: 15/5/2026

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 28/5/2026

Ngày chấp nhận đăng bài: 10/6/2026

CONSTRUCTING A FINANCIAL STABILITY INDEX FOR LISTED SECURITIES COMPANIES IN VIETNAM: AN FSI-4P APPROACH

● NGO THI HUONG

Thuy Loi University Campus
Email: ngohuong@tlu.edu.vn

ABSTRACT:

This study proposes a Financial Stability Index (FSI) model for listed securities companies in Vietnam based on the FSI-4P approach. Drawing on data from listed securities companies over the 2015-2024 period, the study constructs a composite index to comprehensively assess firms' FSI levels and analyzes the factors influencing this index. The findings show that the FSI provides a relatively comprehensive reflection of changes in the financial condition of securities companies across different market phases. Firm size and revenue growth exert a positive effect on the FSI, whereas operational risk and market interest rates exert a negative effect. The study contributes additional empirical evidence on firm-level FSI measurement and provides useful references for regulatory authorities, investors, and securities companies in financial management and risk management practices.

Keywords: financial stability, securities companies, FSI, liquidity, financial leverage, operational efficiency.