

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**



Huỳnh Cát Tường

**Khánh kiệt tài chính và ứng dụng mô
hình Z-Score trong dự báo khánh kiệt
tài chính**

**CHUYÊN NGÀNH: KINH TẾ TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG
MÃ SỐ: 60.31.12**

LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

Người hướng dẫn khoa học: **PHÓ GIÁO SƯ – TIẾN SỸ**

PHAN THỊ BÍCH NGUYỆT

THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH – NĂM 2008

MỤC LỤC

Trang

Trang phụ bì

Lời cam đoan

Mục lục

Danh mục các từ viết tắt

Danh mục các bảng

LỜI NÓI ĐẦU

CHƯƠNG I: TỔNG QUAN VỀ PHÂN TÍCH CHỈ SỐ VÀ MÔ

HÌNH DỰ BÁO 01

1.1. PHÂN TÍCH CHỈ SỐ TRUYỀN THÔNG.....01

1.2. PHƯƠNG PHÁP PHÂN TÍCH ĐA BIỆT THỨC.....02

1.3. MÔ HÌNH Z-SCORE.....04

1.4. MÔ HÌNH Z-SCORE ÁP DỤNG CHO CÁC CÔNG TY TƯ NHÂN...17

1.5. MÔ HÌNH ĐIỀU CHỈNH ÁP DỤNG CHO CÁC DOANH NGHIỆP
KHÔNG SẢN SUẤT19

1.6. MÔ HÌNH CHỈ SỐ CHO NỀN KINH TẾ MỚI NỔI VÀ QUÁ TRÌNH
XỬ LÝ20

KẾT LUẬN CHƯƠNG I:22

CHƯƠNG II: NGHIÊN CỨU ĐẶC ĐIỂM KHÁNH KIỆT TÀI

CHÍNH VÀ CÁC BIỆN PHÁP ĐỐI PHÓ Ở MỘT SỐ NƯỚC

CHÂU Á 24

2.1 KHÁI QUÁT VỀ LÝ THUYẾT KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH	24
2.2. ĐẶC ĐIỂM KHÁNH KIẾT TÀI CHÍNH Ở MỘT SỐ NƯỚC CHÂU Á	26
2.2.1. Hoàn cảnh nghiên cứu	26
2.2.2. Những nhân tố phá sản	29
2.2.3. Quyền lợi của chủ nợ và ảnh hưởng của hệ thống luật pháp ở Đông Á	33
2.2.4. Đặc trưng của doanh nghiệp.....	38
2.3. CÁC BÀI HỌC VỀ GIẢI PHÁP ĐỐI PHÓ KHÁNH KIẾT TÀI CHÍNH	45
2.3.1. Hoàn cảnh nghiên cứu	45
2.3.2 Cơ chế vỡ nợ, mối quan tâm và nguyên lý vận hành	47
2.3.3. Kiệt quệ hệ thống và tái cấu trúc doanh nghiệp	53
KẾT LUẬN CHƯƠNG II:	64

CHƯƠNG III: KHÁNH KIẾT TÀI CHÍNH Ở VIỆT NAM 66

3.1 NHỮNG YẾU TỐ THỂ CHẾ (VĨ MÔ) ẢNH HƯỞNG ĐẾN HÀNH VI CỦA CÁC CÔNG TY KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH	68
3.1.1. Cấu trúc sở hữu và kiệt quệ tài chính	68
3.1.2. Luật pháp/ chính quyền và kiệt quệ tài chính.....	70
3.1.3. Sự phát triển tài chính và kiệt quệ tài chính	71
3.2. CƠ SỞ PHÁP LÝ VỀ PHÁ SẢN DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM....	73
3.3. THỰC TRẠNG ĐÁNH GIÁ XẾP HẠNG TÍN NHIỆM DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM.....	87
3.4. TÌNH HÌNH NỢ XẤU VÀ MÔ HÌNH CÔNG TY XỬ LÝ NỢ XẤU Ở VIỆT NAM.....	92
3.4.1. Thực trạng nợ xấu tại Việt Nam	92
3.4.2. Mô hình công ty mua bán nợ và tài sản tồn đọng DATC.....	94

KẾT LUẬN CHƯƠNG III:.....	99
---------------------------	----

CHƯƠNG IV: CÁC GIẢI PHÁP NÂNG CAO KHẢ NĂNG DỰ BÁO VÀ GIẢI QUYẾT MỘT CÁCH HIỆU QUẢ TÌNH TRẠNG KHÁNH KIỆT TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM 101

4.1 ỨNG DỤNG MÔ HÌNH Z-SCORE VÀO VIỆT NAM DỰ ĐOÁN KHẢ NĂNG KIỆT QUỆ TÀI CHÍNH.....	101
4.1.1. Các kịch bản nghiên cứu.....	101
4.1.2. Những điều cần lưu ý khi sử dụng mô hình Z-Score	104
4.2. CÁC GIẢI PHÁP NÂNG CAO KHẢ NĂNG DỰ BÁO VÀ GIẢI QUYẾT HIỆU QUẢ TÌNH TRẠNG KHÁNH KIỆT TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM.....	105
4.2.1 Nâng cao tính minh bạch và trách nhiệm của thông tin	105
4.2.2 Phát triển hệ thống đánh giá xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp theo tiêu chuẩn quốc tế	112
4.2.3 Hoàn thiện Luật phá sản và các văn bản có liên quan.....	113
4.2.3.1 Tập trung vào các giải pháp tăng cường tính thực thi của Luật Phá Sản.....	113
4.2.3.2 Sớm ban hành quy định hướng dẫn thủ tục phá sản cho các TCTD.....	116
4.2.4 Ban hành các quy định hỗ trợ nâng cao hiệu quả hoạt động của DATC	122
KẾT LUẬN CHƯƠNG IV:	124

KẾT LUẬN CHUNG:	126
------------------------------	------------

TÀI LIỆU THAM KHẢO

PHỤ LỤC

CÁC TỪ VIẾT TẮT

DATC:	Debts and Assets Trading Company: Công Ty Mua Bán Nợ và Tài Sản Tồn Động của doanh nghiệp
DN:	Doanh nghiệp
DNNN:	Doanh nghiệp nhà nước
EBIT:	Earning before interest and tax: Lợi nhuận trước thuế và lãi vay
MDA:	Multiple discriminant analysis: Phân tích đa biệt thức
MVE:	Market value of equity: Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu
NHNN:	Ngân hàng nhà nước
NHTM:	Ngân hàng thương mại
RE:	Retained earnings: Lợi nhuận giữ lại
S:	Sales: Doanh thu
TA:	Total assets: Tổng tài sản
TCTD:	Tổ chức tín dụng
TL:	Book value of total liabilities: Giá trị sổ sách của nợ
TTCK:	Thị trường chứng khoán
XHTD:	Xếp hạng tín dụng

DANH MỤC CÁC BẢNG

	Trang
Bảng 1.1 Biến trung vị và kiểm nghiệm mức ý nghĩa	10
Bảng 1.2 Kết quả phân loại của mẫu gốc.	12
Bảng 1.3 Kết quả phân loại mẫu cho thời gian hai năm trước phá sản	13
Bảng 1.4 Kết quả sắp xếp mẫu thứ cấp của các công ty phá sản	13
Bảng 1.5 Phân loại và độ chính xác của mô hình dự báo phá sản	17
Bảng 1.6 Mô hình điều chỉnh Z'-Score: Phân loại kết quả, trung bình nhóm, ranh giới điểm phân biệt.....	19
Bảng 1.7 Xếp hạng trái phiếu Hoa Kỳ quy đổi dựa trên EMS	20
Bảng 2.1 Các đặc điểm chính của đạo luật phá sản ở một số nước Châu Á.....	34
Bảng 2.2 Quyền giới chủ nợ, hiệu quả luật pháp, và nguồn gốc luật phá sản	36
Bảng 2.3 Thống kê tóm tắt đặc điểm doanh nghiệp (tổng mẫu).....	40
Bảng 2.4 Thống kê tóm tắt các vụ nộp đơn phá sản trong năm 1997 và 1998	42
Bảng 2.5 Đặc điểm của công ty bị kiệt quỹ tài chính.....	43

LỜI NÓI ĐẦU

1. LÝ DO NGHIÊN CỨU ĐỀ TÀI

Dự đoán khánh kiệt tài chính là đối tượng nghiên cứu của Quản trị tài chính DN. Kể từ công trình nghiên cứu của Altman (1968), nhiều nhà nghiên cứu khác đã cố gắng cải tiến và tái tạo lại những nghiên cứu trên trong các thị trường vốn khác nhau trên thế giới (xem Altman (1968), Deakin (1972), Altman và các cộng sự (1977), Taffler (1984), Zavgren (1985), Theodossiou (1993), Ginoglou và các cộng sự (2002)). Tuy nhiên, trong bối cảnh các nền kinh tế mới nổi, đề tài này không được chú ý lắm chủ yếu vì lịch sử ngắn ngủi của các thị trường tài chính của các nền kinh tế này. Dù rằng tình trạng phá sản DN được thừa nhận là một vấn đề của các nước kinh tế phát triển (Altman và cộng sự, 1979), các công ty hoạt động tại các nền kinh tế mới nổi cũng không phải là ngoại lệ.

Kiệt quệ tài chính (financial distress) xảy ra khi doanh nghiệp không đáp ứng được các hứa hẹn với chủ nợ hay đáp ứng một cách khó khăn. Đôi khi kiệt quệ tài chính đưa đến phá sản, đôi khi nó chỉ có nghĩa là công ty đang gặp khó khăn, rắc rối về tài chính.

Kiệt quệ tài chính rất tốn kém. Các nhà đầu tư luôn lo ngại rằng các doanh nghiệp có vay nợ có thể sẽ rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính, điều này được phản ánh trong giá trị thị trường hiện tại của chứng khoán của doanh nghiệp đó.

Chi phí kiệt quệ tài chính bao gồm:

- Chi phí phá sản gồm các chi phí trực tiếp như lệ phí tòa án và các chi phí gián tiếp phản ánh các khó khăn trong việc quản lý một công ty đang bị tái tổ chức.
- Chi phí kiệt quệ tài chính nhưng chưa phá sản:
- Các mâu thuẫn quyền lợi giữa trái chủ và cổ đông của DN trong kiệt quệ tài chính có thể đưa đến các quyết định yếu kém về hoạt động và đầu tư. Các cổ đông hành động vì quyền lợi cá nhân có thể chuyển rủi ro từ họ sang cho các chủ nợ gánh chịu, bằng cách thi hành các trò chơi làm giảm tổng giá trị của

- Các điều khoản trong hợp đồng nợ được thiết kế để ngăn ngừa các trò chơi này. Nhưng các điều khoản này lại làm gia tăng chi phí soạn thảo, giám sát, và thực thi hợp đồng nợ.

Một câu hỏi được đặt ra là, trong thực tế làm thế nào để có thể dự báo một công ty có khả năng bị kiệt quệ tài chính mà không phải tốn quá nhiều công sức để phân tích một khối lượng “khổng lồ” các thông tin định lượng và định tính của một doanh nghiệp. Câu trả lời là “có thể” bằng cách sử dụng mô hình Z-Score. Đây là một mô hình tương đối đơn giản, nhưng có khả năng phân biệt tốt một công ty kiệt quệ tài chính sắp phá sản và một công ty lành mạnh. Một đặc tính chung của các công ty bị phá sản là chỉ số Z tính theo mô hình thể hiện một xu hướng xói mòn theo thời gian. Do đó mức độ chỉ báo là khá rõ ràng.

Thêm vào đó, trong thực tế, hành vi của DN sẽ như thế nào khi lâm vào tình trạng khánh kiệt tài chính? là một câu hỏi có rất nhiều đáp án khác nhau, chủ yếu là do đặc điểm của DN và môi trường vĩ mô ở các quốc gia khác nhau là không giống nhau. Ví dụ cụ thể như luật pháp về phá sản. Trên thế giới hiện nay luật pháp phá sản có ba gốc chính là gốc từ luật nước Pháp, Đức hay Anh. Những bộ luật có nguồn gốc Anh và Đức nghiêng về bảo vệ quyền lợi của chủ nợ, trong khi bộ luật có nguồn gốc từ Pháp lại nghiêng về bảo vệ quyền lợi của con nợ. Những yếu tố này quy định lối ứng xử cho các DN hoạt động trong môi trường đó.

Trong điều kiện Việt Nam, những kiến thức nói trên là vô cùng cần thiết. Theo La Porta và Lopez de Silanes, khi quyền theo luật pháp của giới chủ nợ được bảo đảm tốt, con đường tín dụng của các DN được mở rộng khá đáng kể, cũng như thế đối với bề rộng và bề sâu của thị trường nợ. Đây là điều hết sức quan trọng đối với một thị trường khát vốn và đang tăng trưởng nóng như ở Việt Nam.

Ở giác độ vĩ mô hơn, các chính phủ phải hành động như thế nào trong trường hợp khủng hoảng tài chính hệ thống, như trường hợp khủng hoảng tài chính Đông Á vào năm 1997-1998, khi mà hàng loạt DN cùng lâm vào tình trạng khánh kiệt ở cùng

2. MỤC ĐÍCH NGHIÊN CỨU CỦA ĐỀ TÀI

Thứ nhất, giới thiệu quá trình thiết lập mô hình Z-Score và các thử nghiệm về sức mạnh dự báo của mô hình về khả năng phá sản của DN.

Thứ hai, giới thiệu các đặc điểm và phương cách giải quyết khánh kiệt tài chính ở một số nước Châu Á.

Thứ ba, giới thiệu các đặc thù của nền kinh tế Việt Nam, Luật phá sản trong tương quan với vấn đề khánh kiệt tài chính, đồng thời đề cập đến mô hình xử lý nợ xấu của Việt Nam như là một phương cách cấu trúc tài chính DN không dùng phương cách phá sản qua tòa án.

Thứ tư, áp dụng mô hình Z-Score cho các DN Việt Nam trong việc dự báo khả năng phá sản.

Thứ năm, đề xuất một số biện pháp hỗ trợ dự báo và giải quyết hiệu quả tình trạng khánh kiệt tài chính ở Việt Nam thông qua những cải cách vĩ mô về kinh tế.

3. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU

Luận văn liên quan đến nhiều lĩnh vực khác nhau như kinh tế, tài chính, luật pháp... cả ở phạm vi trong và ngoài nước. Tuy nhiên, luận án chỉ tập trung vào các vấn đề chính về dự báo, giải quyết tình trạng khánh kiệt tài chính cho DN kèm theo những giải pháp ở tầm vĩ mô và vi mô gắn liền với nó. Các vấn đề khác chỉ đóng vai trò liên quan.

4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Phương pháp nghiên cứu được sử dụng chủ yếu và xuyên suốt là phân tích duy vật biện chứng kết hợp với phương pháp thống kê mô tả.

5. CÁC ĐÓNG GÓP MỚI CỦA LUẬN VĂN

Thứ nhất, luận văn đã trình bày có hệ thống tương đối hoàn chỉnh về quá trình thiết lập một mô hình dự báo khá nổi tiếng trên thế giới, nhưng còn ít được sử dụng ở Việt Nam là mô hình Z-Score.

Thứ hai, luận văn đã phân tích tổng hợp các đặc điểm và kinh nghiệm đối phó với vấn đề khánh kiệt tài chính DN ở trên thế giới, đặc biệt là ở một số nước Đông Á, trên cơ sở đó rút ra được những bài học có thể áp dụng ở Việt Nam.

Thứ ba, phân tích đặc điểm đặc thù của DN Việt Nam đối với vấn đề khánh kiệt tài chính. Qua đó tìm ra những khó khăn cũng như những hạn chế của cấu trúc sở hữu, môi trường luật pháp trong việc dự báo và giải quyết có hiệu quả tình trạng khánh kiệt tài chính DN.

Thứ tư, đưa ra giải pháp dùng mô hình Z-Score dự báo khả năng phá sản DN Việt Nam, đồng thời đưa ra các phương cách hỗ trợ dự báo và giải quyết hiệu quả tình trạng khánh kiệt tài chính.

6. KẾT CẤU CỦA LUẬN VĂN

Ngoài phần mở đầu và kết luận, luận văn được trình bày theo kết cấu như sau:

Chương I: Tổng quan về phân tích chỉ số và mô hình dự báo

Chương II: Nghiên cứu đặc điểm khánh kiệt tài chính và các biện pháp đối phó ở một số nước Châu Á.

Chương III: Vấn đề khánh kiệt tài chính ở Việt Nam

Chương IV: Các giải pháp nâng cao khả năng dự báo và giải quyết hiệu quả tình trạng khánh kiệt tài chính của DN ở Việt Nam

CHƯƠNG I: TỔNG QUAN VỀ PHÂN TÍCH CHỈ SỐ VÀ MÔ HÌNH DỰ BÁO

1.1. PHÂN TÍCH CHỈ SỐ TRUYỀN THỐNG

Sự nhận biết hoạt động của doanh nghiệp và những khó khăn tài chính là một chủ đề có thể được giải quyết cụ thể khi phân tích các chỉ số tài chính. Trước khi phát triển các thước đo định lượng hoạt động của doanh nghiệp, một số tổ chức đã được thiết lập để cung cấp một mô hình định tính các thông tin đánh giá tình trạng tín dụng của các thương gia cụ thể. Chẳng hạn, tiền thân của Hãng Dịch vụ thông tin quốc tế Dun & Bradstreet nổi tiếng ngày nay, được thành lập năm 1849 ở Cincinnati, Ohio, chuyên cung cấp các điều tra tín dụng độc lập. Tập hợp các nghiên cứu chính thức liên quan đến dự báo thất bại doanh nghiệp được thực hiện trong những năm thập niên 1930.

Một tác phẩm kinh điển trong lĩnh vực phân tích chỉ số và xếp hạng phá sản được thực hiện bởi Beaver 1967. Các phân tích kỹ thuật đơn biến của mô hình dự báo phá sản này đã thiết lập nền móng cho các nỗ lực sử dụng kỹ thuật đa biến cho các tác giả khác đi theo. Beaver đã tìm ra một số các chỉ báo có thể phân biệt các mẫu bao gồm các công ty phá sản và không phá sản cho thời gian đến năm năm trước khi phá sản. Mô hình Z-Score đã sử dụng kỹ thuật phân tích đa biến này. Một nghiên cứu tiếp theo của Deakin (1972) đã sử dụng 14 biến như Beaver đã phân tích, nhưng Deakin đã áp dụng những biến này trong một loạt các phân tích đa biến khác.

Những nghiên cứu đề cập trên đã ngầm chỉ ra một khả năng nhất định của các chỉ số như là các công cụ dự báo phá sản. Nhìn chung, những chỉ số đo lường khả năng sinh lợi (profitability), khả năng thanh khoản (liquidity), và khả năng thanh toán (solvency) được thừa nhận như là những chỉ báo quan trọng nhất. Thứ tự tầm quan trọng của các loại là không rõ ràng do hầu hết mỗi nghiên cứu đều trích dẫn chỉ số khác nhau như là chỉ báo quan trọng nhất để dự báo bất ổn DN.

Mặc dù những công trình trên đã thiết lập được khái quát mức độ quan trọng, cách thức thực hiện và xu hướng của những đo lường cụ thể, tuy nhiên, sự áp dụng các

1.2. PHƯƠNG PHÁP PHÂN TÍCH ĐA BIỆT THỨC

Sau khi cân nhắc kỹ lưỡng bản chất của vấn đề và mục đích phân tích, Altman đã chọn phương pháp phân tích đa biệt thức (MDA=Multiple Discriminant Analysis).

Mặc dù không được phổ biến như phương pháp phân tích hồi quy (regression analysis), MDA được sử dụng trong nhiều nghiên cứu từ khi được áp dụng đầu tiên ở thập kỷ 30 của thế kỷ 20. Suốt những năm trước, MDA được sử dụng chủ yếu trong sinh vật học và khoa học nghiên cứu hành vi. Trong những năm gần đây, kỹ thuật này được sử dụng ngày càng phổ biến trong giới học thuật cũng như trong thực tiễn. Altman và đồng sự (1981) đã thảo luận về phân tích biệt thức một cách khá sâu sắc và xem xét một vài ứng dụng của nó vào lĩnh vực tài chính.

MDA là một kỹ thuật thống kê dùng để phân loại một quan sát vào một trong vài nhóm dựa theo những đặc điểm cá biệt của quan sát. Nó được sử dụng chủ yếu

Sau khi các nhóm được thiết lập, dữ liệu được thu thập theo mục đích của nhóm; MDA trong hình thức đơn giản nhất của nó là cố gắng xây dựng quan hệ tuyến tính của những đặc điểm mà chúng có thể phân biệt tốt nhất các nhóm (công ty) với nhau. Nếu một đối tượng cụ thể, như một công ty, có các đặc điểm (các chỉ số tài chính) có thể định lượng cho các công ty trong phân tích, thì phương pháp MDA có thể xác định một bộ hệ số tương quan của biệt thức. Khi những hệ số này được áp dụng vào các chỉ số hiện hữu, sẽ tạo cơ sở cho việc phân loại vào một trong những nhóm định danh.

Kỹ thuật phân tích đa biệt thức có ưu điểm là xem xét cân nhắc toàn bộ tập hợp các đặc điểm chung của các công ty tương ứng, cũng như sự tương tác lẫn nhau của các đặc điểm này. Trong khi đó, một nghiên cứu đơn biến chỉ có thể cân nhắc các công cụ đo lường được sử dụng cho nhóm chỉ định trước tại một thời điểm.

Một ưu điểm khác của phân tích đa biệt thức là sự giảm phạm vi của các nhà phân tích, đó là, từ một số các biến độc lập khác nhau đến chỉ còn G-1 đại lượng, ở đó G bằng với số nhóm gốc. Nghiên cứu ở đây được đề cập với hai nhóm, bao gồm nhóm các công ty phá sản và nhóm các công ty không phá sản. Vì vậy, việc phân tích được chuyển đổi hoàn toàn thành hình thức đơn giản nhất: một đại lượng. Chức năng biệt thức, của mẫu $Z = V_1X_1 + V_2X_2 + \dots + V_nX_n$ chuyển đổi những giá trị của biến cá biệt thành một điểm số biệt thức đơn, hay giá trị Z, mà về sau được dùng để xếp hạng mục tiêu,

Trong đó:

- $V_1, V_2, \dots, V_n =$ các hệ số biệt thức, và
- $X_1, X_2, \dots, X_n =$ các biến độc lập

Phân tích đa biệt thức tính toán hệ số biệt thức V_i , trong khi đó các biến độc lập X_i là các giá trị thực.

Khi sử dụng các chỉ số tài chính để đánh giá khả năng phá sản công ty, có lý do để tin rằng vài chỉ số đo lường nhất định sẽ có quan hệ tương quan hay cộng tuyến cao với các chỉ số khác. Để cho khía cạnh này không trầm trọng ở phân tích biệt thức, ta phải chọn lựa cẩn thận các biến dự báo. Đó cũng là một ưu điểm về tính mềm dẻo của mô hình với một lượng tương đối nhỏ các chỉ số đo lường được chọn mà có thể truyền đạt lượng lớn thông tin. Những thông tin này có thể biểu hiện sự khác nhau rất lớn giữa các nhóm khác nhau, nhưng vấn đề là có hay không những khác biệt quan trọng là điều đáng quan tâm hơn của quá trình phân tích.

Có lẽ ưu điểm cơ bản của phân tích đa biệt thức trong việc giải quyết vấn đề phân loại công ty là khả năng phân tích toàn bộ biến của một đối tượng một cách đồng thời hơn là kiểm tra tuần tự các đặc điểm các biệt của đối tượng đó. Giống như các chương trình đường thẳng và tổng thể đã cải thiện kỹ thuật truyền thống trong dự toán ngân sách vốn, xu hướng phân tích đa biệt thức so với phân tích chỉ số truyền thống có tiềm năng sửa đổi một cách đúng đắn các bất ổn. Một cách rõ ràng, sự kết hợp các chỉ số được phân tích với nhau có thể loại bỏ những điểm mập mờ và phân loại sai có thể có như đã thấy ở những nghiên cứu phân tích chỉ số truyền thống trước đó.

Như ta sẽ thấy, mô hình Z-Score là một phân tích tuyến tính trong đó năm chỉ số được gán trọng số một cách khách quan và cộng với nhau thành một chỉ số duy nhất mà nó sẽ trở thành nền tảng cho việc phân loại công ty vào các nhóm cần phân tích, kiệt quệ hay không kiệt quệ.

1.3. MÔ HÌNH Z-SCORE

Khi nghiên cứu thiết lập mô hình Z-Score, Altman đã thực hiện các bước như sau:

BƯỚC 1: SỰ CHỌN MẪU

Mẫu ban đầu bao gồm 66 công ty với 33 công ty ở mỗi nhóm. Nhóm phá sản (kiệt quệ) (nhóm 1) là những nhà sản xuất đã nộp đơn phá sản theo chương 10 của Luật

Phá Sản Hoa Kỳ trong giai đoạn 1946 đến 1965. Thời kỳ 20 năm không phải là sự chọn lựa tốt nhất bởi vì các chỉ số trung bình cũng chịu những thăng trầm theo thời gian. Một cách lý tưởng, chúng ta sẽ chọn danh sách các chỉ số ở giai đoạn t để dự báo các công ty khác trong giai đoạn tiếp theo $t+1$. Không may, điều này là không thể thực hiện bởi vì sự hạn chế về dữ liệu.

Nhận thấy rằng nhóm này là không hoàn toàn thuần nhất, (bởi vì sự khác nhau về ngành và kích cỡ công ty), Altman đã cố gắng thực hiện sự lựa chọn cẩn thận các công ty không phá sản (không kiệt quệ).

Nhóm hai bao gồm một mẫu ghép đôi của các doanh nghiệp sản xuất được chọn từ cơ sở phân loại ngẫu nhiên. Các công ty được phân lớp bởi ngành và kích cỡ doanh nghiệp, với phạm vi tài sản được giới hạn nghiêm ngặt từ 1 triệu USD đến 25 triệu USD. Giá trị tài sản trung bình của các công ty trong nhóm 2 (9.6 triệu USD) lớn hơn một ít so với nhóm 1, nhưng để hai nhóm có kích cỡ tài sản như nhau là điều dường như không cần thiết. Các công ty trong nhóm 2 vẫn còn hoạt động trong thời gian phân tích. Cũng vậy, dữ liệu thu thập từ cùng các năm cho các công ty phá sản. Đối với thử mẫu đầu tiên, dữ liệu được xây dựng từ các dữ liệu báo cáo tài chính kỳ hạn một năm báo cáo trước khi phá sản. Dữ liệu được xây dựng từ Sổ Tay Ngành của tổ chức Moody và từ các báo cáo được chọn lọc hằng năm. Thời gian chết trung bình của các báo cáo tài chính là 7 tháng rưỡi (thời gian giữa kết thúc năm và hoàn thành báo cáo) (lead-time).

Một chi tiết quan trọng là xác định cỡ tài sản của nhóm được lấy mẫu. Quyết định loại bỏ các công ty nhỏ (tài sản dưới 1 triệu USD) và các công ty rất lớn ra khỏi mẫu là cần thiết cho phạm vi tài sản các công ty trong nhóm 1. Thêm vào đó, vụ việc phá sản của các công ty cỡ lớn là rất hiếm trước năm 1966. Điều này đã thay đổi từ năm 1970 với sự xuất hiện vài vụ phá sản rất lớn ví dụ như Penn Central R.R. Những vụ phá sản ở các ngành công nghiệp cũng xuất hiện ngày càng nhiều kể từ năm 1978. Tính chung, có ít nhất 100 vụ phá sản theo chương 11 với tài sản hơn 1 tỷ USD kể từ năm 1978 (là năm ban hành luật phá sản mới)

Những chỉ trích thường thấy là đối với các chỉ số tài chính, về bản chất, số liệu thống kê cho thấy chúng chịu sự ảnh hưởng của yếu tố kích cỡ doanh nghiệp, và do đó nên loại bỏ tác động của yếu tố này trong phân tích. Mô hình Z-Score xuất hiện có thể đáp ứng được nhu cầu này.

BƯỚC 2: LỰA CHỌN BIẾN

Sau khi hình thành được khái niệm nhóm và chọn được công ty, đến việc thu thập các bảng cân đối và các báo cáo kết quả kinh doanh. Bởi vì số lượng lớn biến được tìm thấy đều là những chỉ báo quan trọng cho các vấn đề của các công ty trong các nghiên cứu quá khứ, một danh sách gồm 22 chỉ số hữu ích được thu thập để đánh giá. Các biến được phân thành 5 nhóm, bao gồm *nhóm chỉ số thanh khoản*, *nhóm chỉ số lợi nhuận*, *nhóm chỉ số đòn bẩy*, *nhóm chỉ số khả năng thanh toán* và *nhóm chỉ số hoạt động*. Các chỉ số được chọn trên cơ sở tính phổ biến về học thuật và khả năng tương thích đối với công trình nghiên cứu, và có một vài chỉ số mới trong phân tích này. *Nghiên cứu của Beaver (1967) kết luận rằng chỉ số dòng tiền trên nợ* là chỉ số chỉ báo đơn mạnh nhất. Chỉ số này không được xem xét trong công trình này bởi vì thiếu dữ liệu nhất quán và chính xác về khấu hao và dòng tiền. Từ danh sách 22 chỉ số, 5 chỉ số đã được chọn vì chúng đã thể hiện tốt nhất trong việc liên kết dự đoán phá sản công ty. Các chỉ số này không bao gồm tất cả các biến số quan trọng nhất được đo lường một cách độc lập. Để đạt được tập hợp các biến số cuối cùng, các thủ tục sau đã được sử dụng: (1) quan sát mức ý nghĩa thống kê của các chức năng thay thế khác nhau, bao gồm việc xác định phần đóng góp tương đối của các biến số độc lập; (2) đánh giá sự tương quan giữa các biến số có liên quan; (3) quan sát độ chính xác về mặt dự báo của các tập hợp biến; và (4) đánh giá của các chuyên gia.

Biệt thức cuối cùng được thể hiện như sau:

$$Z = 0.012X_1 + 0.014X_2 + 0.033X_3 + 0.006X_4 + 0.999X_5$$

Trong đó:

X_1 = working capital/total assets = Vốn lưu động/ Tổng tài sản,

X_2 = Retained earning/ total assets = Lợi nhuận giữ lại/ Tổng tài sản

$X_3 = \text{Earning before tax and interest} / \text{total assets} = \text{Lợi nhuận trước thuế và lãi vay} / \text{Tổng tài sản},$

$X_4 = \text{Market value equity} / \text{book value of total liabilities} = \text{Giá trị thị trường của vốn CSH} / \text{giá trị sổ sách của nợ phải trả},$

$X_5 = \text{Sales} / \text{total assets} = \text{Tổng doanh thu} / \text{Tổng tài sản}, \text{ và}$

$Z = \text{overall index} = \text{chỉ số tổng hợp},$

Chú ý rằng, mô hình không có một hằng số nào (số giới hạn). Đó bởi vì các phần mềm cụ thể được sử dụng, và kết quả là, điểm số giới hạn tương ứng giữa hai nhóm không phải là 0. Phần mềm khác, như SAS và SPSS, có một hằng số, mà nó chuẩn hóa điểm giới hạn ở 0 nếu số mẫu của hai nhóm là bằng nhau.

BƯỚC 3: GIẢI THÍCH CÁC BIẾN SỐ

$X_1, \text{working capital} / \text{total assets (WC/TA)} = \text{Vốn lưu động} / \text{Tổng tài sản}$

Chỉ số working capital/ total assets, thường được tìm thấy trong các nghiên cứu về các trực trặc DN, là một công cụ đo lường độ thanh khoản ròng của các tài sản của công ty tương ứng với tổng vốn. Working capital được định nghĩa như là sự khác nhau giữa current assets – tài sản lưu động và current liabilities- nợ ngắn hạn. Tính thanh khoản và đặc điểm về kích thước được cân nhắc rõ nét. Thông thường, một công ty trải qua một thời kỳ lỗ hoạt động kéo dài sẽ có tài sản lưu động bị co lại so với tổng tài sản. Trong ba chỉ số thanh khoản được đánh giá, chỉ số này tỏ ra là chỉ số đáng giá nhất. Hai chỉ số thanh khoản khác được kiểm tra là current ratio- chỉ số thanh toán hiện hành và quick ratio – chỉ số thanh toán tức thời. Chúng xem ra kém hữu ích và phụ thuộc vào khuynh hướng bảo thủ của một vài công ty thất bại.

$X_2, \text{retained earnings} / \text{total assets (RE/TA)} = \text{Lợi nhuận giữ lại} / \text{Tổng tài sản}$

Lợi nhuận giữ lại thể hiện tổng số thu nhập được tái đầu tư hay mức lỗ của một doanh nghiệp trong suốt thời gian tồn tại của nó. Chỉ số này cũng được xem như là thặng dư kiểm được từ quá trình hoạt động. Điều đáng chú ý là chỉ số này phụ thuộc vào sự vận động thông qua tái cấu trúc và tuyên bố chia cổ tức, vốn không phải là đối tượng nghiên cứu của nghiên cứu này, có thể hiểu rằng một xu hướng sẽ được

hình thành thông qua tái tổ chức, hoặc chính sách chia cổ tức hoặc những điều chỉnh phù hợp trong các tài khoản kế toán.

Một khía cạnh mới thú vị về chỉ số lợi nhuận giữ lại là khả năng đo lường lợi nhuận tích lũy theo thời gian. Thời gian hoạt động ngắn hay dài của một công ty được cân nhắc hoàn toàn ở chỉ số này. Ví dụ, các công ty trẻ thường thể hiện một chỉ số RE/TA thấp bởi vì nó chưa có thời gian để tích lũy lợi nhuận. Vì vậy, có thể lập luận là các công ty trẻ ở một mức độ nào đó bị phân biệt đối xử trong phân tích này, và khả năng các công ty này được xếp vào nhóm phá sản là cao hơn một cách tương đối so với các công ty có thời gian hoạt động nhiều hơn. Nhưng đó là điều chính xác trong thế giới thực. Các công ty dễ bị phá sản ở những năm đầu hoạt động. Trong năm 1993, khoảng 50% số các công ty bị phá sản trong từ một đến 5 năm đầu hoạt động (Dun & Bradstreet, 1994).

Thêm vào đó, chỉ số RE/TA đo lường đòn bẩy của một doanh nghiệp. Những công ty với mức RE cao, so với TA, có thể tài trợ tài sản thông qua việc giữ lại lợi nhuận và không sử dụng nhiều nợ.

X₃, Earnings before Interest and taxes/Total assets (EBIT/TA)=Lợi nhuận trước thuế và lãi vay/Tổng tài sản (chỉ số hiệu suất sử dụng tài sản)

Chỉ số này đo lường năng suất thật của tài sản doanh nghiệp, một cách độc lập với thuế và vay nợ. Bởi vì sự sinh tồn tối hậu của một doanh nghiệp là dựa vào khả năng tạo ra tiền của tài sản, chỉ số này xuất hiện rất hay trong nghiên cứu liên quan đến thất bại doanh nghiệp. Hơn nữa, việc mất khả năng thanh toán trong các trường hợp phá sản xảy ra khi tổng nợ lớn hơn giá trị đúng của tài sản công ty với giá trị được xác định dựa trên khả năng sinh lợi của tài sản. Chỉ số này có khả năng chỉ báo tốt hơn các chỉ số sinh lợi khác, kể cả dòng tiền.

X₄, Market value of Equity/Book value of total liabilities (MVE/TL) = Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu /Giá trị sổ sách của nợ

Vốn chủ sở hữu được đo lường bởi giá trị thị trường của tất cả cổ phiếu, cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thường, trong khi nợ bao gồm cả nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Chỉ số này đo mức độ có thể sụt giảm về mặt giá trị của tài sản công ty (đo lường bởi giá

trị thị trường của vốn chủ sở hữu và nợ) trước khi nợ vượt quá tài sản và công ty mất khả năng thanh toán. Ví dụ, một công ty với giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu là 1000 USD, và nợ là 500 USD có thể chịu được sự sụt giảm 2/3 giá trị tài sản trước khi mất khả năng thanh toán (sụt 2/3 tài sản tức là tổng giá trị tài sản còn lại $=1/3*(1000+500)=500$ USD). Tuy nhiên, cùng một công ty với 250 USD giá trị vốn chủ sở hữu sẽ bị mất khả năng thanh toán nếu tài sản giảm chỉ còn 1/3 giá trị. Chỉ số này bổ sung kích thước giá trị thị trường mà hầu hết các nghiên cứu phá sản khác không đề cập đến.

X_5 , Sales/Total assets (S/TA) = Tổng doanh thu/ Tổng tài sản

Chỉ số doanh thu trên tổng tài sản là một chỉ số tài chính tiêu chuẩn minh họa cho khả năng tạo ra thu nhập của tài sản doanh nghiệp. Nó là một thước đo khả năng quản trị trong môi trường cạnh tranh. Chỉ số cuối cùng này khá quan trọng nhưng nó là chỉ số kém quan trọng nhất dựa trên cơ sở cá thể. Thật ra, dựa trên các kiểm định mức ý nghĩa bằng thống kê đơn biến, nó không nên xuất hiện. Tuy nhiên, bởi vì mối quan hệ duy nhất của nó với các biến số khác của mô hình, chỉ số sales/total assets xếp hạng thứ hai trong việc góp phần vào khả năng phân biệt tổng thể của mô hình. Tuy nhiên, có sự khác biệt lớn về doanh thu giữa các ngành, và Altman sẽ phát triển một mô hình thay thế (Z'') mà không có chỉ tiêu X_5 ở phần sau.

ĐIỂM CẦN CHÚ Ý

Mọi người nên chú ý sử dụng mô hình này một cách đúng đắn. Do việc sắp xếp định dạng máy tính ban đầu, biến X_1 đến biến X_4 phải được tính toán như là các giá trị ở dạng phần trăm. Ví dụ, công ty có chỉ số X_1 là 10% thì phải được để là 10.0% mà không được chuyển là 0.10. Chỉ có chỉ số X_5 được biểu diễn khác: đó là nếu X_5 là 200% thì được biểu diễn là 2.0. Các nhà phân tích thực tiễn có thể được chú ý bởi hệ số biệt thức cực kỳ cao của X_5 . Sự dường như bất thường này là do định dạng của các biến số khác nhau. Bảng 1 minh họa đặc điểm kỹ thuật và hình thức của từng biến số trong năm biến số độc lập trên.

Trong nhiều năm trời, các công ty tìm thấy một dạng thể hiện tiện nghi hơn của mô hình là:

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.0X_5$$

Để đánh giá khả năng phá sản của các công ty, chỉ số Z của chúng được so sánh với các mức điểm được xác định trước như dưới đây

$Z < 1.81$: Phá sản

$1.81 < Z < 2.99$: Không rõ ràng

$2.99 < Z$: Lành mạnh

Sử dụng công thức này, thì các biến từ X_1 đến X_4 được sử dụng dưới dạng số tuyệt đối, ví dụ 0.10 thay vì 10% và làm tròn hệ số cuối bằng 1.0 (từ 0.99). Biến số cuối tiếp tục được viết dưới dạng số tuyệt đối. Điểm số cho các công ty đơn lẻ và các nhóm phân loại tương ứng và điểm ngưỡng vẫn khác nhau thấy rõ. Định dạng này đã được sử dụng trong một vài tình huống thực tế, ví dụ như công trình của Altman và Lafleur (1981).

Bảng 1.1: Biến trung vị và kiểm nghiệm mức ý nghĩa

Biến	Trung vị của nhóm phá sản/Bankrupt Group mean ⁿ	Trung vị của nhóm không phá sản/Nonbankrupt Group mean ⁿ	Chỉ số F F Ratio ⁿ
$X_1 = WC/TA$	-6.1%	41.4%	32.5*
$X_2 = RE/TA$	-62.6%	35.5%	58.86*
$X_3 = EBIT/TA$	-31.8%	15.4%	26.56*
$X_4 = MVE/BVL$	40.1%	247.7%	32.26*
$X_5 = S/TA$	1.5	1.9	2.84

N=33

$F_{1,60}(0.001)=12.0$; $F_{1,60}(0.01)=7.00$; $F_{1,60}(0.05)=4.00$

* Mức ý nghĩa 0.001

BƯỚC 4: KIỂM TRA CÁC BIẾN SỐ

Một kiểm nghiệm xác định khả năng phân biệt của mô hình là kiểm nghiệm F-value, bằng cách lấy chỉ số tổng bình phương (sums of squares) của nhóm này so với tổng bình phương của nhóm khác. Khi chỉ số này cực đại, nó có tác dụng phân tán trung vị của nhóm rộng ra, và đồng thời, giảm sự phân tán của các điểm cá thể (giá trị Z của công ty) ra xa trung vị của nhóm tương ứng. Một cách lô gíc, kiểm nghiệm này (còn gọi là kiểm nghiệm F) là phù hợp vì mục tiêu của phương pháp

phân tích đa nhân tố là nhận dạng và sử dụng những biến số mà chúng phân biệt tốt nhất các nhóm khác nhau và đồng dạng nhất trong nhóm.

Trung bình nhóm của hai nhóm mẫu gốc là

Chỉ số Z của nhóm 1 = -0.254 (với $F = 20.7$) = $(1.2*(-6.1\%)) + (1.4*(-62.6\%)) + (3.3*(-31.8\%)) + (0.6*40.1\%) + (1*1.5)$

Chỉ số Z của nhóm 2 = $+4.8882$ (với $F_{4n}(0.01) = 3.84$) = $(1.2*41.4\%) + (1.4*35.5\%) + (3.3*15.4\%) + (0.6*247.7\%) + (1*1.9)$

Kiểm nghiệm mức ý nghĩa do vậy bác bỏ giả thiết rỗng mà các quan sát phát sinh từ cùng một đám đông.

Các trung vị biến ở một báo cáo tài chính trước khi phá sản và kết quả thống kê F được biểu diễn trong bảng 1. Biến X_1 đến biến X_4 đều có mức ý nghĩa 0.001, diễn đạt sự khác nhau cực kỳ quan trọng giữa các biến giữa các nhóm công ty khác nhau. Biến X_5 không diễn đạt được sự khác biệt quan trọng giữa các nhóm và lý do để cho biến này vào nhóm các biến là chưa rõ ràng lắm. Ở một mức độ nghiêm ngặt về đơn biến, tất cả các chỉ số đều có giá trị cao hơn ở các công ty không phá sản. Cũng như thế, tất cả các hệ số biệt thức đều có dấu hiệu rất khả quan như mong đợi. Bởi thế, một công ty có khả năng phá sản càng cao thì điểm số biệt thức của nó càng thấp. Rõ ràng rằng bốn trong năm biến số diễn đạt sự khác nhau quan trọng giữa các nhóm, nhưng tầm quan trọng của phương pháp đa biệt thức là ở khả năng tách nhóm thông qua sự đo lường đa biến số.

Một khi các giá trị của các hệ số biệt thức được ước lượng, ta có thể tính toán điểm biệt thức của mỗi quan sát trong mẫu, hay các công ty, và ấn định các quan sát vào một nhóm dựa vào điểm số này. Sự cần thiết của quy trình là so sánh hồ sơ của một công ty cá thể với hồ sơ của một nhóm lựa chọn. Sự so sánh được đo lường bởi giá trị “chi bình phương” và các chỉ định được thực hiện dựa vào sự tương tự tương đối của các điểm số công ty so với điểm số nhóm.

MẪU BAN ĐẦU

Mẫu ban đầu gồm 2 nhóm với 33 công ty mỗi nhóm, được kiểm tra bằng cách sử dụng dữ liệu báo cáo tài chính thu thập một năm trước khi phá sản. Bởi vì các hệ số

biệt thức và các phân phối nhóm được xây dựng từ mẫu này, nên sự phân loại thành công được kỳ vọng rất cao. Điều này xảy ra bởi vì các công ty được phân loại bằng sử dụng chức năng biệt thức, thực tế, là dựa vào các công cụ đo lường riêng lẻ cho cùng các công ty này. Ma trận phân loại cho mẫu gốc được biểu diễn trong bảng 2

Bảng 1.2: Kết quả phân loại của mẫu gốc

	Số đúng	Phần trăm chính xác	Phần trăm không chính xác	Mẫu n	Thực tế	Dự đoán	
						Nhóm 1	Nhóm 2
					Nhóm 1	31	2
					Nhóm 2	1	32
Kiểu I	31	94	6	33			
Kiểu II	32	97	3	33			
Tổng	63	95	5	66			

Mô hình thể hiện cực kỳ chính xác trong việc phân loại đúng 95% cho tổng số các công ty trong mẫu. Còn nhóm I sai số chỉ có 6% trong lúc nhóm II thậm chí còn ít hơn với 3%. Những kết quả này là rất tốt như kỳ vọng.

KIỂM ĐỊNH BÁO CÁO HAI NĂM TRƯỚC KHI PHÁ SẢN

Cuộc kiểm định thứ hai quan sát khả năng của mô hình cho các công ty sử dụng các dữ liệu báo cáo tài chính thu thập được hai năm trước khi phá sản. Thời kỳ hai năm là một sự cường điệu bởi vì thời gian chết giữa lúc bắt và lúc hoàn thành bình quân cho việc các công ty được sắp xếp là khoảng 20 tháng, với hai công ty có thời gian chết là 13 tháng. Kết quả được biểu diễn trong bảng 3. Sự giảm chính xác là điều có thể hiểu được bởi vì các biểu hiện của sự phá sản tiềm tàng là kém rõ hơn. Tuy nhiên 72% phân định chính xác là bằng chứng rằng sự phá sản có thể tiên đoán trước 2 năm. Sai số của nhóm II lớn hơn một chút (6% so với 3%) trong kiểm nghiệm này, nhưng như thế vẫn là cực kỳ chính xác.

Bảng 1.3: Kết quả phân loại mẫu cho thời gian hai năm trước khi phá sản

	Số đúng	Phần trăm chính xác	Phần trăm không chính xác	Mẫu n	Nhóm	Dự đoán	
						Nhóm 1 (phá sản)	Nhóm 2 (không phá sản)
					Nhóm 1	23	9
					Nhóm 2	2	31
Kiểu I	23	72	28	32			
Kiểu II	31	94	6	33			
Tổng	54	83	17	65			

MẪU THỨ CẤP CỦA CÁC CÔNG TY PHÁ SẢN.

Để kiểm tra mô hình một cách nghiêm ngặt cho các công ty phá sản và các công ty không phá sản, hai mẫu mới được giới thiệu. Mẫu thứ nhất được tập hợp gồm 25 công ty bị phá sản. Những công ty này có mức tài sản tương tự với các công ty của nhóm phá sản ban đầu. Trên cơ sở của các thông số được thiết lập trong mô hình biệt thức để phân loại các công ty trong mẫu thứ cấp này, sự chính xác trong việc dự đoán cho mẫu này ở thời điểm một năm trước khi phá sản được mô tả trong bảng 4. Những kết quả thu được gây ngạc nhiên vì một nhóm đáng lẽ không được kỳ vọng nhiều lại trở nên tốt hơn so với mẫu ban đầu (96% so với 94%). Hai lý do có thể chấp nhận là khuynh hướng đi lên tồn tại một cách thông thường trong thử nghiệm mẫu đầu tiên không được thể hiện ở trong nghiên cứu này và / hoặc mô hình như đã mô tả từ trước không được tối ưu.

Bảng 1.4: Kết quả sắp xếp mẫu thứ cấp của các công ty phá sản

	Nhóm phá sản			Dự đoán	
	Số đúng	Phần trăm đúng	Phần trăm sai	Phá sản	Không phá sản
				24	1
Kiểu I (tổng cộng)	24	96	4	N=25	

KIỂM NGHIỆM MÔ HÌNH DỰA TRÊN MẪU TIẾP THEO GỒM CÁC CÔNG TY KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH

Trong kiểm nghiệm lần thứ 3 tiếp theo Altman đã kiểm tra 86 công ty kiệt quệ tài chính từ 1969 đến 1975, 110 công ty bị phá sản từ 1976 – 1995 và 120 công ty phá sản từ 1997 – 1999. Altman đã tìm ra rằng mô hình chỉ số Z, sử dụng điểm giới hạn là 2,675, dự đoán được chính xác từ 82% - 94%. Một nghiên cứu thử nghiệm lặp lại cho đến năm 1999, độ chính xác của mô hình Z - Score trên mẫu các công ty bị kiệt quệ tài chính giao động từ 80% - 90%, dựa trên dữ liệu của một kỳ báo cáo trước khi phá sản.

Tuy nhiên, sai lầm kiểu II (sắp các công ty vô nhóm phá sản nhưng không phá sản) đã tăng một cách đáng kể từ 15% - 20% cho mọi công ty và 10% của các công ty lớn nhất có điểm số Z dưới 1,81. Tuy nhiên những thử nghiệm gần đây cho thấy rằng điểm số Z trung bình tăng một cách đáng kể với mức tăng bình quân từ 4 đến 5 cấp trong giai đoạn 1970 – 1995 lên đến 10 cấp năm 1999. Nhưng cấp trung bình vẫn không tăng nhiều. Phần tăng quan trọng trong chỉ số Z trung bình là do giá cổ phiếu tăng một cách chóng mặt và điều này làm ảnh hưởng đến chỉ số X_4 .

Altman ủng hộ việc sử dụng mức thấp hơn của vùng chưa rõ ràng (1.81) như là một điểm giới hạn thực tế của chỉ số Z hơn là điểm giới hạn của chỉ số 2.675. Điểm số sau là kết quả của mức độ lỗi tổng thể thấp hơn trong thử nghiệm ban đầu. Theo số liệu thống kê, năm 1999 tỷ lệ của các công ty trong nền công nghiệp Hoa Kỳ có điểm số Z dưới 1.81 là hơn 20%.

MẪU THỬ NGHIỆM THỨ NHÌ CỦA CÁC CÔNG TY KHÔNG BỊ PHÁ SẢN

Một mẫu các công ty được chọn bởi tình trạng phá sản của nó (nhóm I) hoặc mức độ tương tự với nhóm I về mọi phương diện trừ việc vẫn tồn tại. Nhưng câu hỏi đặt ra là điều gì làm cho các công ty này tuy gặp các khó khăn về tạo ra lợi nhuận, nhưng lại không đến nỗi phải phá sản? Sự phân loại phá sản của các công ty thuộc diện này là một ví dụ của lỗi loại II. Một thử nghiệm chặt chẽ riêng biệt tính hiệu quả của mô hình biệt thức sẽ tìm ra một mẫu lớn các công ty gặp phải vấn đề về thu nhập và sau đó được quan sát kết quả phân loại của mô hình Z tương ứng.

Để thực hiện những thử nghiệm trên, một mẫu 66 công ty được chọn lựa trên cơ sở báo cáo thu nhập thuần trong những năm 1958 – 1961, với 33 công ty mỗi loại.

Trên 65% các công ty này đã trải qua 2 – 3 năm có lợi nhuận âm từ 3 năm trước đó. Các công ty được chọn lựa không tính đến kích cỡ tài sản, với 2 tiêu chuẩn là chúng phải là công ty sản xuất và bị lỗ từ 1958 – 1961. Những công ty này sau đó được đánh giá bằng mô hình biệt thức để xác định khả năng phá sản của chúng. Kết quả cho thấy 14 trong 66 công ty được xếp loại đã bị phá sản, còn 52 công ty còn lại được xếp đúng. Vì vậy mô hình biệt thức đã xếp loại đúng được 79% các công ty trong mẫu. Tỷ lệ này rất ấn tượng khi một ai đó để ý rằng những công ty này đã tạo thành một mẫu thứ cấp được thừa nhận là hoạt động kém hơn mức trung bình. Thử nghiệm t cho mức ý nghĩa của kết quả là 4.8; mức ý nghĩa ở 0.001. Một khía cạnh thú vị khác của thử nghiệm này là mối quan hệ của các công ty tạm thời bị bệnh này và khu vực không xác định. Khu vực không xác định là phạm vi của chỉ số Z mà việc sắp sai nhóm có thể xảy ra.

Trong 14 công ty bị xếp sai nhóm trong mẫu thứ nhì, 10 công ty có chỉ số Z nằm giữa 1.81 và 2.67, điều này chỉ ra rằng mặc dù chúng được xếp loại vào nhóm bị phá sản, sự dự đoán phá sản lại không rõ ràng như khi phần lớn xảy ra trong mẫu đầu tiên của các công ty bị phá sản. Thực ra, chỉ có 1/3 trong số 66 công ty trong mẫu sau cùng có chỉ số Z nằm trong khu vực đan xen vào nhau, mà nhấn mạnh rằng quá trình chọn lựa là thành công khi chọn ra các công ty có biểu hiện bị giảm giá trị (thua lỗ). Mặc dù các thử nghiệm đều dựa vào dữ liệu từ hơn 40 năm về trước, chúng vẫn thể hiện sự mạnh mẽ của mô hình khi sử dụng vào năm 2000.

ĐỘ CHÍNH XÁC DÀI HẠN

Kết quả trước cung cấp bằng chứng quan trọng về độ tin cậy các kết luận xây dựng từ các mẫu ban đầu. Một sự mở rộng hợp lý sẽ là xem xét hiệu quả tổng thể của mô hình biệt thức cho một khoảng thời gian lâu hơn trước khi xảy ra phá sản.

Để trả lời câu hỏi này, dữ liệu được thu thập cho 33 công ty ban đầu từ năm thứ 3, năm thứ 4 và năm thứ 5 trước khi xảy ra phá sản. Một cơ sở mặc định là, khi thời gian tăng lên, khả năng dự báo tương đối của mọi mô hình đều giảm xuống. Điều này là chính xác trong các nghiên cứu đơn biến đã trích dẫn trước đó, và cũng đúng cho các mô hình đa biệt thức. Dựa vào những kết quả trên, có thể thấy mô hình Z

Score là một mô hình dự báo phá sản chính xác đến 2 năm trước khi xảy ra kiệt quệ tài chính và độ chính xác sẽ giảm nhiều khi khoảng thời gian dự báo kéo dài hơn. Altman cũng đã thực hiện một phân tích xu hướng dựa trên các chỉ số riêng lẻ của mô hình. Hai kết luận quan trọng nhất của khuynh hướng này là (1) mọi chỉ số được quan sát biểu hiện một khuynh hướng xói mòn khi sự phá sản đến gần, và (2) thay đổi rõ nét nhất trong phần lớn các chỉ số này xảy ra giữa năm thứ ba và năm thứ hai trước khi phá sản. Mức độ thay đổi được đo lường bởi sự thay đổi hàng năm của giá trị chỉ số. Quan sát sau đặc biệt quan trọng bởi nó cung cấp bằng chứng tương thích với những kết luận được rút ra từ mô hình biệt thức. Vì vậy, các thông tin quan trọng thừa hưởng từ xu hướng đo lường của các chỉ số riêng lẻ gánh vác được tầm quan trọng tương xứng khi được kết hợp với các phân tích biệt thức bổ sung.

CHỈ SỐ Z-SCORES TRUNG BÌNH THEO THỜI GIAN

Như bảng 1.5 cho thấy, Altman đã thử nghiệm mô hình Z-Score cho nhiều mẫu khác nhau trong khoảng thời gian hơn 30 năm. Trong mỗi thử nghiệm, độ chính xác của kiểu I, sử dụng điểm giới hạn là 2.67 nằm trong phạm vi từ 82-94%, dựa vào dữ liệu từ một năm báo cáo tài chính trước khi phá sản xảy ra hay mất khả năng chi trả cho các trái phiếu nợ. Thực vậy, trong thử nghiệm gần đây nhất, dựa trên 120 công ty bị vỡ nợ trong những năm 1997-1999, độ chính xác của các dự báo phá sản là 94% (113 trong tổng 120). Sử dụng điểm giới hạn 1.81, tỷ lệ chính xác vẫn ở mức ấn tượng là 84%. Tỷ lệ chính xác 94%, với mức giới hạn 2.67 là có thể so sánh được với độ chính xác trong mẫu đầu tiên mà đã dùng để xây dựng mô hình này.

Vì vậy, có thể kết luận rằng mô hình Z-Score vẫn giữ được độ chính xác cao và mô hình vẫn có khả năng dự báo mạnh mẽ mặc dù đã ra đời cách đây nhiều năm. Tuy nhiên, trong thập kỷ 90 thế kỷ 20, mức chính xác của kiểu II, đã tăng đến 15-20% đối với các công ty sản xuất được liệt kê trong dữ liệu thống kê Hoa Kỳ.

Bảng 1.5: Phân loại và độ chính xác của mô hình dự báo phá sản Z-Score (1968)

Số năm trước phá sản	Mẫu gốc (33)	Mẫu đối chứng (25)	Mẫu năm 1969-1975 (86)	Mẫu năm 1976-1995 (110)	Mẫu năm 1997-1999 (120)
1	94% (88%)	96% (92%)	82% (75%)	85% (78%)	94% (84%)
2	72%	80%	68%	75%	74%
3	48%				
4	29%				
5	36%				

Ghi chú: Sử dụng 2.67 là điểm giới hạn (độ chính xác khi dùng điểm giới hạn 1.81 năm trong ngoặc đơn)

1.4. MÔ HÌNH ALTMAN Z-SCORE ÁP DỤNG CHO CÁC CÔNG TY TƯ NHÂN

Có lẽ yêu cầu thường xuyên nhất mà Altman nhận được từ những người quan tâm đến việc sử dụng mô hình Z-Score là, "làm thế nào để áp dụng mô hình này cho các công ty trong lĩnh vực tư nhân?". Các nhà phân tích tín dụng, những người hoạch định kinh tế tư nhân, kiểm toán viên, và bản thân các công ty đều quan ngại rằng mô hình gốc chỉ có thể áp dụng cho các công ty đại chúng (bởi vì X_4 cần đến dữ liệu về giá trị cổ phiếu). Và chính xác hoàn toàn là mô hình Z-Score là một mô hình dành cho các công ty đại chúng và việc điều chỉnh không phù hợp sẽ không có giá trị khoa học. Chẳng hạn như, điều chỉnh rõ ràng nhất là dùng giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu bằng giá trị thị trường và tính lại $V_4.X_4$. Trước khi vấn đề này chính thức được bàn luận, các nhà phân tích có ít cơ hội để chọn lựa để làm điều này bởi vì bộ giá trị thay thế chưa sẵn sàng.

MÔ HÌNH Z-SCORE ĐIỀU CHỈNH

Không đơn giản là chèn một thông số đại diện vào mô hình sẵn có để tính chỉ số Z, Altman đề nghị một sự đánh giá lại toàn bộ mô hình, dùng giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu thay thế giá trị thị trường trong biến X_4 . Điều này sẽ làm thay đổi tất cả các hệ số của biệt thức (không chỉ thay đổi ở thông số của biến mới) và tiêu chuẩn phân loại và các điểm giới hạn cũng thay đổi theo. Đây là điều thực sự đã xảy ra.

Kết quả của mô hình Z-Score điều chỉnh với biến mới X_4 là:

$$Z' = 0.717X_1 + 0.847X_2 + 3.107X_3 + 0.420X_4 + 0.998X_5$$

Các điểm ngưỡng cho chỉ số Z' này như sau:

Phá sản $Z' < 1.23$

Không rõ ràng $1.23 < Z' < 2.90$

Lành mạnh $2.90 < Z'$

Phương trình mới này trông khác với mô hình trước đó; chẳng hạn như hệ số của biến X_1 đã thay đổi từ 1.2 thành 0.7. Nhưng mô hình trông khá tương tự như mô hình đã sử dụng giá trị thị trường. Biến số thực sự đã được điều chỉnh, X_4 , đã cho thấy hệ số đổi thành 0.42 so với lúc đầu là 0.6001; đó là vì, với thay đổi này nó ít ảnh hưởng hơn lên chỉ số Z . X_3 và X_5 hầu như là không đổi. Thử nghiệm biến đơn bằng thử nghiệm F cho giá trị sổ sách của X_4 (25.8) thì thấp hơn 32.26 khi dùng giá trị thị trường nhưng kết quả đo lường bằng véc tơ cho thấy rằng đo lường bằng giá trị sổ sách vẫn là nhân tố quan trọng thứ ba trong phương trình 5 biến số.

Bảng 1.6 liệt kê độ chính xác phân loại, trung bình nhóm, các điểm số giới hạn điều chỉnh cho mô hình Z' -Score. Độ chính xác của nhóm I vẫn chỉ thấp hơn chút ít so với mô hình sử dụng giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu (91% so với 94%) nhưng độ chính xác của nhóm II là rõ ràng (97%). Trung bình của nhóm không phá sản trong mô hình Z' -Score thấp hơn trong mô hình gốc (4.14 so với 4.8882). Vì vậy, sự phân phối điểm chỉ số là chặt chẽ hơn với phần đan xen nhóm rộng hơn. Phần không nhận biết được (ignorance zone) thì rộng hơn. Tuy nhiên, bởi vì ranh giới phân biệt thấp hơn 1.23 so với 1.81 trong mô hình gốc. Nên mô hình chỉnh sửa có lẽ kém tin cậy hơn so với mô hình gốc, nhưng chỉ kém một chút. Bởi vì thiếu các cơ sở dữ liệu của các công ty tư nhân, Altman không thực hiện kiểm nghiệm mô hình mở rộng này trên các mẫu thứ cấp các công ty bị kiệt quệ tài chính và không kiệt quệ.

Bảng 1.6: Mô hình điều chỉnh Z'-Score: Phân loại kết quả, trung bình nhóm, ranh giới điểm phân biệt

THỰC TẾ	PHÂN LOẠI		
	Phá sản	Không phá sản	Tổng cộng
Phá sản	30	3	33
	(90.9%)	(9.1%)	
Không phá sản	1	32	33
	(3.0%)	(97.0%)	

Ghi chú: Trung bình nhóm phá sản = 0.15; trung bình của nhóm không phá sản 4.14

$Z' < 1.21$ = Vùng I (không có lỗi khi phân loại phá sản)

$Z' > 2.90$ = Vùng II (không có lỗi khi phân loại không phá sản)

Vùng không nhận biết = 1.23 đến 2.90

1.5. MÔ HÌNH ĐIỀU CHỈNH ÁP DỤNG CHO CÁC DOANH NGHIỆP KHÔNG SẢN XUẤT (NON-MANUFACTURER)

Sự điều chỉnh tiếp theo của mô hình Z-Score là phân tích đặc điểm và độ chính xác của một mô hình không có biến X_5 - sales/total assets – doanh thu/tổng tài sản. Altman thực hiện điều này để giảm thiểu ảnh hưởng do ngành tiềm ẩn có thể xảy ra khi một biến số nhạy cảm với ngành cao như doanh thu tài sản được gộp vào. Chỉ số doanh thu/tổng tài sản thay đổi rất lớn theo ngành công nghiệp. Chỉ số này lớn hơn ở các công ty thương mại dịch vụ so với công ty sản xuất vì chúng cần ít vốn hơn. Hậu quả là các DN không sản xuất có chỉ số doanh thu/tổng tài sản lớn hơn. Thêm vào đó, Altman cũng dùng mô hình này để đánh giá tình trạng tài chính của các DN ngoài Hoa kỳ. Cụ thể, Altman, Hatzell và Peck (1995) đã áp dụng mô hình Z''-score cho các công ty thuộc các nền kinh tế mới nổi, đặc biệt các công ty Mexico đã phát hành trái phiếu Euro tính theo USD. **Giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu được dùng cho biến X_4 trong trường hợp này.**

Kết quả phân loại đồng nhất với mô hình 5 biến Z'-Score. Mô hình mới Z''-score là

$$Z'' = 6.56X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4$$

Điểm ngưỡng cho mô hình này như sau:

Phá sản: $Z'' < 1.1$

Không rõ ràng : $1.1 < Z'' < 2.6$

Lành mạnh: $2.6 < Z''$

Tất cả các hệ số cho các biến từ X_1 đến X_4 đều thay đổi cũng như trung bình nhóm và điểm giới hạn. Mô hình cụ thể này cũng hữu ích trong một nền công nghiệp mà sự tài trợ cho tài sản là khác biệt lớn lao giữa các công ty và tạo nên các điều chỉnh quan trọng, như tài sản tài chính, không được thực hiện. Trong mô hình dành cho thị trường mới nổi, Altman và các cộng sự đã cộng thêm hằng số +3.25 để chuẩn hóa điểm chỉ số với một điểm chỉ số =0 được đánh bằng với xếp hạng trái phiếu loại D (phá sản).

1.6. MÔ HÌNH CHỈ SỐ CHO NỀN KINH TẾ MỚI NỔI VÀ QUÁ TRÌNH XỬ LÝ

Tín dụng trong các nền kinh tế mới nổi có thể được phân tích theo lối tương tự như đã được dùng cho các phân tích truyền thống của các công ty Hoa Kỳ. Mỗi khi quá trình đánh giá rủi ro định lượng phát sinh, một nhà phân tích có thể sau đó dùng một quá trình đánh giá định tính để điều chỉnh thêm những yếu tố như tiền tệ và rủi ro ngành, đặc điểm ngành, vị trí cạnh tranh của công ty trong ngành đó. Thường người ta không thể xây dựng một mô hình cụ thể cho một nước thuộc khu vực kinh tế mới nổi dựa vào mẫu dữ liệu từ nước đó bởi vì thiếu một kinh nghiệm đánh giá tín dụng tại đó. Để giải quyết vấn đề này, Altman, Hartzell, và Peck (1995) đã chỉnh sửa mô hình Z-Score gốc tạo ra một mô hình chỉ số cho các nền kinh tế mới nổi (EMS=emerging market scoring).

Bảng 1.7: Xếp hạng trái phiếu Hoa Kỳ quy đổi dựa trên EMS

Stt	Xếp hạng quy đổi Hoa Kỳ	Điểm EMS trung bình
1	AAA	8.15
2	AA+	7.60
3	AA	7.30
4	AA-	7.00
5	A+	6.85
6	A	6.65
7	A-	6.40

8	BBB+	6.25
9	BBB	5.85
10	BBB-	5.65
11	BB+	5.25
12	BB	4.95
13	BB-	4.75
14	B+	4.50
15	B	4.15
16	B-	3.75
17	CCC+	3.20
18	CCC	2.50
19	CCC-	1.75
20	D	0

Nguồn: In-depth Data Corp. Average based on over 750 U.S Corporates with rated debt outstanding: 1994 data.

Quá trình xây dựng việc xếp hạng cho tín dụng công ty ở Mexico như sau:

- Tính toán điểm số EMS, và quy đổi dựa vào xác định cỡ của điểm số EMS với bảng xếp hạng trái phiếu Hoa Kỳ quy đổi (xem bảng 1.7).
- Trái phiếu công ty sau đó được phân tích theo hướng xác định điểm dễ tổn thương của công ty đó đối với ngoại tệ chiếm đa số trong các khoản nợ. Tính dễ bị tổn thương này được dựa vào quan hệ giữa doanh thu thu được bằng ngoại tệ trừ đi chi phí, rồi so sánh với chi phí bằng ngoại tệ. Sau đó dòng tiền bằng ngoại tệ này được so sánh với nợ đến hạn vào năm tới. Các nhà phân tích điều chỉnh số xuống dựa vào mức độ tổn thương có thể thấy được.
- Chỉ số này được điều chỉnh xuống (hoặc lên) nếu công ty nằm trong ngành được đánh giá là rủi ro hơn (hay kém rủi ro hơn) hơn xếp hạng trái phiếu tương đương từ kết quả EMS đầu tiên.
- Chỉ số tiếp tục được điều chỉnh lên hay xuống tùy theo vị trí thống trị của công ty trong ngành.
- Nếu nợ của DN có những đặc tính đặc biệt, như nợ có bảo đảm, thì chỉ số sẽ tiếp tục được điều chỉnh tương ứng.
- Cuối cùng, giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu được thay thế bởi giá trị sổ sách trong biến X_4 , và kết quả xếp hạng trái phiếu quy đổi được so sánh. Nếu

có những khác biệt cơ bản trong xếp hạng trái phiếu qui đổi, chỉ số cuối cùng sẽ được điều chỉnh, lên hoặc xuống.

Tuy nhiên, để xây dựng mô hình như vậy cho mỗi thị trường, đòi hỏi nhiều công sức, tiền bạc và thời gian cùng với các nghiên cứu, khảo sát của các chuyên gia trong lĩnh vực tài chính. Do vậy, cách xây dựng mô hình cho nền kinh tế mới nổi này không được sử dụng nhiều trong thực tế.

KẾT LUẬN CHƯƠNG I

Altman đã xây dựng được ba mô hình cho ba loại hình công ty khác nhau như sau:

Mô hình Altman Z-Score dành cho công ty đại chúng

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.0X_5$$

Để đánh giá khả năng phá sản của các công ty, chỉ số Z của chúng được so sánh với các mức điểm được xác định trước như dưới đây:

$Z < 1.81$: Phá sản

$1.81 < Z < 2.99$: Không rõ ràng

$2.99 < Z$: Lành mạnh

Mô hình Altman Z-Score áp dụng cho các công ty tư nhân

$$Z' = 0.717X_1 + 0.847X_2 + 3.107X_3 + 0.420X_4 + 0.998X_5$$

Các điểm ngưỡng cho chỉ số Z' này như sau:

Phá sản $Z' < 1.23$

Không rõ ràng $1.23 < Z' < 2.90$

Lành mạnh $2.90 < Z'$

Mô hình Altman Z-Score áp dụng cho các DN không sản xuất (non-manufacturer)

$$Z'' = 6.56X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4$$

Điểm ngưỡng cho mô hình này như sau:

Phá sản: $Z'' < 1.1$

Không rõ ràng: $1.1 < Z'' < 2.6$

Lành mạnh: $2.6 < Z''$

Với các biến được định nghĩa như sau:

- X_1 , working capital/total assets (WC/TA) = Vốn lưu động/ Tổng tài sản
- X_2 , retained earnings/total assets (RE/TA) = Lợi nhuận giữ lại/ Tổng tài sản
- X_3 , Earnings before Interest and taxes/Total assets (EBIT/TA)=Lợi nhuận trước thuế và lãi vay/ Tổng tài sản (chỉ số hiệu suất sử dụng tài sản)
- X_4 , Market value of Equity/Book value of total liabilities (MVE/TL) = Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu /Giá trị sổ sách của nợ. (Trong mô hình Z' và mô hình Z'' thì giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu đổi thành giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu).
- X_5 , Sales/Total assets (S/TA) = Tổng doanh thu/ Tổng tài sản

Sau khi xây dựng mô hình, Altman đã tiến hành thử nghiệm nhiều lần dựa trên các mẫu công ty khác nhau trong khoảng thời gian hơn 30 năm và kết luận rằng mô hình vẫn giữ được độ chính xác cao mặc dù được thiết lập từ năm 1968.

Cho đến ngày nay mô hình Z-Score vẫn là mô hình được sử dụng rộng rãi trên thế giới để đánh giá khả năng phá sản của một DN bởi tính đơn giản và độ chính xác tương đối của nó, dù rằng đã xuất hiện một số mô hình chính xác hơn, phức tạp hơn có thể thay thế mô hình Z-Score như mô hình Zeta, mô hình CART (Classification and Regression Trees)... Mô hình Z-Score được thừa nhận là có khả năng dự báo chính xác đến 02 năm trước khi một DN phá sản.

CHƯƠNG II: NGHIÊN CỨU ĐẶC ĐIỂM KHÁNH KIỆT TÀI CHÍNH VÀ CÁC BIỆN PHÁP ĐỐI PHÓ Ở MỘT SỐ NƯỚC CHÂU Á

2.1. KHÁI QUÁT VỀ LÝ THUYẾT KIỆT QUỆ TÀI CHÍNH

Kiệt quệ tài chính (financial distress) xảy ra khi doanh nghiệp không đáp ứng được các hứa hẹn với chủ nợ hay đáp ứng một cách khó khăn. Đôi khi kiệt quệ tài chính đưa đến phá sản, đôi khi nó chỉ có nghĩa là công ty đang gặp khó khăn, rắc rối về tài chính.

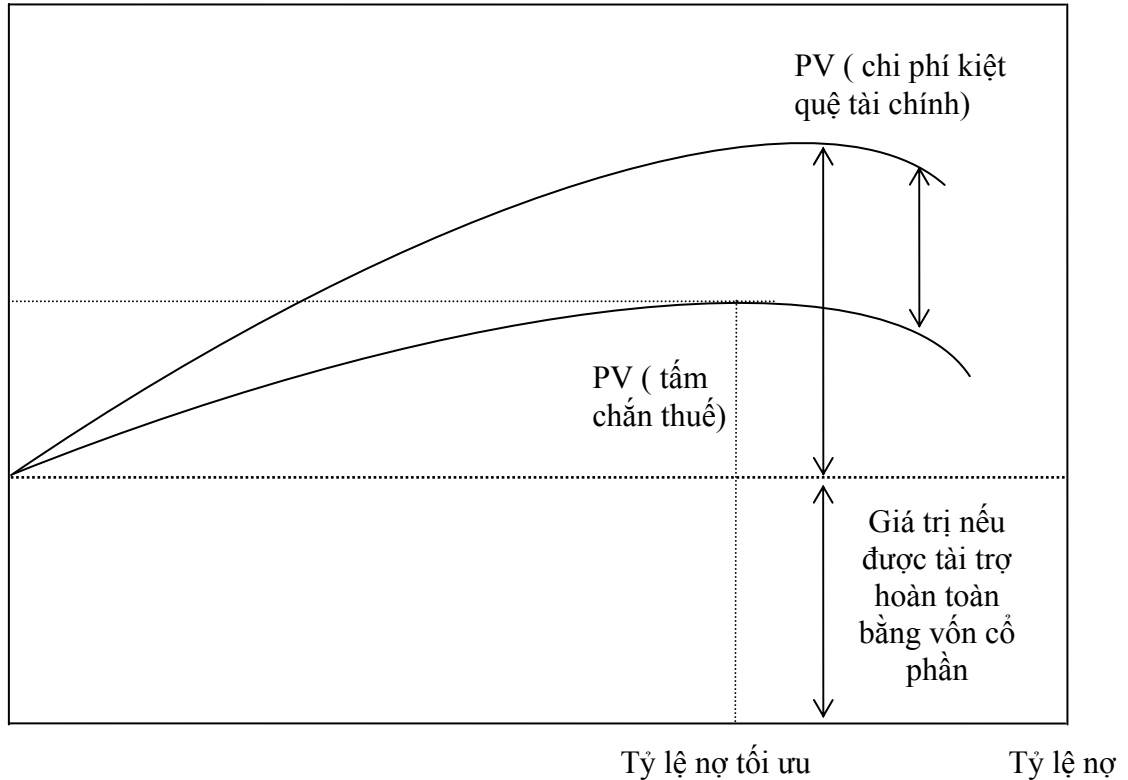
Kiệt quệ tài chính rất tốn kém. Các nhà đầu tư luôn lo ngại rằng các doanh nghiệp có vay nợ có thể sẽ rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính, điều này được phản ánh trong giá trị thị trường hiện tại của chứng khoán của doanh nghiệp đó.

Theo lý thuyết MM, giá trị của doanh nghiệp được chia thành ba phần:

$$\text{Giá trị DN} = \boxed{\begin{array}{c} \text{Giá trị nếu được} \\ \text{tài trợ hoàn toàn} \\ \text{bằng vốn cổ phần} \end{array}} + \boxed{\begin{array}{c} \text{PV của} \\ \text{tầm chắn} \\ \text{thuế} \end{array}} - \boxed{\begin{array}{c} \text{PV của chi} \\ \text{phí kiệt quệ} \\ \text{tài chính} \end{array}}$$

Chi phí kiệt quệ tài chính tùy thuộc vào xác suất kiệt quệ và độ lớn của chi phí phải gánh chịu nếu kiệt quệ tài chính xảy ra.

Giá trị thị trường



Hình trên cho thấy sự đánh đổi giữa lợi ích thuế và chi phí kiệt quệ tài chính ảnh hưởng đến cấu trúc tối ưu như thế nào. PV của tầm chắn thuế ban đầu tăng khi doanh nghiệp vay thêm nợ. Ở các mức nợ trung bình, xác suất kiệt quệ tài chính không đáng kể, và PV của chi phí kiệt quệ tài chính khá nhỏ làm cho lợi thế của tầm chắn thuế trở nên vượt trội. Nhưng tại một thời điểm nào đó, xác suất kiệt quệ tài chính sẽ tăng nhanh với việc doanh nghiệp vay nợ thêm; chi phí kiệt quệ tài chính cũng lớn lên nhanh chóng, làm cho lợi ích thu được từ tầm chắn thuế của vay nợ giảm đi và cuối cùng biến mất. Điểm tối ưu lý thuyết đạt được khi hiện giá của khoản tiết kiệm thuế do vay nợ thêm vừa đủ để bù trừ cho gia tăng trong hiện giá của chi phí kiệt quệ.

Theo lý thuyết này, một DN nên gia tăng nợ cho đến khi giá trị từ hiện giá của tầm chắn thuế vừa đủ để được bù trừ bằng gia tăng trong hiện giá của các chi phí kiệt quệ tài chính.

Chi phí kiệt quệ tài chính bao gồm:

- Chi phí phá sản gồm các chi phí trực tiếp như lệ phí tòa án và các chi phí gián tiếp phản ánh các khó khăn trong việc quản lý một công ty đang bị tái tổ chức.
- Chi phí kiệt quệ tài chính nhưng chưa phá sản:
 - Các mâu thuẫn quyền lợi giữa trái chủ và cổ đông của DN trong kiệt quệ tài chính có thể đưa đến các quyết định yếu kém về hoạt động và đầu tư. Các cổ đông hành động vì quyền lợi cá nhân có thể chuyển rủi ro từ họ sang cho các chủ nợ gánh chịu, bằng cách thi hành các trò chơi làm giảm tổng giá trị của DN. Các trò chơi ở đây có thể là “dịch chuyển rủi ro”, “từ chối đóng góp vốn cổ phần”, “thu tiền và bỏ chạy”, “kéo dài thời gian”, “thả mồi bắt bóng”...
 - Các điều khoản trong hợp đồng nợ được thiết kế để ngăn ngừa các trò chơi này. Nhưng các điều khoản này lại làm gia tăng chi phí soạn thảo, giám sát, và thực thi hợp đồng nợ.

Chi phí kiệt quệ thay đổi khác nhau tùy theo loại tài sản. Một vài tài sản, như các bất động sản có giá trị thương mại tốt, có thể trải qua phá sản và tái cơ cấu mà phần lớn giá trị không suy chuyển; trong khi đó giá trị của các tài sản khác, đặc biệt liên quan đến tài sản vô hình, có thể bị biến mất. Thua lỗ sẽ lớn nhất đối với các loại tài sản vô hình gắn liền với tình hình sức khỏe của doanh nghiệp như một đơn vị hoạt động thành đạt, như công nghệ, nguồn vốn nhân lực, nhãn hiệu. Đây có thể là lý do vì sao các tỷ lệ nợ trong ngành dược phẩm hay phần mềm thấp, do giá trị tùy thuộc vào thành công tiếp tục trong nghiên cứu và phát triển, và trong nhiều ngành dịch vụ mà giá trị tùy thuộc vào nguồn vốn nhân lực.

2.2. ĐẶC ĐIỂM KHÁNH KIẾT TÀI CHÍNH Ở MỘT SỐ NƯỚC CHÂU Á

2.2.1. HOÀN CẢNH NGHIÊN CỨU

Đặc điểm của công ty và đặc điểm của quốc gia đều là nhân tố làm ảnh hưởng đến cách xử lý kiệt quệ tài chính DN. Các công ty khác nhau ở cấu trúc vốn và sở hữu,

trong khi quốc gia lại khác nhau ở tiêu chuẩn luật pháp và hệ thống luật lệ. Có các phương cách thay thế nhau cùng tồn tại để giải quyết vấn đề kiệt quệ tài chính DN: bên cạnh việc sử dụng quy trình phá sản, các thỏa thuận bên ngoài tòa án giữa các chủ nợ và các chủ sở hữu khác để dẫn nợ và xóa bỏ một phần nợ cũng khá phổ biến. Trong giai đoạn khủng hoảng tài chính Châu Á 1997-1998, một lượng lớn các công ty ở khu vực Đông Á đang lâm vào khánh kiệt tài chính vào cùng một khoảng thời gian ở các nước khác nhau đã tạo cơ hội cho việc nghiên cứu ảnh hưởng do đặc điểm của công ty và đặc điểm của quốc gia đến khả năng một công ty sử dụng các thủ tục phá sản chính thức như là một phương tiện giải quyết vấn đề kiệt quệ tài chính.

Nhóm tác giả Stijn, Simeon Djankov và Leora Klapper trong khi nghiên cứu một mẫu bao gồm 1.472 công ty đại chúng trong 5 nước ở Đông Á, đã nhận dạng được 644 công ty nằm trong tình trạng khánh kiệt tài chính. Trong số này, 83 đã đệ đơn xin phá sản thời kỳ 1997-1998. Nhóm tác giả cũng tìm ra rằng khả năng phá sản thì thấp hơn đối với những công ty có sở hữu chủ là ngân hàng và các công ty có liên kết thành nhóm. Hơn thế nữa, ở một nước có hệ thống luật pháp nghiêng về bảo vệ chủ nợ và tốt hơn thì làm tăng khả năng đệ đơn phá sản. Nhóm tác giả nghiên cứu ảnh hưởng của cả cấu trúc sở hữu và đặc điểm quốc gia lên khả năng giải quyết phá sản ở 5 nước Đông Á là Indonesia, Hàn Quốc, Malaysia, Philippines, và Thái Lan. Nhóm tác giả cũng chứng minh rằng việc sở hữu công ty của các định chế tài chính khác nhau đáng kể ở các quốc gia khác nhau. Chẳng hạn như, tỷ lệ các công ty có sở hữu là ngân hàng là khá lớn ở Malaysia, Philippines và Thái Lan trong khi lại khá nhỏ ở Indonesia và Hàn Quốc. Thêm vào đó, có sự khác biệt đối với các công ty liên kết theo nhóm, những thành viên của nhóm có thể cung cấp tài chính cho các thành viên khác trong giai đoạn xảy ra khó khăn tài chính và có thể cung cấp tín dụng ưu đãi hay mua bán ưu đãi. Liên kết theo nhóm là khá phổ biến ở Indonesia, Thái Lan, không phổ biến lắm ở Philippines.

05 nước nói trên cũng khác nhau về khuôn khổ tổ chức để giải quyết khánh kiệt tài chính, sự khác này xuất phát từ sự khác nhau cơ bản của hệ thống luật pháp. Một

khác biệt cụ thể là sức mạnh của quyền chủ nợ, mà nhóm tác giả đã dẫn chứng bằng cách thiết lập một chỉ số tương tự như chỉ số đã sử dụng bởi tác giả La Porta và các đồng sự (1997). Thêm vào đó, khả năng thực hiện giao kèo và thu hồi nợ trong trường hợp phá sản có thể ảnh hưởng đến quyết định của chủ nợ xem xét nên dàn xếp phá sản trong hay ngoài tòa án. Nhóm tác giả đưa ra giả thiết rằng những khác nhau trong quyền lợi của chủ nợ cùng với sự kết hợp với mức độ hiệu lực của luật pháp có ảnh hưởng đến hình thức giải quyết khánh kiệt tài chính. Chẳng hạn như, thời gian càng dài để đưa ra một phán quyết phá sản và mức độ thấp hơn trong việc ưu tiên các chủ nợ bảo đảm, thì các chủ nợ sẽ e dè hơn trong việc dùng các phương án phá sản chính thức.

Nhóm tác giả dùng một mẫu gồm 1472 công ty đại chúng mà nhóm tác giả có dữ liệu suốt thời kỳ khủng hoảng 1997-1998. Nhóm tác giả nhận dạng 644 công ty lâm vào khánh kiệt tài chính, được định nghĩa như là những công ty có hệ số thanh toán lãi suất (interest coverage ratio) (là chỉ số tương quan giữa chi phí lãi vay so với thu nhập) nhỏ hơn 1. Trong các công ty này, nhóm tác giả quan sát thấy tổng cộng 83 công ty đệ đơn phá sản trong khoảng thời gian 1997-1998. Phân tích hồi quy về khả năng một công ty kiệt quệ tài chính bị phá sản đã nhấn mạnh vai trò của sở hữu ngân hàng và vai trò các công ty có liên kết nhóm. Kiểm tra các chỉ tiêu tài chính cụ thể, như đòn cân nợ, kích thước công ty, và chỉ số hoàn vốn ROA, nhóm tác giả tìm ra rằng khả năng phá sản có mối liên hệ ngược chiều với các công ty có ngân hàng là sở hữu chủ hoặc các công ty liên kết nhóm. Điều này gợi ý rằng lợi thế của thông tin hoặc các nguồn tín dụng ưu đãi liên quan đến việc khuyến khích các thỏa thuận ngầm nội bộ ngoài tòa án và sự hạn chế việc sử dụng các phương án phá sản chính thức của các công ty có sở hữu ngân hàng và các công ty liên kết nhóm.

Nhóm tác giả cũng nhấn mạnh tầm quan trọng của các thể chế luật pháp: Nộp đơn xin phá sản thì dễ xảy ra hơn ở các quốc gia có hệ thống luật lệ hữu hiệu hơn và nghiêng về phía quyền của chủ nợ mạnh hơn. Nhóm tác giả cũng tìm ra các mối liên hệ lẫn nhau giữa hệ thống luật pháp nghiêng về quyền chủ nợ và một hệ thống pháp luật hữu hiệu với kết quả là cùng làm tăng khả năng đệ đơn phá sản. Điều này gợi ý

rằng một chủ nợ chỉ có thể bắt buộc một công ty đệ đơn xin phá sản và gánh chịu chi phí luật pháp liên quan nếu trước là có phòng ngừa đặc điểm khoản vay nợ và sau là hiệu lực của hệ thống luật pháp cho thấy cơ hội đủ để hồi phục một cách nhanh chóng các thua lỗ.

2.2.2. NHỮNG NHÂN TỐ PHÁ SẢN

Các công ty lâm vào khánh kiệt tài chính phải đối mặt với sự lựa chọn thương thuyết ngoài tòa án hoặc trong tòa án. Các phương cách lựa chọn để giải quyết khánh kiệt tài chính vì vậy sẽ phụ thuộc vào ưu và nhược điểm của những đại diện tham dự vào giải pháp giải quyết, và sức mạnh tương đối của đại diện đó. Về mặt lý thuyết phân biệt ra thành chủ nợ, người sở hữu hiện tại, những người điều hành như là những bên then chốt và nghiên cứu ảnh hưởng của khuôn khổ luật pháp khác nhau trong việc giải quyết theo phương án đã chọn lựa.

Một số hệ thống giải quyết phá sản ở các nước phát triển, tìm thấy rằng sức mạnh tương đối của chủ nợ, chủ sở hữu, người điều hành có sự khác biệt rất đáng kể. Theo luật phá sản của Pháp chẳng hạn, Luật này cho phép những người điều hành hiện tại được chỉ định bởi các chủ sở hữu, tiếp tục điều hành DN trong suốt thời kỳ thương thuyết tái tổ chức. Theo luật phá sản của Anh Quốc, ngược lại, cho phép các chủ nợ đủ quyền lực để thay thế những người điều hành DN hiện tại. Sự khác biệt sâu sắc hơn nữa có thể được thực hiện trong các hệ thống luật pháp có khuynh hướng bảo vệ con nợ. Chẳng hạn như, các nghiên cứu quá khứ về vấn đề thay thế ban quản trị công ty tại Mỹ, nơi mà hệ thống luật pháp có khuynh hướng bảo vệ con nợ, tìm ra rằng sau khi đệ đơn xin phá sản theo chương 11, các chủ nợ thông thường thay thế các người điều hành cấp cao. Điều này gợi ý rằng một nước được xếp loại có hệ thống luật pháp thân thiện với con nợ thì không nhất thiết có kèm khuynh hướng thân thiện với ban quản trị.

Trong các nghiên cứu liên quan, Claessens và Klapper (2002) tìm ra rằng việc sử dụng hình thức phá sản trên thế giới thường cao hơn ở các quốc gia có khuynh hướng bảo vệ chủ nợ và có hệ thống luật pháp hữu hiệu hơn. Như đã được trình bày

bởi White (1993), sự khác nhau giữa cơ chế có khuynh hướng bảo vệ chủ nợ đối với cơ chế có khuynh hướng bảo vệ con nợ cũng ảnh hưởng đến việc các công ty khi lâm vào kiệt quệ tài chính có sử dụng các phương pháp tái sắp xếp trong hoặc ngoài tòa án. Hơn thế nữa, nghiên cứu của nhóm tác giả còn liên quan đến một công trình về kiểm tra sự phá sản ở Hoa Kỳ. Chẳng hạn, Eisenberg và Lopucki (1999) cho rằng các công ty lựa chọn thủ tục pháp lý phá sản theo chương 11 dựa vào cơ chế pháp lý có khuynh hướng thiên về con nợ, được định nghĩa bởi khuynh hướng của các quan tòa thiên vị con nợ trước yêu sách của chủ nợ.

Chi phí và ảnh hưởng của việc phá sản đối với người điều hành được nghiên cứu rất chi tiết cho trường hợp nộp đơn phá sản ở Hoa Kỳ. Gilson (1989) tìm ra rằng sau khi nộp đơn phá sản, người điều hành phải chịu đựng các chi phí cá nhân lớn và hơn một nửa những người điều hành trong mẫu nghiên cứu đã bị sa thải. Gilson và Vetsuypens (1994) tìm ra rằng những nhà quản trị vẫn tồn tại được sau khi công ty nộp đơn phá sản nhận được mức lương và thưởng giảm sút một cách nghiêm trọng; trung bình, các nhà quản trị chỉ nhận được 35% so với thu nhập của họ trước đó. Bởi vậy, không có gì đáng ngạc nhiên là những nhà quản trị trong các công ty bị kiệt quệ tài chính này ở Mỹ thường chọn việc tự tái cấu trúc DN hơn là nộp đơn xin phá sản theo luật định.

Gilson, John, và Lang (1990) nghiên cứu 169 công ty kiệt quệ tài chính và tìm ra rằng ít hơn một nửa các công ty này sử dụng quy trình xử lý phá sản theo chương 11 để tái cấu trúc nợ phải trả. Họ tìm ra rằng các công ty có thỏa thuận bên ngoài tòa án có nhiều tài sản vô hình hơn, một tỷ lệ nợ ngân hàng cao hơn, và ít chủ nợ hơn. Gilson (1997) lại tìm ra rằng việc tái cấu trúc ngoài phạm vi tòa án không phải tất yếu đều mang lại lợi ích cho cổ đông, vì rằng công ty khi giải quyết vấn đề kiệt quệ tài chính ngoài khuôn khổ tòa án vẫn tồn tại đòn cân nợ cao và dễ xảy ra khánh kiệt tài chính tệ hại hơn.

Một vài nghiên cứu đã khảo sát ảnh hưởng của cấu trúc sở hữu trong việc giải quyết vấn đề kiệt quệ tài chính DN. Dữ liệu các công ty Nhật được sử dụng để kiểm tra ảnh hưởng của hệ thống ngân hàng, ảnh hưởng này ám chỉ mối liên hệ về sở hữu và

mối liên hệ về vay mượn giữa một ngân hàng và một công ty thương mại. Hoshi và cộng sự (1990) tìm ra rằng các mối quan hệ với ngân hàng như thế sẽ cải thiện khả năng về vốn và xúc tiến đầu tư. Thêm vào đó, chúng còn cho thấy liên kết công ty – ngân hàng giúp cho việc thương thuyết các điều khoản tín dụng trở nên dễ dàng hơn. Điều này dẫn đến các công ty có liên kết ngân hàng hồi phục thoát khỏi khánh kiệt tài chính nhanh hơn các công ty khác, và không cần thiết sử dụng biện pháp tái cấu trúc hoặc các thủ tục phá sản khác. Điều này cũng được giải thích rõ hơn trong nghiên cứu của Prowse (1992), người đã mô tả sự liên hệ của các nhà băng Nhật Bản trong các quyết định quản trị công ty như là một hình thức giám sát và giải quyết nguyên lý người đại diện và thông tin về các vấn đề giữa người đi vay và người cho vay.

Sự khác biệt giữa quyền chủ nợ và hiệu lực pháp luật ảnh hưởng không chỉ trong thời kỳ hậu khủng hoảng khi giải quyết vấn đề kiệt quệ tài chính mà còn ảnh hưởng đến cả hành vi tiền khủng hoảng của ban điều hành DN và chủ sở hữu trong việc vận hành và tìm nguồn tài trợ DN. La Porta và cộng sự (1997) nhấn mạnh rằng luật phá sản và khả năng thực thi luật là những yếu tố quyết định cho sự thay đổi các đặc điểm trong hợp đồng vay nợ mà sẽ ảnh hưởng đến hoạt động của DN và các quyết định quản trị. Rajan và Zingales (1995) tìm ra rằng khuynh hướng co cụm lại của ban điều hành và chủ sở hữu trong trường hợp công ty lâm vào khánh kiệt tài chính làm ảnh hưởng đến các quyết định về cấu trúc vốn, như tỷ lệ nợ và vốn chủ sở hữu, xuất phát từ hệ thống luật pháp mang tính bảo vệ cho quyền lợi của chủ nợ và trừng phạt chủ sở hữu của DN.

Tác giả White (1994) cho rằng trong các cơ chế có khuynh hướng thân thiện với chủ nợ, sự đe dọa bị sa thải khiến cho các nhà quản trị có khuynh hướng mạnh mẽ tham gia vào các dự án nhiều rủi ro. Tuy nhiên, bởi vì những người điều hành mới có thể không phù hợp với công ty và không thể đảm bảo một thời kỳ chuyển tiếp trôi chảy, giới chủ nợ sẽ gánh chịu nhiều chi phí cao hơn từ việc giải quyết khánh kiệt. Vì vậy giới chủ nợ nhìn chung thích giữ lại bộ khung quản trị như thời kỳ trước khi bị khủng hoảng bởi vì chúng rất có lợi về phương diện tài chính. Thêm

vào đó những hệ thống luật pháp có khuynh hướng thân thiện với con nợ lại khuyến khích giới quản trị xúc tiến việc ngăn chặn sự phá sản sớm hơn từ các chủ nợ của họ, điều này có thể làm tăng khả năng tồn tại của công ty và có thể mang lại lợi ích tối ưu cho các đối tượng đưa ra yêu sách.

Nhóm tác giả Stijn, Simeon Djankov và Leora Klapper cũng cung cấp một cái nhìn cận cảnh mới về các nhân tố quyết định việc nộp đơn phá sản bằng cách kiểm tra một vài giả thiết cho mẫu các công ty trong 5 nước Đông Á. Giả thiết thứ nhất của nhóm tác giả là: **những công ty có quan hệ sở hữu với ngân hàng thì có khả năng phá sản thấp hơn**. Lời giải thích ở đây là nếu những ngân hàng cấp vốn và nắm giữ vốn sở hữu trong một công ty thì họ có thể tiếp nhận chi phí tiến hành một cuộc phá sản chính thức, có nghĩa là họ nhiều khả năng sẽ dàn xếp thương lượng ngoài tòa án. Nhóm tác giả cũng kỳ vọng **những công ty có liên kết nhóm thì cũng ít khả năng bị phá sản**. Điều này bởi vì nội bộ nhóm công ty đó có thể cung cấp lẫn nhau như là một thị trường vốn nội bộ và giúp đỡ những công ty lâm vào khánh kiệt tài chính. Cuối cùng nhóm tác giả kỳ vọng rằng **một hệ thống luật pháp mạnh nghiêng về việc bảo vệ quyền lợi của chủ nợ, sẽ làm tăng khả năng một công ty kiệt quệ tài chính lâm vào phá sản**. Nhóm tác giả giả thiết rằng giới chủ nợ sẽ tăng cường việc gánh chịu các chi phí trực tiếp và gián tiếp của phá sản nếu họ có thể kỳ vọng một quá trình phục hồi nhanh chóng.

Giả thiết cuối cùng có lẽ là giả thiết mâu thuẫn nhất, bởi vì lý thuyết không đưa ra một mối liên hệ rõ ràng giữa tính hiệu lực của hệ thống luật pháp và khả năng phá sản. Một mặt, một hệ thống luật pháp hiệu quả cùng với quyền lợi của giới chủ nợ mạnh có thể được kỳ vọng khuyến khích giới chủ nợ dùng các thủ tục phá sản chính thức. Mặt khác, nếu sự phá sản là có thể dự đoán, thì tại sao phải dùng nó và gánh chịu các chi phí trực tiếp? Các bên liên quan có thể sẽ tăng cường việc sử dụng cách thức thương lượng ngoài tòa án thay thế cho việc đệ đơn phá sản chính thức nếu hệ thống có thể tiên đoán được. Điều này kéo theo việc xin phá sản có thể được sử dụng nhiều hơn trong một hệ thống luật pháp chứa đựng những điều không chắc chắn, bởi vì các bên khác nhau sẽ có những mong muốn khác nhau về kết quả cuối

cùng và tòa án là cần thiết để phân xử. Thêm vào đó ở nhiều đạo luật, ban quản trị có quyền nộp đơn phá sản, điều đó hạn chế những yêu sách của giới chủ nợ đối với những tài sản của DN và tiềm ẩn khả năng cho phép những nhà quản trị này mua rẻ những tài sản còn lại của DN. Trong những tình huống như vậy vụ nộp đơn phá sản lại là bằng chứng về sự yếu kém về quyền lợi của giới chủ nợ. Trong phần này nhóm tác giả cung cấp một nghiên cứu mang tính kinh nghiệm và cố gắng thiết lập tầm quan trọng đáng kể của các động cơ trái ngược nhau trên.

2.2.3. QUYỀN LỢI CỦA GIỚI CHỦ NỢ VÀ ẢNH HƯỞNG CỦA HỆ THỐNG LUẬT PHÁP Ở ĐÔNG Á

Trong 2 năm tiếp theo kể từ khi xảy ra cuộc khủng hoảng tài chính Đông Á năm 1997, giải pháp thương lượng ngoài tòa án dường như là một phương án được lựa chọn chiếm ưu thế để giải quyết khánh kiệt DN. Chẳng hạn như cho đến tháng 8 năm 1999, 234 công ty của Indonesia đã nộp đơn để được áp dụng giải pháp thương lượng ngoài tòa án, trong khi đó chỉ có 88 công ty nộp đơn xin phá sản (số liệu này bao gồm những công ty niêm yết đại chúng và các công ty tư nhân). Số liệu của Thái Lan thậm chí còn ấn tượng hơn: có 825 công ty chọn giải pháp tái cấu trúc bằng cách thương lượng ngoài tòa án, và chỉ có 62 công ty sử dụng quy trình phá sản chính thức trong tòa án. Tuy nhiên sự sử dụng phổ biến giải pháp thương lượng ngoài tòa án ở 2 nước nói trên có thể chỉ là biểu hiện của sự yếu kém của hệ thống luật pháp. Vì vậy nhóm tác giả xem xét phần này như là một đặc điểm chính yếu của hệ thống phá sản và hệ thống luật pháp của mỗi trong 5 nước Đông Á đang xem xét.

Bảng 2.1: Các đặc điểm chính của đạo luật phá sản ở một số nước Châu Á

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Nước	Nguồn gốc luật phá sản	Lịch trình thực hiện phán quyết tòa án	Ban điều hành có được ở lại khi phá sản ?	Có tồn tại một rào cản tự động khỏi việc lấy tài sản của chủ nợ ?	Chủ nợ có bảo đảm có được ưu tiên ?	Quy trình thanh lý	Quá trình tái cấu trúc
Indonesia	Được đặt nền móng từ những quy định thời thuộc địa Hà Lan được ban hành năm 1906. Luật này được điều chỉnh tháng 8 năm 1998 cho phép thiết lập một tòa án thương mại đặc biệt	Không có lịch trình với luật cũ; 30 ngày làm việc sau khi nhận được đơn của chủ nợ đối với luật mới tháng 8 năm 1998	Có với luật cũ; không có với luật mới tháng 8 năm 1998	Có với luật cũ; không có với luật mới tháng 8 năm 1998	Chi phí phá sản được trả trước, sau đó là nợ lương và chủ nợ có bảo đảm	Không đất tiên, khó khăn, không hiệu quả, chậm	Đất tiên, khó khăn, không hiệu quả, rất chậm chạp
Hàn Quốc	Được bắt nguồn từ Luật Phá Sản của Hoa Kỳ năm 1978. Nó bao gồm những điều khoản dàn xếp các khoản nợ mà không cần tiến hành phá sản trước	120 ngày làm việc sau khi nhận được đơn của chủ nợ	Không	Không	Chủ nợ có đảm bảo được trả trước	Không đất tiên, dễ, hiệu quả, nhanh chóng	Đất tiên, khó khăn, hiệu quả, nhanh chóng
Malaysia	Được bắt nguồn từ Luật Phá	180 ngày làm việc sau khi	Không	Không	Chủ nợ có đảm bảo được	Đất tiên, dễ, hiệu quả,	Đất tiên, khó khăn, hiệu quả,

	Sản Anh Quốc năm 1985	tiếp nhận đơn của chủ nợ			trả trước	chậm	chậm
Philippines	Được giới thiệu vào năm 1909. Luật được sửa đổi năm 1976 cho phép con nợ đệ đơn lên Ủy Ban Chứng Khoán để bảo vệ	Không có lịch trình cụ thể	Có	Có	Thuế được thanh toán trước, sau đó là lương người lao động, chi phí phá sản, chủ nợ có đảm bảo	Không đất tiên, rất khó khăn, không hiệu quả, chậm chạp	Đất tiên, rất khó khăn, không hiệu quả, chậm
Thái Lan	Được giới thiệu như một phần của Luật Thương Mại năm 1940 và được sửa lại năm 1998	Không có lịch trình cụ thể	Không	Không	Chi phí phá sản được trả trước, sau là thuế, lương người lao động, và chủ nợ có đảm bảo	Không đất tiên, dễ dàng, hiệu quả, chậm chạp	Không đất tiên, khó khăn, hiệu quả, nhanh

Nguồn : Asian Development Bank (1999)

Bảng 2.1 cung cấp những thông tin so sánh về luật pháp phá sản, quyền hạn của giới chủ nợ, và hiệu lực của hệ thống luật pháp. Thông tin này được thu thập từ những báo cáo chi tiết được chuẩn bị cho Ngân Hàng Phát Triển Châu Á như là thông tin nền tảng cho cải cách luật pháp phá sản tại các nước đã đề cập. Những báo cáo này được làm ra bởi các công ty luật trong mỗi nước bằng việc sử dụng một phương pháp luận đồng nhất và được xem xét bởi các nhóm khu vực để bảo đảm tính so sánh được của các kết luận. Họ tiến hành điều tra khả năng đoán trước của các phán quyết tòa án trong từng tình huống phá sản, tài liệu nêu rất chi tiết mức độ hữu hiệu của hệ thống luật pháp, và thảo luận về thái độ của giới chủ nợ trong những trường hợp phá sản gần đó. Sự đánh giá chất lượng của việc thanh lý công ty và quá trình tái tổ chức được quyết định bởi một cuộc điều tra của tất cả các công ty luật quan trọng trong mỗi nước và không phản ánh quan điểm của khách hàng của họ (các chủ

công ty và những người điều hành). Các chi tiết cụ thể hơn được cung cấp bởi Ngân hàng Phát Triển Châu Á (1999).

Bảng 2.1, cột 3, định nghĩa một thông số được nhân mạnh lặp đi lặp lại bởi các chuyên gia luật pháp trong khu vực Đông Á như một biến quan trọng trong việc xác định một vụ đệ đơn phá sản: Thời gian cần thiết để đưa ra một phán quyết phá sản. Thời gian này càng lâu, thì càng ít làm giới chủ nợ chú ý, bởi vì giá trị hiện tại của các tài sản có thể khôi phục có thể được khấu hao một cách nhanh chóng, cụ thể trong những môi trường mà khả năng mua rẻ một công ty là lớn. Ba thông số khác (ban quản trị được ở lại trong tổ chức tái sắp xếp, **rào cản tự động khỏi việc lấy tài sản của giới chủ nợ**, và thứ tự ưu tiên quyền thanh toán) được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu trước đó.

Nhóm tác giả sử dụng thông tin đã trình bày ở Bảng 1 để xây dựng thước đo định lượng của các cấp độ bảo vệ quyền của giới chủ nợ và mức độ hiệu quả của mỗi hệ thống pháp luật. Kết quả được trình bày trong bảng 2.2, cột 2 và 3, trong đó một chỉ số cao hơn thể hiện quyền của giới chủ nợ cao hơn và sự hữu hiệu của luật pháp lớn hơn. Nhóm tác giả cũng tìm ra rằng Indonesia và Philippines có sự bảo vệ giới chủ nợ yếu nhất, trong khi Hàn quốc và Malaysia là mạnh nhất. Thêm vào đó nhóm tác giả tìm ra rằng Indonesia và Philippines có hệ thống luật pháp kém hữu hiệu nhất, trong khi Hàn quốc và Thái Lan có hệ thống luật pháp hữu hiệu nhất.

Bảng 2.2: Quyền giới chủ nợ, hiệu quả luật pháp, và nguồn gốc của luật phá sản

(1)	(2)	(3)	(4)
Quốc gia	Quyền chủ nợ	Hiệu lực luật pháp	Nguồn gốc luật phá sản
Indonesia	0	4.5	Pháp
Hàn Quốc	3	7.5	Đức
Malaysia	3	5.5	Anh
Philippines	0	3.0	Pháp
Thái Lan	2	6.5	Anh

Quyền giới chủ nợ và hiệu quả luật pháp được trích dẫn dựa trên dữ liệu từ Ngân Hàng Phát Triển Châu Á năm 1999. **Quyền giới chủ nợ** là tổng hợp của bốn biến, với điểm số có khả năng đạt cao nhất là 4: TIME: được tính =1 nếu thời gian để thực hiện một phán quyết tòa án là nhỏ hơn 90 ngày, =0 nếu ngược lại; MANAGER, =1 nếu ban điều hành hiện hữu không được ở lại suốt quá trình tái cấu

trúc hay phá sản, =0 nếu ngược lại; STAY: được tính bằng 1 nếu không có rào cản tự động ngăn cản việc lấy tài sản của chủ nợ, =0 nếu ngược lại; CREDITOR: được tính bằng 1 nếu chủ nợ có đảm bảo được ưu tiên thanh toán cao nhất, =0 nếu ngược lại.

Hiệu quả luật pháp là tổng hợp của 8 biến, điểm xếp hạng từ 0-2 cho yếu tố chi phí, mức độ dễ, hiệu quả, và tốc độ cho việc tái cấu trúc hay thanh lý. Chẳng hạn như, chúng ta gán 0 điểm nếu tốc độ tái cấu trúc là rất chậm, 1 điểm nếu chậm và 2 điểm nếu nhanh. Tương tự xếp hạng được áp dụng cho yếu tố chi phí, độ dễ và hiệu quả.

Để xây dựng chỉ số về quyền của giới chủ nợ, ở cột 2, nhóm tác giả sử dụng phương pháp luận tương tự với phương pháp luận đã được phát triển bởi tác giả La Porta và các cộng sự (năm 1997). Chỉ số là tổng số của 4 chỉ số về sức mạnh của giới chủ nợ đã được báo cáo ở bảng 2.1, cột 3 đến 6. Chỉ số đầu tiên là thời gian để tiến hành một phán quyết là liệu có xử lý phá sản hoặc tái cấu trúc lại sau khi một thỉnh cầu phá sản được đệ trình. Chẳng hạn như, luật phá sản ở Indonesia, Philippines và ở Thái Lan không có khung thời gian rõ ràng cho một phán quyết Tòa án. Hai nước còn lại có khung thời gian là 120 ngày làm việc ở Hàn Quốc và 180 ngày ở Malaysia. Chỉ số thứ nhì là liệu xem xét ban quản trị đương nhiệm được giữ lại điều hành công ty trong suốt thời gian tái tổ chức hoặc phá sản. Chỉ số chỉ áp dụng ở Indonesia và Philippines. Chỉ số thứ 3 là xem xét giới chủ nợ bị ngăn cản bởi một rào cản tự động khỏi việc thu hồi các tài sản nợ suốt thời gian xử lý phá sản. Đây là trường hợp chỉ áp dụng ở Indonesia và Philippines. Chỉ số thứ tư dùng để xác định xem thành phần chủ nợ có bảo đảm có được ưu tiên đầu tiên trong phân chia tài sản nợ trong trường hợp thanh lý. Đây là trường hợp chỉ áp dụng ở Hàn Quốc và Malaysia.

Thêm vào đó, nhóm tác giả sử dụng cột 7 và cột 8 của bảng 1 để xây dựng một chỉ số hiệu quả của hệ thống luật pháp. Chỉ số này được thể hiện ở bảng 2, cột 3, thể hiện chi phí tốn kém, sự khó khăn, sự hữu hiệu, và tốc độ thanh lý hoặc tái sắp xếp một DN vỡ nợ. Chẳng hạn, Hàn Quốc được xếp hạng cao nhất, 7.5, là điểm trung

binh của việc đánh giá quá trình thanh lý và tái cấu trúc. Nhóm tác giả dùng chỉ số quyền chủ nợ cũng như chỉ số hữu hiệu pháp lý để kiểm tra ảnh hưởng của môi trường pháp lý đến khả năng sử dụng quá trình phá sản như là phương tiện để giải quyết khánh kiệt tài chính.

Bảng 2.2, cột 4, phân biệt nguồn gốc luật pháp của mỗi nước theo luật pháp nước Anh, Pháp và Đức. Quyền lợi của giới chủ được điển hình mạnh nhất ở các nước có nguồn gốc luật pháp từ Anh và Đức, và yếu nhất với các nước có nguồn gốc luật pháp của Pháp. Chẳng hạn, giới chủ nợ ở Philippines, nơi bộ luật có nguồn gốc từ Pháp, bị ngăn chặn bởi cái được gọi là rào cản tự động đối với tài sản trong việc thu hồi tài sản nợ khi công ty con nợ bị phá sản. Thêm vào đó, mối quan tâm về sự an toàn của giới chủ cũng không bảo đảm được trạng thái ưu tiên. Hơn thế nữa, phá sản theo quy định của luật pháp của Pháp cũng ngăn cấm giới chủ nợ trực xuất ban quản trị đương nhiệm trong suốt thời gian tái sắp xếp. Ngược lại, giới chủ nợ ở Malaysia, nơi luật pháp bắt nguồn từ luật pháp của Anh, có quyền cao hơn.

Một số đặc điểm khác cũng làm phân biệt hệ thống quy định phá sản trong năm nước nói trên. Chẳng hạn như, thủ tục chỉ định người điều hành trong suốt quá trình tái cấu trúc, quyền lực của người điều hành, tài sản sẵn sàng cho giới chủ nợ, và sự trừng phạt do những hành động thiếu trung thực của ban điều hành, điều này có thể dẫn công ty đến khánh kiệt tài chính, đều có sự khác nhau giữa các nước. Nhóm tác giả cho rằng những đặc điểm như vậy phản ánh triết lý ngầm của các hệ thống phá sản của mỗi nước và ảnh hưởng đến động lực của các đại diện kinh tế khác nhau trong cùng một tình huống như các tham số ta đã đề cập.

2.2.4. ĐẶC TRƯNG CỦA DOANH NGHIỆP

Nhóm tác giả sử dụng các thông số về cấu trúc tài chính và cấu trúc sở hữu ở mức độ công ty vào cuối năm tài chính 1996, kết thúc từ giữa tháng 1 đến tháng 6 của năm 1997. Nguồn dữ liệu cơ bản của nhóm tác giả là dữ liệu của Ngân Hàng Thế Giới, dữ liệu được thu thập từ hồ sơ của các thị trường chứng khoán trên thế giới. Dữ liệu này đã được điều chỉnh những khác biệt theo ranh giới quốc gia về các tiêu

chuẩn kế toán và thông lệ thực hiện, điều này cho phép nhóm tác giả sử dụng những dữ liệu của các nước khác nhau mà không gặp các vấn đề lớn về khả năng so sánh dữ liệu. Nhóm tác giả sử dụng bốn hạng mục trong bảng cân đối hay báo cáo kết quả kinh doanh: doanh thu, tổng nợ, tổng tài sản và thu nhập thuần.

Nhóm tác giả sử dụng phương pháp luận đã phát triển bởi La Porta và đồng sự (2002) và mở rộng bởi Claessens và các đồng sự (2002) để nghiên cứu cấu trúc sở hữu nền tảng của các công ty ở khu vực Đông Á. Để phân biệt quyền điều hành và quyền sở hữu, nhóm tác giả nhận dạng nhiều kiểu khác nhau về cấu trúc sở hữu của các tổ chức trung gian, như cross-holding: sở hữu chéo (tình huống mà hai hay một nhóm công ty nắm giữ cổ phiếu của nhau), kim tự tháp, độ lệch của luật một cổ phiếu-một quyền bầu. Chẳng hạn như, giả sử một nhóm kinh doanh nắm giữ 11% cổ phiếu của công ty A, mà Công Ty này lại nắm giữ 21% cổ phiếu của công ty B. Trong trường hợp này, nhóm tác giả cho rằng nhóm kinh doanh trên nắm giữ 11% quyền kiểm soát của công ty B, quyền này được tính trên mỗi liên kết yếu nhất trong chuỗi mắc xích quyền bỏ phiếu. Ngược lại, nhóm tác giả cho rằng nhóm kinh doanh chỉ nắm giữ 2% quyền điều hành của công ty B, quyền này được tính dựa trên sản phẩm của cả hai khoản góp vốn sở hữu trong chuỗi mắc xích.

Nhóm tác giả phân biệt giữa công ty có cổ đông lớn với những công ty có cổ đông rộng rãi. Nhóm tác giả định nghĩa cổ đông lớn là cổ đông sở hữu ít nhất 20% lượng cổ phiếu đang lưu hành của một công ty. Cổ đông lớn được chia làm 4 nhóm: gia đình, ngân hàng, công ty thương mại và nhà nước. Hơn thế nữa nhóm tác giả nhận dạng bảng phả hệ của mỗi công ty, như các cổ đông lớn của từng công ty. Hệ quả là nhóm tác giả đã nhận dạng được các công ty thuộc sở hữu của một ngân hàng hoặc của một nhóm kinh doanh có mối quan hệ cổ đông lớn với một ngân hàng. Các công ty được nhận dạng như là nhóm thành viên và nơi nào cổ đông lớn có ít nhất 20% quyền kiểm soát được xếp loại như là công ty liên kết. Nhóm tác giả áp đặt danh giới 20% để cố gắng làm hài hòa việc xếp loại các nhóm DN ở các nước khác nhau, bởi vì ở các nước khác nhau dùng định nghĩa khác nhau về công ty liên kết.

Kết quả được thể hiện ở **bảng số 3**. Nhóm tác giả tìm ra rằng các cổ đông chủ chốt của phần lớn các công ty khu vực Đông Á trong mẫu là các công ty thương mại và các định chế tài chính khác. Tuy nhiên cấu trúc sở hữu khác nhau rất lớn ở các nước. Có hơn 35% các công ty ở Philippines trong mẫu là có sở hữu ngân hàng, trong khi đó chỉ có 16% các công ty Hàn Quốc có sở hữu ngân hàng. Nhóm tác giả cũng thấy rằng nhóm liên kết rất phổ biến ở tất cả các nước Nam Á. Chẳng hạn như ở Indonesia là 74%, ở Thái Lan là 60% các công ty là thành viên của một nhóm.

Bảng 2.3: Thống kê tóm tắt đặc điểm DN (Tổng mẫu)

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Quốc gia	GROUP (%)	BANK (%)	SALES (\$ 1000)	SALDEBT	ROA
Indonesia	74.23	16.50	78,247.93	2.27	7.18
Hàn Quốc	51.25	15.66	405,760.37	2.01	2.01
Malaysia	51.58	24.13	45,121.83	2.57	7.27
Philippines	42.65	36.77	71,737.39	2.26	6.89
Thái Lan	59.59	29.50	51,496.26	1.52	5.50
Tổng Cộng	54.62	23.81	77,372.82	2.05	5.44

Thống kê tóm tắt thực hiện ở năm tài chính 1996, một năm trước khi khủng hoảng tài chính các nước Đông Á, GROUP là tỷ lệ phần trăm của các công ty có liên kết nhóm và nơi có cổ đông lớn chiếm giữ ít nhất 20% quyền bỏ phiếu. BANK là tỷ lệ phần trăm của các công ty bị sở hữu trực tiếp bởi một ngân hàng hay một nhóm có quyền sở hữu ngân hàng. SALES là số liệu doanh số trung bình, tính bằng đơn vị 1000 USD. SALDEBT là chỉ số trung bình của tổng doanh số trên tổng nợ. ROA là mức hoàn vốn trên tài sản, đo lường như tỷ lệ phần trăm của doanh thu thuần chia cho tổng tài sản.

Ở bảng số 2.3 từ cột số 4 tới cột số 6 cho thấy giá trị trung bình của một vài thông số tài chính các công ty trong mẫu vào năm tài chính 1996, năm trước khi khủng hoảng khu vực xảy ra. Các công ty Hàn Quốc có doanh thu hàng năm trung bình là 405 triệu USD, tiếp theo là Indonesia 78 triệu USD, Philippines 72 triệu USD, Thái Lan 51 triệu USD, Malaysia 45 triệu USD.

Ngoài ra tính trung bình, các công ty ở các nước đều có tỷ lệ nợ cao trước khi khủng hoảng. Các công ty Thái Lan có tỷ lệ nợ cao nhất với mức trung bình là có chỉ số

doanh thu trên tổng nợ là 1.52 trong năm 1996. Tuy nhiên các công ty này nhìn chung có tỷ suất sinh lợi trên tài sản (ROA) cao, chứng tỏ là tình hình hoạt động rất tốt. Thực ra, tỷ lệ tăng trưởng cao có thể dẫn đến việc sử dụng nhiều nợ hơn và DN có đòn cân nợ cao hơn ở những nước này.

Mẫu của nhóm tác giả gồm có báo cáo kết quả kinh doanh, bảng cân đối tài sản và thông tin chủ sở hữu của 1775 công ty. Nhóm tác giả loại trừ các công ty thuộc khu vực tài chính bởi vì tiêu chuẩn kế toán áp dụng cho doanh thu và lợi nhuận của các công ty này là khác biệt rất lớn so với các khu vực khác. Thêm vào đó quyết định phá sản của các ngân hàng bị ảnh hưởng bởi các yếu tố khác, như là những quan ngại về việc phá sản dây chuyền. Nhóm tác giả cũng loại trừ những công ty không có đủ dữ liệu. Sau khi áp dụng những tiêu chuẩn này, 1472 công ty được chọn.

Để nhận dạng những công ty nộp đơn phá sản sau khi xảy ra khủng hoảng, nhóm tác giả thu thập thông tin từ các thị trường chứng khoán và ủy ban chứng khoán tương ứng. Phần lớn các công ty trong mẫu nộp đơn phá sản trong nửa năm cuối 1998. Đó là hậu quả kết hợp ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính khu vực và sự hoàn thiện thủ tục phá sản trong một vài nước. Ở Indonesia, Philippines, và Thái Lan luật phá sản được sửa đổi theo thứ tự vào tháng 8, tháng 1 và tháng 4 năm 1998. Những cải cách phá sản này làm tăng số lượng nộp đơn phá sản bằng cách cho phép phá sản theo kiểu dễ hơn của chương 11 – kiểu tái tổ chức và thiết lập tòa án phá sản riêng. Ở Indonesia, chẳng hạn, chỉ có 11 trường hợp nộp đơn phá sản giữa năm 1978 và tháng 8 năm 1998, nhưng lại có 24 trường hợp nộp đơn chỉ trong 3 tháng cuối của 1998. Tương tự, ở Philippines, chỉ có 35 công ty nộp đơn xin phá sản giữa năm 1982 và 1996, nhưng lại có 52 trường hợp nộp đơn xin phá sản từ năm 1997 đến 1998.

Bảng số 2.4 cung cấp thống kê mô tả mẫu, theo kiểu công ty. Mẫu con của các công ty có khả năng kiệt quệ tài chính thể hiện trong cột 3 và cột 4, nơi mà kiệt quệ được định nghĩa là có chỉ số thanh toán lãi suất (interest coverage ratio) nhỏ hơn 1 trong năm 1998. Nhóm tác giả chỉ dùng mẫu công ty bị kiệt quệ tài chính để kiểm tra việc sử dụng phương án phá sản như là một phương tiện giải quyết khủng hoảng tài chính

**Bảng 2.4: Thống kê tóm tắt các vụ nợ đơn phá sản trong năm 1997
và năm 1998**

Công ty bị kiệt quệ tài chính được nhận dạng là công ty có chỉ số bao phủ nợ (interest coverage ratio) nhỏ hơn 1 trong năm 1998

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Quốc gia	Số quan sát	Số công ty bị kiệt quệ tài chính	% số công ty bị kiệt quệ tài chính so với tổng quan sát	Số công ty phá sản	% số công ty phá sản trong tổng số công ty bị kiệt quệ tài chính	Tốc độ tăng trưởng GDP thực trong năm 1998
Indonesia	133	66	49.62%	2	3.03%	-13.7%
Hàn Quốc	282	116	41.14%	26	22.41%	-5.8%
Malaysia	627	296	47.21%	21	7.09%	-6.7%
Philippines	68	20	29.41%	1	5.00%	-0.5%
Thái Lan	362	146	40.33%	33	22.60%	-9.1%
	1472	644	43.75%	83	12.89%	

Sự khác biệt giữa các quốc gia trong mức độ kiệt quệ tài chính và phá sản phát sinh một phần từ tính khốc liệt của khủng hoảng tài chính khu vực ở mỗi nước cụ thể. Cột cuối cùng của bảng số 4 cho thấy tốc độ tăng trưởng của GDP thực trong năm 1998. Indonesia và Thái Lan bị ảnh hưởng nặng nhất bởi cuộc khủng hoảng, với 13.7% và 9.1% giảm trong GDP. Nhóm tác giả cho rằng các công ty ở những quốc gia có mức giảm GDP thấp hơn sẽ ít bị kiệt quệ tài chính hơn. Thực tế, Philippines có tỷ lệ thấp nhất các công ty bị kiệt quệ tài chính, với 29% các công ty trong mẫu. Bảng số 5 cung cấp số thống kê miêu tả các biến độc lập của các công ty bị xếp hạng có khả năng kiệt quệ tài chính. Lựa chọn của nhóm tác giả về biến có tính giải

Bảng 2.5: Đặc điểm của công ty bị kiệt quỹ tài chính

Công ty phá sản bao gồm các công ty nộp đơn phá sản trong năm 1997 hay năm 1998, suốt cuộc khủng hoảng Châu Á. SALES là trung bình tổng doanh thu, đơn vị 1000 USD. SALDEBT là chỉ số trung bình của tổng doanh thu trên tổng nợ. ROA là số trung bình của mức hoàn vốn trên tổng tài sản, đo lường bởi tỷ lệ % của doanh thu thuần trên cho tổng tài sản. GROUP là phần trăm của các công ty có liên kết nhóm với một nhóm công ty khác và ở đó chủ sở hữu lớn có ít nhất 20% quyền bầu phiếu. BANK là tỷ lệ phần trăm của các công ty có sở hữu trực tiếp bởi ngân hàng hay một nhóm công ty sở hữu một ngân hàng.

Biến giải thích	Nộp đơn phá sản	Tái thương thuyết ngoài tòa án
SALES (\$ 1000)	76,972.15	77,395.24
SALDEBT	1.02	2.13
ROA	1.11	5.94
GROUP	0.40	0.56
BANK	0.08	0.22
Tổng số quan sát	83	561

Chỉ số tổng doanh thu/tổng nợ (SALDEBT) cung cấp một dấu hiệu về đòn cân nợ của công ty và khả năng của nó trong việc thanh toán nợ nần trong suốt thời kỳ kiệt quỹ tài chính khi đối mặt với các cú sốc về tiền tệ và lãi suất. Thực ra, nhóm tác giả thấy rằng các công ty nộp đơn phá sản đều có chỉ tiêu tổng doanh thu trên tổng nợ thấp trước khi khủng hoảng xảy ra, điều này làm cho những công ty này trở nên nhạy cảm hơn đối với các cú sốc và nhiều khả năng cần sự bảo vệ của luật pháp kịp thời (luật phá sản) khi bị kiệt quỹ tài chính xảy ra.

Để đánh giá tình trạng hoạt động của các công ty trước khi khủng hoảng xảy ra, nhóm tác giả dùng chỉ tiêu tỷ suất hoàn vốn trên tài sản ROA, được định nghĩa là tỷ số của tổng thu nhập ròng chia cho tổng tài sản. Thông thường, các chủ nợ thường

Như bảng 2.4 thể hiện rõ, Indonesia và Philippines có ít trường hợp đệ đơn phá sản nhất. Điều này có thể do sự khác nhau về mức độ mà những nước này trải qua khủng hoảng kinh tế hoặc sự khác nhau trong khuôn khổ pháp chế để giải quyết tình trạng kiệt quệ tài chính. Tuy nhiên để kiểm tra xem hai nước nói trên ảnh hưởng như thế nào đến mẫu, nhóm tác giả cũng tiến hành phân tích hồi quy cho 3 nước là Hàn Quốc, Malaysia và Thái Lan. Nhóm tác giả tìm thấy rằng biến số ngân hàng và liên kết nhóm giữ vai trò trọng yếu và biến số luật pháp giữ vai trò kém quan trọng hơn. Nhìn tổng thể, điều này khẳng định kết luận chung của nhóm tác giả là việc đệ đơn phá sản tùy thuộc vào sức mạnh của luật pháp bởi vì nhóm tác giả quan sát thấy ít vụ phá sản hơn ở Indonesia và Philippines nơi mà luật pháp kém hữu hiệu hơn. Điều này là nhất quán với các kết quả tìm được từ các thị trường khác (xem Altman, 2000). Tuy nhiên bằng chứng còn yếu, gợi ý rằng các nhân tố khác đóng một vai trò quan trọng trong việc xác định phá sản của các công ty ở khu vực Đông Á.

Phát hiện của nhóm tác giả giúp giải thích sự thiếu vắng của nhiều vụ phá sản ở những quốc gia như Indonesia, nơi các liên kết nhóm là rất phổ biến, quyền lợi giới chủ nợ không mạnh, và hệ thống luật pháp không đầy đủ. Kết quả này có hàm ý chính sách là các cải cách luật pháp có thể tăng cường việc mở rộng phạm vi mà hệ thống phá sản được sử dụng như một phương cách giải quyết tình trạng kiệt quệ tài chính.

2.3. CÁC BÀI HỌC VỀ GIẢI PHÁP ĐỐI PHÓ KHÁNH KIẾT TÀI CHÍNH

2.3.1. HOÀN CẢNH NGHIÊN CỨU

Những cuộc khủng hoảng tài chính liên quan đến DN và khu vực tài chính ở các thị trường mới nổi, đặc biệt, trong cuộc khủng hoảng ở các nước Đông Á năm 1997-1998, đã làm phát sinh câu hỏi về vai trò của chính phủ trong việc ngăn chặn và làm nhẹ tình trạng khánh kiệt tài chính. Những hành động hỗ trợ về vốn của chính phủ nhằm phụ giúp các DN và các định chế tài chính cụ thể, vì chính phủ cần nguồn thuế trong tương lai để trang trải các khoản chi phí công phát sinh. Cũng có mối quan ngại rằng khu vực tư nhân sẽ trông chờ vào các hành động trợ giúp như thế trong tương lai và sẽ hành xử theo lối không thận trọng, dẫn đến khủng hoảng mới. Mặt khác, nếu chính phủ không ra tay can thiệp có thể có nghĩa là một bộ phận quan trọng của nền kinh tế vẫn nằm trong tình trạng khánh kiệt tài chính trong một thời gian dài, với những thiệt hại lớn và không thể chấp nhận được về sản xuất và thất nghiệp. Tình thế tiến thoái lưỡng nan này dẫn đến việc tìm kiếm các cuộc dàn xếp mà nó sẽ tự động khởi động quá trình xử lý có trật tự các phương án giải quyết khánh kiệt tài chính hệ thống. Nghiên cứu này có liên quan đến một cuộc khảo sát toàn cầu về khung giải quyết khánh kiệt tài chính ở cấp độ các công ty riêng lẻ, với nhiều nước điều chỉnh hệ thống phá sản và các luật có liên quan.

Một cách phổ biến, **trong một cuộc khủng hoảng hệ thống, vai trò của chính phủ nằm ở chỗ, thứ nhất, quy định các luật lệ có thể dẫn đến các nỗ lực tái cấu trúc tư nhân một cách hiệu quả, và thứ nhì, trong việc cung cấp những trợ giúp trực tiếp ở những chỗ mà những hành động riêng lẻ tỏ ra là không đủ để giải quyết tình trạng khánh kiệt tài chính với mức độ mất mát chấp nhận được.** Tuy nhiên không có vai trò nào là rõ ràng. Đã có những cuộc tranh cãi gay gắt xem xét cơ chế luật pháp thân thiện với chủ nợ hay cơ chế luật pháp thân thiện với con nợ làm trầm trọng thêm khủng hoảng tài chính. Một vấn đề cũng được tranh cãi gay gắt không kém là liệu hỗ trợ trực tiếp giúp giải quyết khủng hoảng tài chính hay chỉ đơn thuần làm tăng tốc đến cuộc khủng hoảng kế tiếp.

Một chiều hướng khác là khủng hoảng tài chính cho phép các chính phủ giới thiệu các cải cách mà nếu không khủng hoảng sẽ làm các nhóm chính trị liên quan lúng túng. Vì vậy trong khi vực dậy các công ty hay ngân hàng bị khủng hoảng là vai trò quan trọng bậc nhất đối với các nhà hoạch định chính sách trong thời kỳ xảy ra kiệt quệ tài chính, giai đoạn này cũng là cơ hội thông qua các cải cách thể chế và luật pháp tạo ra con đường tăng trưởng dài hạn cho nền kinh tế. Những ví dụ cho những cải cách như vậy là con đường của luật phá sản cải cách ở Hàn Quốc, Thái Lan, và Malaysia theo dấu chân của cuộc khủng hoảng tài chính, và sự thiết lập các tòa án phá sản đặc biệt ở Indonesia và Thái Lan.

Phần này là đúc kết những điểm chính của các nghiên cứu cũng như những kết luận của vài công trình nghiên cứu gần đây về cải cách cơ chế vỡ nợ. Trước tiên, chúng ta bàn luận về vai trò của cơ chế vỡ nợ trong nền kinh tế thị trường. Những nghiên cứu mới đáng cân nhắc về cơ chế vỡ nợ được tiến hành trong những năm gần đây một cách độc lập với cuộc khủng hoảng kinh tế ở các thị trường mới nổi. Những tài liệu này cung cấp những hướng dẫn quan trọng cho những phát triển trong dài hạn của luật và thủ tục phá sản. Tuy nhiên, quy chế xử lý phá sản đóng một vai trò hạn chế trong các cuộc khủng hoảng xảy ra ở các thị trường mới nổi bởi vì mức độ bao phủ quá rộng của khủng hoảng và không đủ thời gian cần thiết để luật phá sản và các thể chế phá sản trở nên hiệu quả trong những nền kinh tế được giới thiệu.

Điều này dẫn đến phần thứ hai cân nhắc về hướng tiếp cận để giải quyết kiệt quệ tài chính có hệ thống. Cụ thể, một phần nghiên cứu nói về vai trò của chính phủ trong việc tạo điều kiện giải quyết các cuộc tranh tụng tài chính thông qua những dàn xếp ngoài khuôn khổ tòa án thay thế cho các quy trình phá sản hiện hành. Phần khác của nghiên cứu này cân nhắc tái cấu trúc trên cơ sở thị trường thông qua các cuộc sáp nhập và mua bán lại, bao gồm việc cho phép một vai trò lớn hơn của các nhà đầu tư nước ngoài. Cuối cùng, một khi cả các quy trình phá sản – bao gồm những quy định đặc biệt trực tiếp giải quyết khủng hoảng hệ thống, và việc tái cấu trúc theo khuynh hướng thị trường thông qua sự tiếp quản các công ty bị kiệt quệ tài chính đều không giải quyết được vấn đề, thông thường chính phủ sẽ bước chân vào gánh lấy phần tổn

2.3.2. CƠ CHẾ VỠ NỢ: MỐI QUAN TÂM VÀ NGUYÊN LÝ VẬN HÀNH

Cơ chế vỡ nợ biểu hiện cho sự cân bằng của vài mục tiêu, một mặt, bao gồm bảo vệ quyền lợi của chủ nợ, là điều cần thiết để huy động nguồn tài trợ đầu tư cho tài sản cố định và tài sản lưu động, mặt khác lại có tác dụng ngăn ngừa sự đóng cửa quá sớm của các DN có khả năng tồn tại. Trong nhiều nước, khuôn khổ để giải quyết sự vỡ nợ tiến triển theo thời gian theo sự cân bằng quyền lực chính trị giữa các nhóm quyền lợi khác nhau, theo sau đó là sự chuyển đổi cấu trúc của nền kinh tế. Kết quả là, cơ chế phá sản khác nhau rất đáng kể, thậm chí ở các nước phát triển. Vì vậy, thậm chí ở những nước mà cấu trúc văn hóa và xã hội rất gần gũi và nền kinh tế gắn bó mật thiết nhau như Hoa Kỳ và Anh, vẫn có những khác biệt rất quan trọng trong cách xử lý cơ bản đối với con nợ. *(Luật phá sản Hoa Kỳ năm 1800 phần lớn sao chép từ Anh. Ngày nay, hệ thống Luật Phá sản ở Anh Quốc theo hướng thân thiện với chủ nợ và kết quả tương đối là có nhiều vụ phá sản hơn trong khi Chương 11 của Luật Phá Sản Hoa Kỳ thì thân thiện với con nợ hơn và dẫn đến nhiều vụ tái sắp xếp dưới sự kiểm soát của ban điều hành đương nhiệm. Tuy nhiên, những thay đổi gần đây trong Luật Phá Sản Anh Quốc đã được điều chỉnh theo hướng gần hơn với luật của Hoa Kỳ).* Vì vậy điều khoản của một cơ chế vỡ nợ giúp hướng dẫn giải quyết các tình huống mà một quốc gia mắc phải trong thời kỳ kiệt quệ tài chính hệ thống.

Mặc dù có sự khác nhau giữa các cơ chế, điều trở nên rõ ràng là một cơ chế vỡ nợ vận hành là một phần rất cần thiết của một nền kinh tế. Sự thiếu vắng một cơ chế vỡ nợ hiệu quả ở các nền kinh tế khủng hoảng ở Đông Á, một điều gây ngạc nhiên cho nhiều người, được xem là đã làm phức tạp và làm chậm quá trình tái cấu trúc DN. Trong nhiều năm, những nền kinh tế này phát triển rất nhanh chóng và những cuộc cải cách thể chế để giải quyết vấn đề kiệt quệ tài chính đã không được chú trọng cao

Khi quyền theo luật pháp của giới chủ nợ được bảo đảm tốt, con đường tín dụng của các DN được mở rộng khá đáng kể, cũng như thế đối với bề rộng và bề sâu của thị trường nợ (La Porta và Lopez de Silanes). Điều này xảy ra bởi vì luật pháp bảo vệ giới chủ nợ khỏi sự chiếm đoạt của ban điều hành DN và kiểm soát các cổ đông của công ty. Một cách đơn giản để hoàn lại vốn cho chủ nợ là tôn trọng thứ tự ưu tiên của quyền phân chia tài sản trong phá sản và tái cấu trúc công ty, nghĩa là chủ nợ cấp cao được ưu tiên trả trước, sau đó mới đến các giới chủ nợ cấp thấp hơn, cuối cùng mới là các cổ đông nếu còn dư ra. Cùng lúc đó, một số công trình nghiên cứu chỉ ra rằng nếu cổ đông không nhận được gì trong quy trình xử lý phá sản, ban điều hành, hành động nhân danh cổ đông công ty, sẽ cố gắng trì hoãn hay tránh phá sản, bao gồm cả chấp nhận những dự án có độ rủi ro cao khi công ty đã lâm vào khánh kiệt tài chính. Vì lý do này, Hart (2000) đã nghiên cứu một tình huống mà một phần tài sản của công ty từ vụ xử lý phá sản được dành cho các cổ đông công ty, thậm chí cả trong trường hợp thứ tự ưu tiên không để lại phần dư nào cho những người chủ nợ.

Có nhiều vấn đề mà dựa vào đó thủ tục vỡ nợ có thể được so sánh và tác giả Joseph Stiglitz đã cung cấp một phép phân loại rất hữu ích cho các vấn đề này. Một cân nhắc quan trọng là xem xét luật pháp có thể cung cấp một cơ chế tự động khi một công ty cần nộp đơn xin phá sản. Mục tiêu của cơ chế tự động này là chúng có thể giảm bớt mức lỗ liên quan đến ban điều hành hay các cổ đông lớn cố tình hoãn quyết định phá sản. Một cơ chế như vậy đã được giới thiệu ở Hungary năm 1992 với hiệu quả là hơn 5000 công ty đã phải phá sản chỉ trong một năm (Tác giả Gray, Schlorke, và Szanyi, 1996). Trong khi trong dài hạn cơ chế này thúc đẩy việc xây dựng các quy chế cho các tòa án và nghề quản trị điều hành, nhưng sự chấp nhận cơ chế tự động này đã ngăn trở các tòa án trong ngắn hạn và làm khó khăn trong việc phân loại các công ty có thể tồn tại được trong số các công ty phải phá sản. Cơ chế tự động này đã được tháo bỏ trong cuộc cải cách phá sản năm 1997. Một cơ chế phá sản khác kiểu cũng được giới thiệu trong lần sửa đổi luật phá sản Thái Lan năm 1999 (Foley, 2000). Nếu con nợ một nhóm chủ nợ nguyên đơn số tiền hơn 1 triệu Baht, chủ nợ chính phải kiến nghị phá sản. Trong khi cơ chế đã được quy định rõ ràng như vậy, thì bước kế tiếp trong thủ tục phá sản – việc xác định vỡ nợ - lại không được như thế. Cụ thể, trong 09 căn cứ xác định vỡ nợ được thiết lập ở phần 8 của Luật phá sản số 2483, có 5 căn cứ là không mang tính thực tiễn, với kết quả là ít vụ phá sản được khởi xướng thậm chí sau khi luật sửa đổi có hiệu lực. Ví dụ ở Thái Lan chỉ ra sự cần thiết phải bổ sung nhiều loại luật và thủ tục khác nhau làm cơ sở cho cơ chế vỡ nợ.

Một số câu hỏi quan trọng tiếp theo của luật phá sản là ai có thể đệ đơn để tái sắp xếp hay phá sản? (trọng trách này có thể được trao cho con nợ, giới chủ nợ (các khoản vay ngân hàng, các khoản tài trợ thương mại), ban điều hành của công ty, và các cổ đông hiện hữu); khả năng ban điều hành đi hay ở lại trong suốt giai đoạn tái cấu trúc?; khả năng có một rào cản tự động ngăn cản việc chiếm tài sản của giới chủ nợ? La Porta và Lopez de Silanes chứng minh rằng mỗi một đặc điểm như thế đều ảnh hưởng đến sự mở rộng tín dụng đáng kể ở các nước khác nhau, ví dụ như khả

Làm thế nào để các nước khác nhau có thể kết hợp các đặc tính này để giải quyết các công ty bị kiệt quệ tài chính lại phụ thuộc vào mức độ trải rộng của cổ đông và các yếu tố khác như là luật về hợp đồng, luật chứng khoán, luật hình sự, sự sẵn sàng của các lựa chọn pháp lý bổ sung, sự phát triển các định chế của đất nước (tòa án, giới chủ nợ, ngân hàng, chính phủ), sự đa dạng của các quyền đòi bồi thường, và mức độ bất cân xứng về thông tin. Các yếu tố quốc tế cũng có thể đóng vai trò quan trọng, như trường hợp của Indonesia nơi mà nợ DN phần lớn là từ các nhà đầu tư nước ngoài (Claessens, Djankov, và Lang, 2000b). Chất lượng chung của thông tin về giá trị DN và sự phát triển của thị trường tài chính để hấp thụ các tài sản thanh lý là những yếu tố quan trọng còn lại.

Trong khi một cơ chế vỡ nợ độc nhất là không tồn tại, những bộ luật yếu kém lại làm mọi thứ trở nên tồi tệ hơn. Vài nguyên tắc áp dụng để xây dựng một cơ chế vỡ nợ tốt: Đầu tiên, một cơ chế phải tạo ra được một nỗ lực giải quyết hậu khủng hoảng hiệu quả, với mức ý nghĩa là DN bị kiệt quệ phải thu được giá trị tổng cộng cao nhất. Một cách cụ thể, công ty có thể phải đóng cửa, thanh lý từng phần, được bán theo nguyên tắc hoạt động liên tục, hay được tái sắp xếp dựa trên những lựa chọn mang lại giá trị cao nhất cho giới chủ nợ, con nợ, và các cổ đông khác như là người lao động. Thứ hai, một cơ chế vỡ nợ tốt nên có hiệu quả phòng ngừa trước khủng hoảng, để ngăn chặn ban điều hành và cổ đông khỏi việc thực hiện các khoản nợ không thận trọng, chấp nhận những chủ nợ cung cấp các khoản vay với khả năng phá sản cao. Cách hành xử không thận trọng có thể bị trừng phạt bằng cách giảm quyền yêu sách hay bằng cách cắt giảm nhân sự các bên có liên quan.

Vấn đề làm thế nào để các nước khác nhau có thể giải quyết các công ty bị kiệt quệ tài chính cũng thay đổi theo thời gian, bởi vì cấu trúc sản xuất và giá trị của các cổ đông cũng thay đổi. Tiến sỹ Westbrook báo cáo một xu hướng chung về việc di chuyển từ cơ chế thân thiện với chủ nợ hơn đến cơ chế thân thiện với con nợ hơn. Những thay đổi gần đây trong thủ tục phá sản ở trên thế giới đã nghiêng hẳn về

Phá sản hay các giải pháp luật pháp khác không phải là phương cách duy nhất để giải quyết khủng hoảng tài chính. Đôi khi các nhà kinh tế đề xuất một vài phương pháp khác thay thế. Chẳng hạn như tổ chức các trung tâm bán tài sản hay đấu giá. Việc đấu giá thì dễ thi hành và không phụ thuộc vào hệ thống luật pháp (Hausch và Ramachandran; Hart và các cộng sự, 1997). Mặc dù viễn cảnh về mặt lý thuyết là khá hấp dẫn, những giải pháp như thế đã không được áp dụng trong thời gian gần đây, ngoại trừ những người đưa ra chủ trương cải cách ở Mexico năm 1998. Điều này là bởi vì việc bán tài sản về phương diện thực nghiệm cho thấy là không được giá cao, mặc dù những bằng chứng thực nghiệm chủ yếu mang tính giai thoại (Pulvino, 1998). Một mặt hạn chế nữa của cơ chế đấu giá là nó phụ thuộc vào tính thanh khoản của thị trường thứ cấp. Trong khi đó, cơ chế thương lượng tái cấu trúc, chẳng hạn như tái cấu trúc theo chương 11, lại phụ thuộc vào sức mạnh của hệ thống pháp lý. Ở những quốc gia mà hệ thống pháp lý còn yếu, như ở nhiều nước đang phát triển, một công ty nên cân nhắc một danh mục chọn lựa khi đối phó với tình huống vỡ nợ, ở đây con nợ có thể chọn lựa xem xét có thể dùng phương pháp thương lượng tái cấu trúc hay đấu giá. Trong ngắn hạn, con nợ có thể thích phương pháp thương lượng tái cấu trúc hơn, thậm chí ngay cả khi họ phải trả một giá cao hơn, bởi vì giới chủ nợ sẽ điều chỉnh giá vốn để phòng các kết quả không chắc chắn xảy ra do quá trình tái cấu trúc mang lại (Hart 2000). Trong dài hạn, khi các khoản nợ đến hạn, con nợ thích chọn phương pháp đấu giá tài sản, vì nó ít tốn kém hơn để thu hồi vốn. Tuy nhiên, điều quan trọng hơn cả là danh mục các lựa chọn nhiều khả

Đối với các công ty đối mặt với khủng hoảng tài chính, việc vỡ nợ theo luật định là một lựa chọn mà chủ nợ và con nợ có thể theo đuổi. Một số các công ty ở khu vực Đông Á sau cuộc khủng hoảng 1997-1998 đã lựa chọn phương án bán vốn (và kiểm soát) cho các nhà đầu tư nước ngoài (Mody và Negishi, 2000), hoặc thương lượng phần lớn các khoản nợ của họ ngoài khuôn khổ tòa án (Foley, và Gilson). Đối với các quốc gia có quyền hạn chủ nợ mạnh hơn và có hệ thống luật pháp hữu hiệu hơn, khả năng nộp đơn phá sản của các công ty bị kiệt quệ tài chính là cao hơn, mặc dù những công ty có liên kết nhóm hạn chế được điều này (Claessens, Djankov, và Klapper, 1999). Thậm chí khi một trình tự phá sản không được dùng, họ vẫn quyết định tham gia quy trình tái cấu trúc trên diện rộng với tốc độ cao.

Các tác giả Claessens, Kjanokov, và Klingebiel nghiên cứu các nước Indonesia, Malaysia, Hàn Quốc, và Thái Lan và tìm ra rằng chỉ có một phần nhỏ các tài sản thanh lý, trung bình thấp hơn 6%, được giải quyết thông qua các cuộc phá sản chính thức. Tỷ lệ lớn hơn nhiều là sử dụng các cuộc dàn xếp ngoài tòa án. Điều này có thể giải thích một phần là do tiến độ chậm chạp của các quy trình pháp lý: phải mất trung bình hơn 2 năm để có thể đạt được quyết định pháp lý cho một vụ phá sản. Không có gì đáng ngạc nhiên là hai nước với nhiều vụ hoãn tòa án nhất, Indonesia và Thái Lan, đã phải thiết lập các tòa án đặc biệt để giải quyết phá sản. Trong khi sự hữu hiệu của các giải pháp trong tòa án được cải thiện khá quan trọng theo những thay đổi trong cấu trúc luật pháp, chỉ có một số ít các vụ phá sản được giải quyết thông qua tòa án phá sản. Như các tác giả Foley, và Gilson chứng minh ở Thái Lan, hầu hết các thỏa thuận đạt được được thực hiện bên ngoài tòa án.

Trình tự phá sản chính thức không được sẵn sàng sử dụng cũng là cơ hội thay đổi cơ chế phá sản. Theo bước chân cuộc khủng hoảng tài chính các nước Đông Á, tất cả các nước bị ảnh hưởng đều thông qua các đạo luật phá sản mới trong khi Indonesia và Thái Lan cũng giới thiệu các tòa án phá sản đặc biệt. Câu hỏi quan trọng là xem liệu các thay đổi luật pháp như thế chỉ đơn thuần là làm hoãn lại

Có thể nói tổng quát về các ảnh hưởng lâu dài của các đạo luật phá sản là không chỉ sức mạnh quyền hạn của giới chủ nợ quyết định mức lãi suất phổ biến, mà bản thân đạo luật tồn tại cũng giúp xác lập mức độ hoạt động của DN. Nghĩa vụ tiềm ẩn của các DN khi phá sản càng cao, thì càng ít khả năng DN có thể khởi đầu lại công việc kinh doanh mới. Tác giả White cung cấp các bằng chứng thực nghiệm về số các công ty có thể khởi đầu lại ở Hoa Kỳ, và giải thích sự khác nhau giữa các bang với các thủ tục khác nhau trong việc giải quyết vỡ nợ cá nhân.

2.3.3. KIẾT QUỆ HỆ THỐNG VÀ TÁI CẤU TRÚC DOANH NGHIỆP

Tái cấu trúc DN là một quá trình liên tục, tách rời những công ty tồn tại và phát đạt với những công ty bị nhân chìm bởi các thách thức mới. Chính phủ chỉ có vai trò hạn chế trong quá trình tái cấu trúc này, ngoại trừ việc đảm bảo một môi trường kinh tế trong đó các nguồn lực có thể được sắp xếp, bố trí lại cho những mục tiêu mới với chi phí tối thiểu. Tuy nhiên, khi kiệt quệ tài chính lan tỏa rộng, có một nguy cơ rằng nó có thể tự làm trầm trọng thêm. Một vài hệ lụy sẽ phát sinh. Các công ty có thể không có động lực để tái cấu trúc bởi vì các công ty bị kiệt quệ tài chính khác (và bằng sự dính líu, người tiêu dùng) ít có nhu cầu cho sản phẩm của họ. Cũng vậy, các công ty bị kiệt quệ tài chính không thể thanh toán nợ nần, tiếp tục duy trì sức ép lên các định chế tài chính, mà các định chế này đến lượt họ sẽ hạn chế các khoản vay mới cho các dự án có nhu cầu sử dụng vốn một cách hiệu quả. Các thể chế tài chính có thể bị vỡ nợ, giảm động lực của người đi vay mượn để trả nợ. Hệ thống

PHƯƠNG ÁN ĐẦU TIÊN LÀ DỰA VÀO SỰ PHỤC HỒI KINH TẾ để giảm bớt những ức chế về lượng cầu, cải thiện dòng tiền và khả năng trả nợ của DN. Những phục hồi này có thể được thực hiện bằng cách tăng chi tiêu ngân sách nhưng có thể bị hạn chế bởi giới hạn tài chính, đặc biệt trong thời gian kiệt quệ tài chính. Sự phục hồi có thể xảy ra nếu lượng cầu xuất khẩu có khuynh hướng gia tăng, như trường hợp của Mexico sau cuộc khủng hoảng 1994-1995 và cũng là trường hợp của Hàn Quốc và Malaysia sau cuộc khủng hoảng Châu Á, cả hai nước này đều hưởng lợi từ việc tăng trưởng nhanh về thương mại của sản phẩm điện tử. Tuy nhiên, đặt niềm tin vào một sự cải thiện về kinh tế có thể là quá ngây thơ, mà bằng chứng là sự đình trệ liên tục của khu vực kinh tế DN ở Nhật Bản trong suốt thập kỷ 90.

Phục hồi kinh tế tự bản thân nó được chứng tỏ là không đủ ở những nước như Indonesia và Thái Lan, những nơi mà hơn một nửa công ty bị kiệt quệ tài chính tại cùng một thời điểm. Nhiều công ty đã rơi vào kiệt quệ tài chính không chỉ vì khủng hoảng kinh tế trên diện rộng mà còn do nhiều quyết định đầu tư không thận trọng đã thực hiện trong quá khứ. Nhiều bằng chứng cho thấy rằng khánh kiệt tài chính của những công ty này đã âm ỉ trong khoảng thời gian dài làm cho nền kinh tế trở nên dễ bị tổn thương trước các áp lực tài chính mới. Vì lý do này, phương án tiếp cận khác là sử dụng linh hoạt các công cụ thị trường, các công cụ này không yêu cầu sự sắp đặt tài chính nào. Theo khuynh hướng này, chính phủ phải thiết lập các luật chơi mà giới chủ nợ và con nợ phải nỗ lực đòi hỏi quyền lợi một cách phân tán. Những luật này bao gồm những quy định về giám sát quy trình tái cấu trúc và phá sản, thúc đẩy các biện pháp giải quyết tranh chấp tài chính (thông qua những quy định đặc biệt hay những cuộc thương thuyết, mà chúng sẽ bổ sung cho các quy trình phá sản hiện hữu), giảm các trở ngại cho việc chuyển giao sở hữu và triển khai lại các nguồn lực (bao gồm chấp nhận tự do hơn cho đầu tư trực tiếp nước ngoài, mua bán lại và sáp nhập, huy động lao động trong thị trường lao động), và những quy trình “siêu phá sản” thay đổi động lực tái cấu trúc của các DN.

Điểm thường thấy của khuynh hướng dựa vào thị trường này là chúng dựa vào cái được và cái mất cho việc tái cấu trúc hơn là dựa vào tác nhân kích thích của chính phủ hay dựa vào sự gánh vác của chính phủ đối với các khoản nợ của các công ty và định chế tài chính bị phá sản. Tuy nhiên, trong vài trường hợp ở những nơi mà sự khôi phục kinh tế và thúc đẩy các biện pháp khuyến khích tái cấu trúc tỏ ra là không đủ, chính phủ có thể sẽ phải đối mặt với gánh nặng tài chính (assumption of financial liabilities) hay phải cung cấp các hình thức hỗ trợ khác của chính phủ để chống đỡ khu vực tài chính hay khu vực DN. Ở nơi nào chính phủ chi tiêu các nguồn lực tài chính và gánh vác những khoản nợ, họ cũng tìm cách thu hồi một phần các nguồn lực này thông qua các công ty quản lý tài sản tập trung.

Trong thực tiễn, sự phục hồi kinh tế (bằng các biện pháp khuyến khích mạnh hơn hay các hình phạt cứng rắn hơn) và gánh nặng tài chính sẽ đi cùng với nhau. Điều này được minh chứng bởi nhiều ví dụ thực tế ở các quốc gia. Tuy nhiên rất khó khăn để tách rời ảnh hưởng và lợi ích của việc theo đuổi chỉ một khuynh hướng phục hồi kinh tế. Trong khi mọi quốc gia Đông Á thực hiện các chương trình khuyến khích tài chính sau một thời gian co cụm lại do khủng hoảng thì Nhật lại là nước dựa hầu hết vào sự phục hồi mức cầu, các chính sách khuyến khích tài chính chỉ là một phần của phương án. Cuộc cải cách ở Nhật Bản lúc bấy giờ đã có nhiều thành công hỗn hợp. Bên cạnh việc hoàn thiện các luật phá sản, các biện pháp tháo gỡ cũng được vận dụng để huy động nguồn nhân lực và làm thuận tiện hơn cho quá trình sáp nhập và mua lại. Về cơ bản, các biện pháp tháo gỡ này liên quan đến việc loại trừ một số luật lệ cản trở, chẳng hạn như những quy định phải được sự cho phép của ban giám đốc công ty bị kiệt quệ tài chính đồng ý cho tiếp quản hay sáp nhập với công ty khác. Một điều thực tế là số liệu các vụ phá sản được báo cáo và các cuộc sáp nhập & mua lại các công ty Nhật ở phạm vi trong nước và quốc tế đều tăng lên nhanh chóng. Trong ngắn hạn, những việc này sẽ gây tổn thất cho người lao động của các công ty bị ảnh hưởng và thậm chí cả nền kinh tế, vì chúng làm yếu đi lượng cầu của người tiêu dùng. Tuy nhiên, những quá trình tái cấu trúc như vậy cung cấp cơ hội tốt nhất cho các đối thủ có khả năng cạnh tranh cao và mang lại

NHỮNG KHUYNH HƯỚNG TIẾP CẬN DỰA VÀO THỊ TRƯỜNG. Trong bất cứ tình huống nào, khi chính phủ thiết lập hệ thống luật lệ cho các tình huống kiệt quệ mà trong đó khuyến khích việc dàn xếp các khiếu kiện và làm dễ dàng hơn sự chuyển giao sở hữu và phân bổ lại các nguồn lực, vai trò của chính phủ trong trường hợp khủng hoảng hệ thống có thể khác so với chức năng thông thường của nó về cấp độ và tốc độ hành động, và phạm vi để nó tạo ra một cách tạm thời các luật lệ chặt chẽ hơn để khuyến khích nỗ lực tái cấu trúc. Và như đã tranh luận ở trước, các cải cách quan trọng nhất định (như liên quan đến giám sát DN, tự do hóa đầu tư trực tiếp nước ngoài, dễ dàng hơn trong việc sáp nhập và mua lại) có thể thực hiện suốt giai đoạn kiệt quệ tài chính. Những điều chỉnh này trong tức thời có thể dẫn đến trục trặc, nhưng có khả năng mang lại lợi ích dài hạn một khi khủng hoảng hệ thống đi qua. Kiểu cải cách kinh tế chính trị này không có gì bất thường, và một cuộc khủng hoảng có thể là cách tốt nhất để một cuộc cải cách cấu trúc đầy khó khăn này được chấp nhận.

Trong khi vẫn tồn tại nhiều cách khác nhau trong đó chính phủ có thể xúc tiến các quá trình tái cấu trúc thông qua việc thiết lập hệ thống luật lệ, thì trách nhiệm chính vẫn là tự thân giới con nợ và chủ nợ. Phương cách thông thường để giải quyết kiệt quệ tài chính là một cuộc dàn xếp ngoài tòa án. Những cuộc thỏa thuận tự nguyện này sẽ khác nhau phụ thuộc vào kiểu của con nợ, ví dụ như, công ty nhỏ đối với công ty lớn, cấu trúc của giới chủ nợ, ví dụ như số chủ nợ được bảo đảm với chủ nợ không được đảm bảo, và còn nhiều khía cạnh khác. Tuy nhiên, trong tất cả các trường hợp, cơ chế vỡ nợ chính thức sử dụng như một nền tảng. Giới con nợ luôn luôn rút khỏi các cuộc thương lượng nếu họ nghĩ là họ có thể có được kết quả tốt hơn nếu sử dụng các phương pháp chính tắc. Kết quả là các cuộc dàn xếp chỉ có được thành công hạn chế ở các quốc gia nơi cơ chế phá sản chính thức không hiệu

Tái cấu trúc khu vực tư nhân cũng có thể bị lúng túng bởi sự thiếu vốn và bởi các rào cản huy động các nguồn lực. Ở nơi nào mà người chủ cũ không thể giải quyết được khủng hoảng, việc chuyển sở hữu cho người chủ mới có thể là cách tốt nhất để duy trì giá trị của các nguồn lực được huy động. Cũng như thế, kiệt quệ tài chính có thể là dấu hiệu rằng các nguồn lực có thể được sử dụng tốt hơn bởi các khu vực khác của nền kinh tế. Cuộc khủng hoảng kinh tế của các nước Đông Á và sự tăng trưởng rất chậm chạp ở Nhật Bản cho thấy sự cứng nhắc trong việc huy động các nguồn lực ở những nền kinh tế này. Như một phần của cuộc cải cách tiếp theo cuộc khủng hoảng tài chính, các chính phủ các nước đã đảm trách một số khâu để làm dễ dàng quá trình huy động vốn, một số nước cho phép chuyển giao tài sản để dàn xếp các khiếu kiện, một số nước lại áp dụng các giải pháp dài hạn cho phép tăng cường hiệu quả hoạt động. Cụ thể là, cơ chế đầu tư nước ngoài được phép tự do hơn và việc sáp nhập và mua lại diễn ra dễ dàng hơn (theo tác giả Mody và Negishi, World Bank, 2000).

Mody và Negishi chứng minh rằng ở các nước bị khủng hoảng ở Đông Á, quá trình sáp nhập và mua lại tập trung chủ yếu vào khu vực phi mậu dịch. Những lĩnh vực này bao gồm bán buôn và bán lẻ, bất động sản, và khu vực tài chính. Có những mối quan ngại rằng sự mua lại của người nước ngoài có thể là dấu hiệu của việc “bán hạ giá”, đại diện một sự di chuyển tài sản ròng từ các nền kinh tế bị khủng hoảng (theo Krugman, 1998). Mặc dù bằng chứng là chưa rõ ràng, Mody và Negishi tranh luận rằng sự nhảy vọt của việc sáp nhập và mua lại ở các nước Đông Á đại diện cho một sự thay đổi từ thái độ tự cấp tự túc - trước khi khủng hoảng, chẳng hạn như chỉ có ít nước Đông Á cho phép xâm nhập vào khu vực tài chính của họ - đến một thái độ cởi mở hơn. Việc sáp nhập và mua lại có lẽ là sự hòa nhập sâu hơn của các nền kinh tế này vào kinh tế toàn cầu: ví dụ như một tỷ lệ cao của việc sáp nhập và mua lại ở Hàn Quốc, nơi mà kiệt quệ tài chính DN xảy ra ít nhất trong các nước bị khủng hoảng, chứng tỏ tầm quan trọng của việc chuyển đổi dài hạn liên quan đến sự kiện

Các khuôn khổ tái cấu trúc và phá sản thông thường, thậm chí khi đã được điều chỉnh, có thể không đủ để giải quyết các trục trặc xảy ra đồng thời và những yếu kém trong khuôn khổ thể chế. Đầu tiên được dùng trong cuộc khủng hoảng ở Mexico và được phát triển trong cuộc khủng hoảng các nước Đông Á, luật phá sản có thể được bổ sung với luật gọi là luật London liên quan đến cơ chế thúc đẩy giới chủ nợ và con nợ đồng ý với việc tái cấu trúc. Việc thúc đẩy liên quan đến khuyến khích mọi (hay hầu hết) các thể chế tài chính ký kết những thỏa thuận ngoài tòa án theo luật hợp đồng hay luật thương mại. Thỏa thuận đạt được giữa đại bộ phận của giới chủ nợ có thể có thể ép buộc những người chủ nợ khác không thể thông qua thủ tục pháp lý chính thức. Với lối phân xử như vậy, một hệ thống ngoài tòa án không phụ thuộc quá nhiều vào quy trình pháp lý chính thức để giải quyết cuộc tranh cãi, vốn tốn nhiều tiền bạc và thời gian. Mức độ xúc tiến những việc như vậy thì khác nhau giữa các nước Đông Á, trong đó Thái Lan sử dụng nhiều nhất, theo sau là ở Hàn Quốc và Malaysia, mức độ khuyến khích tái cấu trúc ngoài tòa án ở Indonesia là thấp nhất. Những khác nhau này giải thích một phần sự khác nhau trong tốc độ tái cấu trúc ở các quốc gia này.

Phương pháp đạt kết quả tốt nhất cho đến hiện giờ để khởi động việc tái cấu trúc là “siêu phá sản”, một công cụ tạm thời được sử dụng khi một quốc gia đối mặt với phá sản hệ thống do những xáo trộn lớn về kinh tế vĩ mô. Một giả thiết cơ bản của “siêu phá sản” là ban điều hành vẫn tại vị và có một sự chuyển đổi bắt buộc giữa nợ sang vốn chủ sở hữu. Sự tồn tại của một bộ luật phá sản như thế có thể dẫn đến kết quả là làm tăng mức lãi suất cả trong thời gian bình thường, đặc biệt là đối với những khoản vay nước ngoài ngắn hạn, và tăng nguy cơ quản lý tồi tệ cùng với rủi ro. Tuy nhiên, trong một cuộc khủng hoảng hệ thống, người ta có thể duy trì được giá trị liên tục của công ty bằng cách ngăn chặn không để xảy ra quá nhiều việc

Bằng chứng từ cuộc khủng hoảng ở các nước Đông Á dường như khuyến cáo rằng việc áp dụng tạm thời luật “siêu phá sản” theo chương 11 là không cần thiết. Trong khi các DN và ngân hàng vận hành một cách chậm chạp để tái cơ cấu lại các khoản nợ chưa trả, trong niềm hy vọng rằng sự hồi phục của nền kinh tế sẽ ngăn ngừa sự cần thiết phải xóa bỏ các khoản nợ khó đòi (đối với ngân hàng) hay sự từ bỏ kiểm soát vốn (đối với các cổ đông lớn). Một số ít công ty dường như phải đóng cửa quá sớm, một phần bởi vì không có một cơ chế phá sản hữu hiệu hoạt động. Khi sự phục hồi kinh tế thực sự xảy ra vào năm 1999, một số công ty đã bị đóng cửa hay đã thông qua thủ tục phá sản, và đã không có các mức lỗ lớn xảy ra vì không chấp nhận điều luật “siêu phá sản”. Nếu có điều gì đó thì là những người quan sát đã cho rằng có quá nhiều công ty được cho phép tiếp tục hoạt động quá lâu, như đã từng xảy ra với vài chaebol ở Hàn Quốc, nơi mà chủ sở hữu đã bỏ ra quá ít chi phí tái cấu trúc.

HỖ TRỢ TRỰC TIẾP TỪ CHÍNH PHỦ:

Sự bơm tiền trực tiếp vào các quỹ của chính phủ là khía cạnh khó khăn nhất của tái cấu trúc. Nguyên tắc chung là chính phủ không nên đứng ra trả giá cho những sai lầm của các công ty tư nhân và các định chế tài chính. Tuy nhiên, nhu cầu làm hồi sinh nền kinh tế có thể buộc chính phủ phải ra tay và sự hỗ trợ của chính phủ sau đó có thể là phần nào là phương cách cần thiết hoặc tốt nhất để giải quyết khủng hoảng hệ thống.

Cụ thể, thông thường là tình huống mà chính phủ có nghĩa vụ đã giao kèo, chẳng hạn như bảo đảm cho những người đặt cọc hay ban hành một cam kết bảo đảm chung để ổn định hệ thống tài chính và phục hồi niềm tin. Trong những trường hợp như thế, một lựa chọn quan trọng mà chính phủ phải đối mặt một cách nghiêm túc là tốc độ của hành động. Chính phủ có thể ghi nhận các khoản nợ của họ nhưng vẫn có thể trì hoãn việc bơm tiền vào các quỹ bằng cách cho thực hiện các khoản khoan dung điều chỉnh (*regulatory forbearance* : sự khoan dung điều chỉnh: các cơ quan

Mỗi chính phủ đều có hàng loạt các biện pháp để giải quyết các khoản lỗ tái cấu trúc để tránh khủng hoảng cho hệ thống ngân hàng, như bơm tiền trực tiếp, cung cấp các dàn xếp chia sẻ lỗ ở một số tài sản, khoản vay tài trợ của chính phủ. Mỗi phương pháp đều có ưu nhược điểm riêng. Gần đây hơn hình thức công ty quản lý tài sản thuộc sở hữu công được nhiều nước sử dụng (AMCs: Asset Management Companies: Công ty Quản lý Tài sản Công). Không may thay, hiệu quả của các công ty này trong việc giải quyết khủng hoảng hệ thống ngân hàng có thể bị đặt dấu hỏi bởi vì các thành tích quá khứ của chúng là không thuyết phục. Tác giả Klingebiel phân biệt hai loại công ty AMCs: Một loại được thiết lập để giúp và giải quyết việc tái cấu trúc DN và một loại được thiết lập để tổng khứ/ chuyển giao tài sản cho chính phủ trong suốt thời kỳ khủng hoảng – một phương tiện sắp xếp tài sản nhanh chóng. Tác giả đã nghiên cứu bảy trường hợp mà dữ liệu có sẵn. Ở ba nước (Phần Lan, Ghana, Thụy Điển) chính phủ đã thiết lập các phương tiện tái cấu trúc. Ở bốn nước (Mexico, Philippines, Tây Ban Nha, và Mỹ) chính phủ đã thiết lập các đại diện sắp xếp tài sản. Hai công ty quản lý tài sản (ngoại trừ Thụy Điển) đã không đạt được các mục tiêu tái cấu trúc DN, gợi ý rằng công ty quản lý tài sản hiếm khi là công cụ tốt để thúc đẩy quá trình tái cấu trúc DN. Chỉ có các công ty quản lý tài sản Thụy Điển là quản lý thành công danh mục của họ. Công ty làm phương tiện sắp

Nhưng thậm chí để đạt được các mục tiêu nói trên với một công ty quản lý tài sản cũng cần nhiều thành phần khác: Một ban quản trị chuyên nghiệp, sự độc lập về chính trị, nguồn nhân lực có kỹ năng, việc rút tiền hợp lý, luật về tịch thu tài sản để thế nợ và luật phá sản đầy đủ, hệ thống quản trị và thông tin tốt, và sự minh bạch trong các hoạt động và quy trình xử lý, và quan trọng là ý chí và nỗ lực của chính phủ để nhận diện vấn đề. Việc tái cấu trúc DN cũng dễ thành công hơn nếu các tài sản chủ yếu là bất động sản, và giá trị tài sản chuyển giao là nhỏ so với hệ thống ngân hàng – làm cho các công ty quản lý tài sản dễ hơn trong việc duy trì tính độc lập của nó và không ngừng kháng cự với áp lực chính trị.

Một ví dụ khác về một hình thức trợ giúp của chính phủ là Công Ty Tái Thiết Tài Chính Hoa Kỳ (US Reconstruction Finance Corporation = RFC). RFC kéo dài từ năm 1932 đến 1957, đã cho vay và đầu tư hơn 40 tỷ USD cho 5.685 Ngân Hàng, hay 40% tất cả các ngân hàng được bảo hiểm tại Hoa Kỳ. Những ngân hàng này ban đầu không thuộc diện phá sản, nhưng trước năm 1933 người ta nhận thấy rằng nhiều ngân hàng đối mặt với vấn đề vỡ nợ và cần thiết phải bị đóng cửa hay cấp thêm vốn, vì vậy một chương trình cổ phiếu ưu đãi đã được thiết lập. Mục tiêu chính của RFC là hỗ trợ cho các ngân hàng gặp trục trặc và phù hợp với tiêu chí của chương trình này. Các ngân hàng phải đồng ý hạn chế thanh toán cổ tức và giành hết thu nhập để thu hồi cổ phiếu của ngân hàng mình, mua đứt phần vốn của chính phủ. Cổ phiếu của tổ chức RFC được ưu tiên cao nhất, và có thể chiếm tối đa 49% vốn chủ sở hữu của ngân hàng. Điều đó có nghĩa là phải có một vài quỹ tư nhân cùng tham gia. Tuy rất khó để đánh giá thành công của RFC, nhưng sự can thiệp xuất hiện đã góp sức vào sự hồi phục của mức tín nhiệm và sản lượng, cùng với việc áp dụng chính sách tiền tệ thắt chặt trong năm 1937. Chính phủ đã thu hồi vốn ban đầu và cho phá sản những ngân hàng không có khả năng tồn tại.

Một ví dụ khác là công ty xử lý tài sản quốc gia của Hoa Kỳ (RTC=The Resolution Trust Company) RTC được thành lập như một cơ quan xử lý nợ nhanh vào năm

Nguyên nhân thành công của RTC là do tổng khối lượng nợ xấu chỉ bằng 3% tổng tài sản tài chính trong giai đoạn khủng hoảng trầm trọng nhất. Hơn thế nữa, khoảng 50% tài sản là các khoản vay bất động sản và vay cầm cố, 35% là tiền mặt và các loại chứng khoán khác. Vì vậy, nhiều tài sản được chuyển nhượng là rất tốt và dễ dàng bán thông qua việc đóng gói, chứng khoán hóa và đấu giá trên thị trường tài chính phát triển nhất thế giới. RTC chỉ hoạt động trong một thời gian ngắn và đã hoàn tất sứ mệnh vào năm 1995. Một trong những yếu tố hết sức quan trọng khác tạo ra sự thành công này là các nhân sự cao cấp của RTC được lấy từ Công Ty Bảo Hiểm Tiền Gửi Liên Bang, là cơ quan có sự hiểu biết rất rõ về tính chất hoạt động tài chính và đội ngũ nhân viên có rất nhiều kinh nghiệm trong việc xử lý các vấn đề khó khăn về tài chính, và các công ty lâm vào tình trạng phá sản. Mặt khác, RTC đã dựa vào những nhà thầu tư nhân để đánh giá, quản lý và bán nhiều tài sản. Một cấu trúc quản lý hiệu quả đã cho phép RTC thu hồi 1/3 tài sản được chuyển nhượng, giảm đáng kể khối lượng nợ phải bán.

Mặc dù tỷ lệ thu hồi trên tổng tài sản được chuyển nhượng đạt 86%, nhưng tổng chi phí hoạt động của RTC là 88 tỷ USD, bằng 20% giá trị tài sản được chuyển nhượng và bằng 1,5% GDP năm 1989. Theo Klingebiel, có nhiều yếu tố không thuận lợi ảnh hưởng đến hoạt động của RTC như: việc tài trợ rời rạc của chính phủ làm gia tăng chi phí xử lý; việc xử lý tài sản một cách nhanh chóng bị cản trở bởi nhiều mục tiêu không nhất quán đan xen.

Tuy có một số khó khăn, trở ngại, nhưng nhìn chung hoạt động của RTC là rất thành công vì đã có những điều kiện rất thuận lợi và những yếu tố cơ bản giúp nó thực hiện được sứ mệnh của mình.

Sau cuộc khủng hoảng 1997, hệ thống tài chính của các nước Đông Á đã bị thiệt hại nặng nề, hàng loạt các tổ chức tài chính, các ngân hàng rơi vào tình trạng phá sản. Tỷ lệ nợ xấu gia tăng đáng kể. Để giải quyết vấn đề này, các nước Đông Á đều đã thành lập cơ quan xử lý nợ quốc gia. Ở Indonesia là Indonesia Bank Restructuring Agency, ở Hàn Quốc là Korea Asset Management Company, ở Thái Lan là Thai Asset Management Company, Malaysia là Danaharta, tất cả các nước nói trên đều sử dụng một vài hình thức của hệ thống ngoài tòa án; và sau giai đoạn đầu, hầu hết các quốc gia đều sử dụng biện pháp khuyến khích tài chính và chính sách tiền tệ để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế (Claessens và các đồng sự). Thêm vào đó, các quốc gia đều thúc đẩy các khuôn khổ cơ bản cho hoạt động của khu vực tư nhân, bao gồm phá sản, quản lý công ty, tự do hóa tài khoản ... Tương tự, ở Mexico năm 1995, cả hình thức công ty quản lý tài sản cũng như phương pháp dựa vào thị trường đều được thử nghiệm. Cuối cùng, sự tăng trưởng xuất khẩu đã dẫn đến sự phục hồi kinh tế cho Mexico mặc dù nó đã không giải quyết các vấn đề của hệ thống ngân hàng.

Nguyên nhân dẫn đến thành công trong xử lý nợ của các nền kinh tế Đông Á là do khủng hoảng xảy ra đột ngột, các DN rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán tạm thời nên chưa thể trả đúng hạn các khoản nợ, và ngân hàng phải chuyển nợ quá hạn làm cho tỷ lệ nợ xấu tăng cao, nhưng về bản chất, chủ nợ của các khoản nợ nêu trên vẫn còn khả năng phục hồi và hoạt động hiệu quả cao. Chính điều này làm cho việc xử lý nợ của các nền kinh tế Đông Á có tính khả thi cao.

Như tình huống nghiên cứu đã cho thấy, ảnh hưởng của việc chọn lựa các chính sách đa dạng này là khác nhau ở các nước. Sự thật là câu trả lời tùy thuộc vào quốc gia cụ thể là không có gì phải ngạc nhiên. Khủng hoảng hệ thống khác nhau ở nhiều phương diện: phạm vi của trục trặc, chẳng hạn như mức độ của các khoản vay không hoạt động và cấp độ kiệt quệ tài chính của DN; loại tài sản của DN bị kiệt quệ tài chính, chẳng hạn như bất động sản đối với DN; khoản nợ nội địa và nước

KẾT LUẬN CHƯƠNG II

Khi nghiên cứu đặc điểm phá sản ở một số nước Châu Á, nhóm tác giả Stijn, Simeon Djankov và Leora Klapper đã tìm ra rằng đặc điểm của DN và đặc điểm của quốc gia đều là nhân tố làm ảnh hưởng đến hành vi khi đối phó với tình trạng khánh kiệt tài chính. Các DN khác nhau ở cấu trúc vốn và sở hữu, các quốc gia lại khác nhau ở tiêu chuẩn luật pháp và hệ thống luật lệ. Khả năng phá sản thì thấp hơn ở những công ty có quan hệ sở hữu với ngân hàng và có liên kết nhóm. Một quốc gia có hệ thống luật pháp, đặc biệt là luật phá sản hữu hiệu hay nghiêng về bảo vệ quyền lợi của chủ nợ thì sẽ làm tăng khả năng phá sản DN. Khi quyền theo luật pháp của giới chủ nợ được bảo đảm tốt, con đường tín dụng của các DN được mở rộng khá đáng kể, cũng như thế đối với chiều rộng và chiều sâu của thị trường nợ. Một quốc gia đang ở trong giai đoạn tăng trưởng nóng, nhiều khả năng DN sẽ sử dụng một cấu trúc vốn thâm dụng nợ, và do đó sẽ tăng khả năng gánh chịu những cú sốc khi đối mặt với khủng hoảng tài chính.

Cơ chế vỡ nợ là một phần quan trọng của nền kinh tế thị trường, trong cả hai tình huống kiệt quệ hệ thống và không kiệt quệ hệ thống. Năng lực giải quyết các vụ vỡ nợ thông thường một cách hiệu quả làm cho một nền kinh tế hoạt động hiệu quả hơn. Yêu cầu cơ bản cho một cơ chế vỡ nợ vận hành tốt là được hướng dẫn bằng tài liệu. Cơ chế vận hành tốt nhất đang được xem xét một cách liên tục và có một khuynh hướng quan trọng trong các cơ chế trên toàn cầu là giảm sự phá sản, khắt khe hơn trong quá trình xử lý, và ở phạm vi nhỏ hơn, việc sử dụng các kỹ thuật giải quyết dựa vào thị trường như là đấu giá.

Một vài bài học của tái cấu trúc hệ thống cũng trở nên rõ ràng. Nên hạn chế vai trò của chính phủ trong việc thiết lập một môi trường hoạt động (cơ chế vỡ nợ, thuế, kế toán,... thậm chí cung cấp các nguồn lực) cho khu vực tư nhân để thực hiện việc tái cấu trúc cần thiết. Một vấn đề cũng trở nên rõ ràng là tầm quan trọng phải điều chỉnh khuynh hướng tiếp cận theo kiểu tài sản của khu vực đang bị kiệt quệ. Đối với những khu vực mà chính phủ buộc phải can thiệp trực tiếp trong việc tái cấu trúc hệ thống, ta phải thận trọng trong việc giải quyết những người thua cuộc. Không nên đóng cửa ngân hàng mà không có các cơ chế tài chính hòa giải thay thế và một chương trình tái cấu trúc ngân hàng. Cũng không nên tái cấu trúc tài chính ngân hàng quá nhanh chóng và cố gắng thử, ở đâu có thể, mối liên hệ giữa tái cấu trúc tài chính và tư nhân hóa ngân hàng. Thay vì tập trung vào kẻ thua lỗ, chính phủ nên cố gắng hỗ trợ cho người thắng trận bằng cách giảm thuế hay các hình thức khác để giúp DN khỏe mạnh hơn, và giúp các công ty cỡ nhỏ và cỡ trung bình mà thông thường là nạn nhân của cơn bão tín dụng tiếp theo cuộc khủng hoảng tài chính. Nên sử dụng hình thức dẫn lịch trả nợ tự động, hay giảm thuế và các khoản giảm nghĩa vụ điều tiết. Cuối cùng, để giải quyết các khoản nợ treo lơ lửng làm chậm sự hồi phục kinh tế, điều cần thiết là phải có một cơ chế hấp thụ các khoản lỗ. Trong nhiều trường hợp, điều này cần sự bơm vốn bổ sung của các quỹ công. Sau đó việc rất quan trọng là thiết kế hệ thống động viên đúng cho những cơ chế này. Chẳng hạn như, nếu tái cấu trúc tài chính là cần thiết để phục hồi hệ thống ngân hàng, sẽ rất quan trọng để liên kết cấu trúc tài chính của một ngân hàng đơn lẻ với quá trình tái cấu trúc các khoản vay không hoạt động. Không nên chờ đợi một ngân hàng thực hiện sâu quá trình tái cấu trúc DN, mà điều quan trọng là mời thật sớm các nhà đầu tư khác và cung cấp cho họ cơ chế hấp thụ lỗ. Thông thường điều này ám chỉ các quỹ tái cấu trúc công – tư hỗn hợp, nơi mà ban quản trị tư nhân (đôi khi là nước ngoài) điều hành một quỹ kiệt quệ tài chính sở hữu của chính phủ.

CHƯƠNG III: KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH Ở VIỆT NAM

Tại Việt Nam, khi nghiên cứu thực chất của mối quan giữa tam giác lịch sử DNNN - nhà nước - ngân hàng thương mại quốc doanh và vấn đề kiệt quệ tài chính, tôi đã tìm ra rằng cấu trúc sở hữu, chất lượng của luật pháp/chính phủ, và sự phát triển tài chính trong nước (ở đây xin gọi chung là yếu tố thể chế) đều rất quan trọng và có thể điều chỉnh hành vi của DN khi lâm vào tình trạng khánh kiệt tài chính. DNNN, đối tượng được giám sát lỏng lẻo và nhận được các khoản vay dễ dàng hơn, thì nhạy cảm hơn đối với các sức ép khi bị kiệt quệ tài chính hơn là các DN tư nhân. Một vấn đề được thừa nhận rộng rãi là luật phá sản và các giám sát bên ngoài của cổ đông (như những người nắm giữ trái phiếu DN và các định chế lớn) đóng một vai trò quan trọng trong việc trừng phạt các DN bị kiệt quệ tài chính và ảnh hưởng đến các quyết định tài chính của DN. Theo chiều ngược lại, vẫn còn một câu hỏi để ngỏ là các DN Việt Nam đối phó với kiệt quệ tài chính như thế nào trong một thị trường nơi mà tính hữu hiệu của luật phá sản còn kém và giới chủ nợ có ít quyền lực thực sự. Sự thật là, thông thường trong các thị trường đang nổi các ngân hàng thường cung cấp các khoản vay mềm. Cùng lúc đó, giới chủ nợ thường gặp khó khăn khi giải thể hay thu tóm tài sản của các công ty bị kiệt quệ tài chính bởi vì thiếu luật phá sản và sự ràng buộc của nó. Mặc dù vẫn còn mâu thuẫn trong việc xem xét liệu quan hệ vay mượn với các ngân hàng có tác dụng giúp sức hay làm tổn thương các công ty bị kiệt quệ tài chính (Degryse và Ongena, 2005), điều trở nên rõ ràng là các công ty kiệt quệ tài chính trong các thị trường mới nổi, vì lý do thiếu sự ràng buộc luật pháp, có nhiều sức mạnh thương thuyết hơn các công ty bị kiệt quệ tài chính trong các thị trường phát triển.

Là một nền kinh tế mới nổi lên, Việt Nam đã chứng kiến một cách thường xuyên các hoạt động của việc cho vay mềm của các ngân hàng thương mại thuộc sở hữu nhà nước. Cũng giống như nhiều thị trường đang nổi khác, lãi suất và sự phân bổ đồng vốn thường bị can thiệp bởi chính phủ và các luật lệ suốt thời kỳ chuyển đổi kinh tế nhanh chóng. Vì thiếu sự ép buộc của Luật Phá Sản, các công ty Việt Nam

Các đúc kết có thể tóm tắt như sau: Cấu trúc sở hữu của một công ty có ý nghĩa quan trọng đến hành vi của công ty khi kiệt quệ tài chính. Các DNNN chậm hơn nhiều so với các công ty tư nhân trong việc điều chỉnh chính sách của mình để đối phó với khánh kiệt tài chính. Các DNNN khi kiệt quệ tài chính đã thể hiện một thành quả thấp kém (đo lường bởi chỉ tiêu doanh thu, yếu tố năng suất tổng thể, tốc độ tăng trưởng thu nhập) so với các DN tư nhân trong cùng hoàn cảnh, điển hình là các DNNN trong ngành mía đường và trong ngành dầu tầm tơ ở Việt Nam. Các DNNN mất nhiều thời gian hơn và ít khả năng hơn để thoát khỏi khánh kiệt tài chính. Các phân tích bổ sung cũng xác nhận rằng các yếu tố thể chế không chỉ giải thích cho những khác nhau về khu vực kinh tế trong hành vi của DN, mà còn giải thích cụ thể thuyết phục cách DN thay đổi các quyết định của họ để thích nghi với tình trạng khánh kiệt tài chính.

Đi sâu hơn để tìm hiểu làm thế nào một sự thay đổi trong sở hữu nhà nước có thể ảnh hưởng đến sự hoạt động của DN và các hậu quả kiệt quệ tài chính, thì các bằng chứng đã gợi ý rằng **tính chất không (hoặc rất khó) chuyển nhượng được của sở hữu và tài sản nhà nước là lý do chính cho màn trình diễn đáng thất vọng của các DNNN khi kiệt quệ tài chính.** Một sự gia tăng sở hữu tư nhân thay thế cho sở hữu nhà nước suốt thời kỳ kiệt quệ, thậm chí ngay cả khi sự thay đổi là không đủ lớn để thay đổi sở hữu thống trị của nhà nước, cũng giúp tự chủ được hành vi của DN.

Các nền tảng thể chế khác cũng ảnh hưởng đến cách mà các DN đối phó với kiệt quệ tài chính. Các công ty từ những khu vực có chất lượng các cơ quan chính phủ tốt hơn và có lĩnh vực tài chính phát triển thì phản ứng nhanh hơn đối với các áp lực của kiệt quệ tài chính. Những công ty như vậy hoạt động tốt hơn trong khánh kiệt tài chính và có những quyết định tài chính DN thận trọng hơn.

Nền tảng thể chế tốt hơn có thể tạo sức ép lớn hơn lên các DN bị kiệt quệ tài chính và trừng phạt các hành động của DN, điều này sẽ bảo vệ tốt hơn quyền lợi của giới chủ nợ. Mặt khác, một sự bảo vệ yếu kém quyền lợi của các nhà đầu tư có thể cung cấp cho các DN bị kiệt quệ tài chính sự mềm dẻo hơn, nhiều điều kiện thuận lợi hơn để khôi phục thoát khỏi khánh kiệt tài chính, và đảm bảo phúc lợi của các cổ đông và người lao động. Phần tiếp theo cung cấp những thông tin cơ bản về việc các yếu tố thể chế quan trọng sẽ ảnh hưởng như thế nào đến các giải pháp kiệt quệ tài chính của DN.

3.1. NHỮNG YẾU TỐ THỂ CHẾ ẢNH HƯỞNG ĐẾN HÀNH VI CỦA CÁC CÔNG TY KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH

3.1.1. CẤU TRÚC SỞ HỮU VÀ KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH

Một đặc điểm riêng biệt trong nền kinh tế của các thị trường mới nổi là vai trò đặc biệt của các DNNN. Các DNNN thường thiết lập năng lực cạnh tranh thông qua sức mạnh độc quyền trên thị trường và sự ưu đãi thuế (Dinc 2005). Thêm vào đó, các nghiên cứu hiện tại đã chứng minh rằng các DNNN cũng được giúp sức bởi các dàn xếp tài trợ ưu đãi: các DN này có nhiều hơn hẳn khả năng nhận được các khoản vay so với các đối thủ cạnh tranh tư nhân và ít phụ thuộc vào các cơ chế thanh lý tạo ra bởi các hợp đồng vay nợ, thường xuyên được giúp đỡ bởi các ngân hàng thương mại quốc doanh (Sapienza 2004).

Chính những chính sách ưu đãi nêu trên của nhà nước đã tạo ra sự ỷ lại của DNNN vào nhà nước. Điều này dẫn đến những trục trặc của việc cho vay mềm và lỏng lẻo trong việc theo dõi. Các DNNN có khuynh hướng ít thận trọng trong việc đề ra các kế hoạch và các chiến lược tài trợ DN của họ, và nhiều khả năng bị phá sản khi kiệt quệ tài chính.

Hậu quả của kiệt quệ tài chính tạo ra các áp lực khác nhau lên các người điều hành tại các DNNN, so với những người điều hành công ty tư nhân. Những người điều hành tại các DN tư nhân, mà thông thường cũng là những cổ đông chính, theo dõi

Bên cạnh hiện tượng cho vay mềm, các DNNN cũng khác với các DN tư nhân bởi cơ chế giám sát yếu và các động lực quản trị bị chi phối đa chiều. Mặc dù nhiều DN quốc doanh đã trải qua các cuộc cải cách theo hướng thị trường và chứng khoán hóa, nhưng nhiều người điều hành và ban giám đốc của các DNNN vẫn chịu sự chi phối của chính phủ. Các khoản lương trả cho những người điều hành DNNN thì giống lương của các viên chức chính phủ hơn là giống lương của những người điều hành các DN tư nhân. Thực tế vẫn có một vài cách lựa chọn, như chương trình ESOPs (ESOPs=Employee share ownership plans = kế hoạch sở hữu cổ phần của nhân viên) hay các hình thức khuyến khích khác dựa vào kết quả hoạt động kinh doanh, tuy nhiên, kết quả thu được còn rất khiêm tốn. Sự thiếu vắng các cơ chế khuyến khích đã làm cho những người điều hành các DNNN không có được động lực như những người điều hành DN tư nhân và do đó, ít quan tâm hơn đến kết quả kinh doanh của DN. Thêm vào đó, những người điều hành các DNNN này thường được đánh giá dựa vào một số tiêu chí khác hơn là chỉ dựa vào kết quả hoạt động đơn thuần, như là đóng góp vào tăng trưởng kinh tế địa phương và lao động địa phương, điều này làm họ sao lãng việc tập trung vào mục tiêu tối đa lợi ích của cổ đông. Mặt khác, những người điều hành các DNNN thường có nhiều quyền lực và ít phụ thuộc vào sự giám sát của ban giám đốc. Giám sát nội bộ (nghĩa là các ban nội

Kết quả là, có thể nói rằng các DN tư nhân, đối tượng bị chi phối nhiều bởi cơ chế có khuynh hướng thị trường, phản ứng một cách nhanh nhạy hơn đối với khảng kiệt tài chính (được phản ánh bởi kết quả kinh doanh tốt hơn một cách tương đối), và điều chỉnh một cách hiệu quả hơn chiến lược của họ để thanh toán được các khoản nợ (được phản ánh bởi cấu trúc vốn thận trọng hơn và các quyết định tài trợ có trách nhiệm hơn) và có nhiều khả năng thoát khỏi phá sản hơn.

3.1.2. LUẬT PHÁP/CHÍNH QUYỀN VÀ KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH

Những công trình nghiên cứu đã chỉ ra rằng môi trường pháp lý và thể chế là có ảnh hưởng đến nền kinh tế và thị trường tài chính ở giác độ vĩ mô (La Porta và các cộng sự, 1998), đến các quyết định DN và các động cơ thúc đẩy giữa những cổ đông khác nhau ở giác độ công ty (Demirguc-Kunt và Maksimovic 1999). Chất lượng chính quyền tốt hơn hay sự ràng buộc luật pháp hữu hiệu hơn có thể cung cấp sự bảo vệ tốt hơn cho các hợp đồng vay nợ và thúc đẩy sự sẵn lòng cung cấp tín dụng cho các DN (La Porta và các cộng sự, 1997). Thêm vào đó, sự thực thi khắt khe về mặt pháp lý của các hợp đồng vay nợ có thể tạo ra môi đe dọa thanh khoản lớn hơn cho các công ty khi kiệt quệ tài chính và thúc đẩy các công ty phải điều chỉnh hành vi của mình một cách nhanh chóng hơn. Hơn nữa, hệ thống cơ quan công quyền phát triển hơn sẽ có nhiều kinh nghiệm hơn trong việc ứng xử với các công ty nước ngoài. Sự có mặt càng nhiều của các công ty này cũng làm tăng cơ hội cho các DN trong nước tìm kiếm nguồn tài trợ thông qua đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI). Sự cung cấp các công cụ và hợp đồng tài chính phức tạp của các công ty nước ngoài mang lại lợi ích cho những người điều hành trong nước để tìm kiếm được các quan hệ vay mượn dễ dàng hơn.

Cuối cùng, sự hữu hiệu của luật pháp và cơ quan chính quyền có thể tạo chỗ dựa đáng kể cho những hành vi của người cho vay (chủ yếu là các ngân hàng) và trực

Tóm lại, có lý do để cho rằng những công ty ở các khu vực có cơ quan chính quyền tốt hơn có thể ứng phó nhanh hơn với khủng hoảng tài chính (được phản ánh thông qua kết quả hoạt động kinh doanh khả quan hơn), và giảm một cách hiệu quả các khoản vay của họ và nhiều khả năng sẽ thoát khỏi khủng hoảng tài chính.

3.1.3. SỰ PHÁT TRIỂN TÀI CHÍNH VÀ KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH

Các công trình nghiên cứu hiện có đều chứng minh rằng sự phát triển về tài chính có khả năng điều chỉnh hành động của các DN theo cơ chế thị trường. Cụ thể là Sapienza (2004) chứng minh rằng khu vực ngân hàng đóng góp một phần quan trọng trong việc phân bổ các nguồn lực áp dụng các cơ chế giám sát cần thiết đối với con nợ. Sự nổi lên của các ngân hàng thương mại phát triển độc lập, một chỉ báo quan trọng của trình độ phát triển tài chính, là quan trọng để các thể chế tài chính ít bị phụ thuộc vào sức mạnh chính trị và thực hiện các khoản vay chỉ định thuộc chính sách. Thêm vào đó, các ngân hàng thương mại như vậy thường thực hiện rất tốt các hướng dẫn và giám sát cho vay để có thể quản trị được rủi ro và tránh các khoản vay không hoạt động. Quá trình này có thể giúp các ngân hàng không phải

So sánh với các ngân hàng thương mại quốc doanh được rót vốn bằng vốn ngân sách, các ngân hàng thương mại cổ phần cẩn thận hơn với việc giám sát các khoản vay khi họ thực hiện cho vay. Nếu họ phát hiện được con nợ đang bị khánh kiệt tài chính, các ngân hàng này sẽ áp dụng các áp lực có chủ ý lên con nợ để thu hồi các khoản vay hay tham gia vào các nỗ lực chủ động tái cơ cấu các khoản cho vay. Mặt khác, dù đã có nhiều cải cách, nhưng do yếu tố lịch sử, các ngân hàng thương mại quốc doanh hàng đầu lại ít thận trọng trong việc cho vay và ít hiệu quả hơn trong việc thu hồi các khoản nợ đến hạn, được phản ánh ở mức độ cao của các khoản vay không hoạt động đối với các ngân hàng này trong một khoảng thời gian dài. Tóm lại, có cơ sở để cho rằng trình độ phát triển tài chính cao hơn là đại diện cho một nền tảng thể chế tốt hơn cho các DN khi khủng hoảng.

Xuất phát từ viễn cảnh của DN, những người điều hành và DN tại những nơi có thị trường tài chính phát triển hơn coi trọng hợp đồng hơn, cả vì sự tuân thủ luật pháp và nỗi e ngại các biện pháp trừng phạt khắc nghiệt của giới chủ nợ. Kết quả là, họ nỗ lực hơn trong việc thay đổi tình thế các công ty lâm vào khánh kiệt tài chính. Thêm vào đó, một công ty từ nơi có hệ thống tài chính phát triển hơn thì ít khả năng được bảo vệ bởi các thủ tục cho vay lỏng lẻo hay các khoản vay theo hướng chính sách, và do vậy được khuyến khích thực hiện các thay đổi nhanh chóng để cải thiện tình hình hoạt động và khả năng chi trả nợ. Cuối cùng, bởi vì các công ty nhiều khả năng phải đối mặt với các ngân hàng thương mại không phải quốc doanh theo khuynh hướng thị trường ở những nơi phát triển hơn, thì họ phải quan tâm hơn đến danh tiếng của bản thân họ như là một người đi vay để cải thiện cơ hội tiếp cận các nguồn tín dụng trong tương lai. Những công ty này sẽ có những hành động tức thời khi kiệt quệ tài chính để thay đổi tình hình.

Kết quả là, có thể nói rằng các công ty từ những khu vực có trình độ tài chính phát triển hơn sẽ phản ứng nhanh hơn khi kiệt quệ tài chính, cải thiện có hiệu quả hơn tình hình tài chính DN, và hồi phục nhanh hơn từ khủng hoảng.

Một khi DN không thể thoát được tình trạng khánh kiệt tài chính kéo dài, thì phá sản có thể là một phương cách giải quyết hợp lý để bảo vệ lợi ích chính đáng của cả giới chủ nợ và giới con nợ. Luật phá sản hiện đại luôn xem xét đến khả năng phục hồi của DN trước khi tuyên bố phá sản. Trong chừng mực nào đó, nhờ sự can thiệp của Tòa án, DN có thể đạt được sự đồng thuận của giới chủ nợ về việc hoãn và dần các khoản nợ đến hạn và đây là cơ hội để DN có thể tái cấu trúc thành công. Ngoài ra đối với một số DN không thể phục hồi, chấm dứt hoạt động có thể là cách bảo vệ tốt nhất cho số tài sản còn lại của DN. Thông qua thủ tục thanh lý, giá trị còn lại này sẽ được thanh toán cho các chủ nợ theo thứ tự ưu tiên luật định.

3.2. CƠ SỞ PHÁP LÝ VỀ PHÁ SẢN DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM

Pháp luật phá sản là bộ phận cấu thành không thể thiếu của pháp luật kinh doanh để giải quyết mối quan hệ nợ nần trong hoàn cảnh đặc biệt: khi DN lâm vào tình trạng khánh kiệt tài chính không thể phục hồi. Thủ tục phá sản thường chỉ được biết đến như một thủ tục đòi nợ tập thể, trong đó vấn đề trọng tâm là bảo vệ và đảm bảo công bằng cho các chủ nợ. Quyền lợi của DN bị phá sản chỉ là vấn đề được cân nhắc phụ thuộc vào tâm điểm đó, thậm chí pháp luật phá sản còn trừng phạt đối với chủ thể này. Tuy nhiên, cùng với sự phát triển của nền kinh tế thị trường các nhà lập pháp cũng nhận thức rằng kinh doanh là hoạt động chứa đựng tính rủi ro nên các con nợ cần được đối xử khoan dung hơn. Mặt khác, tuy lợi ích của chủ nợ và DN phá sản có vẻ đối lập nhưng chúng lại có mối quan hệ mang tính tương hỗ. Vì thế, pháp luật phá sản hiện đại không chỉ đặt mục tiêu bảo vệ quyền lợi cho các chủ nợ mà đồng thời cũng bảo vệ quyền lợi của các DN lâm vào tình trạng phá sản. Thủ tục phá sản còn được xem là một cơ hội để các DN mắc nợ có thể được phục hồi.

Tiếp theo Luật Đầu Tư nước ngoài tại Việt Nam ngày 29/12/1987, Luật Công Ty và Luật DN Tư Nhân năm 1990, Luật Phá Sản DN năm 1993 được nhìn nhận như một sự tiếp nối lô gích trong việc thể chế chính sách đổi mới kinh tế của Đảng và Nhà Nước Việt Nam.

Luật Phá Sản năm 1993 là đạo luật về phá sản đầu tiên của nhà nước Cộng Hòa Xã Hội Chủ Nghĩa Việt Nam được ban hành trong khoảng thời gian ngắn ngủi khi Việt Nam mới bước vào nền kinh tế thị trường. Kinh nghiệm về kinh tế thị trường nói chung và về phá sản nói riêng còn rất hạn chế. Kinh nghiệm lập pháp về phá sản hoàn toàn không có. Có thể nói Luật Phá Sản 1993 được xây dựng chủ yếu dựa trên cơ sở nghiên cứu kinh nghiệm lập pháp của nước ngoài.

Theo báo cáo của Tòa Án Nhân Dân Tối Cao, kể từ khi Luật Phá Sản DN 1993 có hiệu lực từ tháng 7/1994, đến hết năm 2002, toàn Ngành Tòa Án chỉ thụ lý có 151 đơn yêu cầu tuyên bố phá sản DN, trong đó chỉ tuyên bố được 46 DN bị phá sản. Như vậy, tính bình quân hàng năm Tòa án chỉ thụ lý khoảng 17 đơn yêu cầu tuyên bố phá sản DN. Tính theo tỷ lệ so với tổng số DN thì các DN bị tuyên bố phá sản chỉ chiếm khoảng 0,02 – 0,05%. Số lượng DN bị tuyên bố phá sản ở Việt Nam như vậy là quá thấp và không phản ánh đúng thực trạng tài chính và hiệu quả hoạt động kinh doanh của DN.

Theo đánh giá của Tòa Án Nhân Dân Tối Cao, là cơ quan soạn thảo Dự Án Luật Phá Sản 2004, thì nguyên nhân chính của tình hình trên là do những hạn chế của Luật Phá Sản DN năm 1993. Nội dung của Luật Phá Sản DN 1993 có quá nhiều bất cập. Giữa mục tiêu và giải pháp không có sự nhất quán. Nguyên tắc, mục tiêu trước hết của Luật Phá Sản DN 1993 là khôi phục hoạt động kinh doanh của DN, nhưng Luật Phá Sản DN 1993 chưa tạo được những điều kiện tối đa cho phục hồi DN, mà chỉ tập trung giải quyết hậu quả và thanh lý. Do đó, khó có thể đạt được mục tiêu hỗ trợ DN. Một tồn tại nữa là thiếu thống nhất giữa văn bản luật và các văn bản hướng dẫn, thiếu thống nhất về nguyên tắc xử lý xung đột giữa quy phạm của pháp luật phá sản với quy phạm của các ngành luật khác. Ví dụ điển hình nhất là quy định điều kiện DN lâm vào tình trạng phá sản. Luật Phá Sản DN 1993 chỉ quy định DN gặp khó khăn hoặc thua lỗ trong hoạt động kinh doanh sau khi đã áp dụng các biện pháp tài chính cần thiết mà vẫn mất khả năng thanh toán nợ đến hạn; nhưng Nghị Định 189/CP hướng dẫn lại bổ sung thêm điều kiện nữa là phải kinh doanh thua lỗ trong hai năm liên tiếp. Đây là một trong những nguyên nhân khiến cho việc giải

Luật Phá Sản 2004 ra đời được đánh giá như là một cố gắng của các nhà lập pháp Việt Nam trong việc nâng cao hiệu quả điều chỉnh của pháp luật đối với tình trạng phá sản DN bằng việc khắc phục những hạn chế bất cập của Luật Phá Sản DN 1993, bổ sung những nội dung mới trên cơ sở tổng kết thực tiễn 9 năm áp dụng Luật Phá Sản DN 1993, tham khảo kinh nghiệm nước ngoài, thể chế hóa chính sách của Đảng và Nhà nước trong giai đoạn phát triển mới của đất nước.

Về cơ bản Luật Phá Sản 2004 so với Luật Phá Sản 1993 có một số điểm tiến bộ hơn như sau:

Thứ nhất, hoàn thiện khái niệm phá sản hay khái niệm DN lâm vào tình trạng phá sản. Đây là một khái niệm cực kỳ quan trọng của pháp luật phá sản. Tùy thuộc vào định nghĩa này trong pháp luật phá sản của mỗi quốc gia mà sự can thiệp của nhà nước vào hiện tượng phá sản sớm hay muộn, lập trường của nhà nước nghiêng về bảo vệ lợi ích của ai nhiều hơn: chủ nợ hay con nợ.

Luật Phá sản DN năm 1993 đưa ra dấu hiệu DN lâm vào tình trạng phá sản như sau: DN được coi là lâm vào tình trạng phá sản khi mất khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn sau khi đã áp dụng các biện pháp tài chính cần thiết mà vẫn không khôi phục lại được khả năng thanh toán của mình. Như vậy, theo quy định này, có hai dấu hiệu để xác định DN lâm vào tình trạng phá sản là: Mất khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn và đã áp dụng các biện pháp tài chính cần thiết mà vẫn không khôi phục được khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn. Quy định này dựa trên quan điểm cần có sự kiểm soát chặt chẽ các DN khi bị lâm vào tình trạng phá sản để các cơ quan Nhà nước có thẩm quyền có thể can thiệp kịp thời nhằm khắc phục những hậu quả xấu do việc phá sản của DN đó mang lại và DN lâm vào tình trạng phá sản không thể khôi phục hoạt động.

Các quy định của Luật Phá sản DN năm 1993 đã dẫn đến một hệ quả là, khi các DN bị tuyên bố phá sản thì gần như tài sản còn lại rất ít, thậm chí không còn đủ để thanh

Thông thường, các quốc gia trên thế giới coi phá sản là hiện tượng tất yếu của nền kinh tế, và DN lâm vào tình trạng phá sản không phải là chết, mà vấn đề là ở chỗ xác định thời điểm DN lâm vào tình trạng phá sản. Việc xác định được thời điểm đó càng sớm bao nhiêu càng tốt bấy nhiêu, bởi lẽ, tình trạng tài chính của các DN đã bị đặt trong tình trạng phá sản đã khủng hoảng trầm trọng, cần có sự hỗ trợ từ nhiều phía, trong đó chủ yếu là từ phía các chủ nợ của DN, để đưa DN ra khỏi tình trạng phá sản. Nhà nước chỉ tuyên bố phá sản đối với những DN thật sự không còn khả năng phục hồi lại hoạt động. Trong các quy định của pháp luật các quốc gia này có sự tách biệt rõ ràng giữa hai thủ tục, thủ tục phục hồi áp dụng đối với những DN có khả năng khôi phục và thủ tục phá sản áp dụng đối với những DN không có khả năng phục hồi hoặc sau khi đã áp dụng các biện pháp phục hồi nhưng vẫn không có khả năng hoạt động bình thường trở lại.

Luật Phá sản 2004 của Việt Nam đã đổi mới quan niệm về vấn đề phá sản theo hướng trên của thông lệ quốc tế và thể chế hoá chúng thành các quy định của pháp luật. Bước tiến này trong quy định của Luật Phá sản 2004, đặc biệt là các quy định về thời điểm xác định DN lâm vào tình trạng phá sản, thể hiện cách nhìn khách quan, đúng đắn về hiện tượng phá sản hiện nay.

Theo quy định tại Điều 3, DN, hợp tác xã coi là lâm vào tình trạng phá sản khi “không thanh toán được các khoản nợ đến hạn khi các chủ nợ có yêu cầu”. Theo quy định này, thời điểm xác định DN lâm vào tình trạng phá sản là rất sớm và đồng thời với nó là các chủ nợ có quyền nộp đơn yêu cầu tuyên bố phá sản DN khi DN không thanh toán được các khoản nợ cho mình.

Thứ hai, Luật Phá Sản 2004 bảo vệ lợi ích của các chủ nợ triệt để hơn. Bản chất của thủ tục phá sản là thủ tục đòi nợ đặc biệt, đòi nợ tập thể của các chủ nợ thông qua việc yêu cầu Tòa án tuyên bố con nợ bị phá sản để thu hồi vốn của mình. Chừng nào cơ hội đòi nợ thông qua thủ tục phá sản còn thấp thì thủ tục đó không thể hấp

Luật Phá Sản DN 1993 hạn chế khả năng thu hồi vốn của các chủ nợ. Ví dụ như quy định về nghĩa vụ của chủ nợ phải chứng minh con nợ lâm vào tình trạng khánh kiệt tài chính, mất khả năng thanh toán vì thua lỗ trong hoạt động kinh doanh khi nộp đơn yêu cầu tuyên bố phá sản, quy định thời hạn hai năm thua lỗ hoặc khó khăn trong kinh doanh như là một yếu tố bắt buộc của khái niệm “lâm vào tình trạng phá sản”, quy định về trình tự phục hồi như là giai đoạn bắt buộc trong mọi trường hợp sau khi có quyết định mở thủ tục tuyên bố phá sản ...

Luật Phá Sản 2004 đã khắc phục những hạn chế đó, mở rộng khả năng đòi nợ của các chủ nợ:

Thứ nhất là quyền nộp đơn yêu cầu mở thủ tục phá sản của chủ nợ. Khi thực hiện quyền này chủ nợ không có nghĩa vụ nào ngoài các nghĩa vụ sau:

- Chứng minh mình là chủ nợ.
- Chứng minh khoản nợ đã đến hạn thanh toán.
- Chứng minh mình đã yêu cầu con nợ thanh toán nợ nhưng con nợ không thực hiện hoặc thực hiện không đầy đủ nghĩa vụ trả nợ của mình.

Rõ ràng là các nghĩa vụ này hoàn toàn nằm trong tầm tay của chủ nợ.

Thứ hai là Luật Phá Sản 2004 đã bổ sung nhiều biện pháp bảo toàn tài sản của con nợ; điều này cũng có nghĩa là mở rộng khả năng thu hồi nợ của chủ nợ. Về nguyên tắc, Luật Phá Sản phải xác định việc bảo toàn tối đa tài sản của con nợ nhằm bảo vệ lợi ích tài sản của chủ nợ như là nhiệm vụ trung tâm. Khi DN lâm vào khánh kiệt tài chính, các mâu thuẫn quyền lợi giữa chủ nợ, chủ sở hữu và ban điều hành của DN có thể đưa đến các quyết định yếu kém về hoạt động và đầu tư. Các cổ đông và ban điều hành sẽ hành động vì quyền lợi cá nhân và có thể chuyển rủi ro từ họ sang cho các chủ nợ gánh chịu bằng cách thi hành các trò chơi làm giảm tổng giá trị của DN.

Cụ thể

- Cử người quản lý và điều hành hoạt động kinh doanh của DN theo yêu cầu của hội nghị chủ nợ nếu xét thấy người quản lý của DN không có khả năng điều hành hoặc nếu tiếp tục điều hành hoạt động kinh doanh sẽ không có lợi cho việc bảo toàn tài sản của DN (điều 30);
- Bù trừ nghĩa vụ (điều 48);
- Đình chỉ thi hành án dân sự (điều 57);
- Giải quyết vụ án bị đình chỉ trong thủ tục phá sản (điều 58);
- Áp dụng biện pháp khẩn cấp tạm thời (điều 55);
- Đình chỉ thực hiện hợp đồng đang có hiệu lực (điều 54);
- Chủ nợ không có bảo đảm có quyền yêu cầu tòa án tuyên bố giao dịch vô hiệu (điều 44).

Tuy nhiên, về mặt lý luận, Luật Phá Sản 2004 có những hạn chế cần khắc phục như sau:

Thứ nhất, khái niệm phá sản vẫn chưa triệt để. Điều 3 Luật Phá Sản 2004 không quy định rõ số nợ và thời gian quá hạn không thực hiện nghĩa vụ thanh toán của con nợ. Vì vậy về hình thức, con nợ chỉ cần mắc nợ số tiền là 1.000 đồng và quá hạn thanh toán 1 ngày sau khi chủ nợ có đơn yêu cầu đòi nợ cũng có thể bị xem là lâm vào tình trạng phá sản. Điều này có thể dẫn đến sự lạm dụng quyền nộp đơn yêu cầu mở thủ tục phá sản từ phía các chủ nợ. Kinh nghiệm một số nước khi xây dựng khái niệm phá sản theo trường phái định lượng thì thường có quy định về số nợ cụ thể, về thời hạn trễ thanh toán nợ từ phía con nợ sau khi chủ nợ có yêu cầu đòi nợ. Ví dụ theo Luật Công Ty của Úc chủ nợ có thể yêu cầu tòa án ra quyết định bắt đầu thủ tục thanh lý tài sản của một công ty vì lý do vỡ nợ nếu công ty đó có một khoản nợ đến hạn ít nhất là 2.000 Đô La Úc và công ty không chứng minh được khả năng trả khoản nợ đến hạn đó.

Thứ hai, về các loại chủ nợ, Luật chi phân biệt chủ nợ có đảm bảo, chủ nợ không đảm bảo, chủ nợ có đảm bảo một phần (điều 6). Các chủ nợ khác nhau thì có địa vị pháp lý khác nhau trong thủ tục phá sản. Chủ nợ có đảm bảo và chủ nợ không có đảm bảo có quyền và nghĩa vụ khác nhau trong quá trình tham gia vào thủ tục phá sản. Về nguyên tắc, Luật Phá Sản 2004 đã thể hiện tinh thần bảo vệ lợi ích của chủ nợ có đảm bảo triệt để hơn so với chủ nợ không có đảm bảo. Đó là lẽ đương nhiên. Tuy nhiên một số quy định của Luật Phá Sản 2004 lại không phù hợp với tinh thần chủ đạo đó. Cụ thể, ngay từ khi có quyết định thụ lý đơn yêu cầu mở thủ tục phá sản thì quyền được thanh toán nợ đến hạn của chủ nợ có đảm bảo đã bị hạn chế, bị tạm đình chỉ cho đến khi có quyết định thanh lý tài sản (điều 27, điều 35), trừ khi trường hợp được tòa án cho phép. Trong khi đó các chủ nợ không có đảm bảo vẫn có thể được thanh toán các khoản nợ đến hạn của mình sau khi có quyết định thụ lý đơn yêu cầu mở thủ tục phá sản. Việc thanh toán các khoản nợ không có đảm bảo chỉ bị cấm sau khi có quyết định mở thủ tục phá sản (điều 31).

Chủ nợ có khả năng bù trừ nghĩa vụ với DN lâm vào tình trạng phá sản cũng có lợi thế hơn chủ nợ có bảo đảm. Theo điều 48 chủ nợ này có quyền thỏa thuận với DN lâm vào tình trạng phá sản để thực hiện việc bù trừ và không có bất kỳ sự hạn chế nào của Luật, không chịu sự giám sát của thẩm phán. Rõ ràng điều này là không hợp lý.

Ngoài chủ nợ có bảo đảm, chủ nợ không có bảo đảm, chủ nợ có bảo đảm một phần còn một loại chủ nợ nữa mà Luật không đề cập đến mặc dù sự hiện diện của loại chủ nợ này trong thủ tục phá sản là hoàn toàn hiện thực và chủ nợ này có quyền đặc trưng của mình. Đó là chủ nợ mới – chủ nợ xuất hiện trên cơ sở các hoạt động kinh doanh của DN sau khi có quyết định mở thủ tục phá sản. Luật đề cập đến các khoản nợ mới (điều 31) nhưng Luật lại không nói về chủ nợ mới. Luật thừa nhận sau khi có quyết định mở thủ tục phá sản mọi hoạt động kinh doanh của DN vẫn tiến hành bình thường nhưng phải chịu giám sát, kiểm tra của Thẩm phán, Tổ quản lý tài sản (điều 30). Điều này có nghĩa là DN có thể giao kết hợp đồng mới – xuất hiện những chủ nợ mới, các khoản nợ mới. Đây cũng là điểm không chặt chẽ của Luật 2004. Về

lý thuyết, chủ nợ mới – khác với các chủ nợ cũ (những chủ nợ xuất hiện trên cơ sở các hợp đồng giao kết trước khi có quyết định mở thủ tục phá sản) luôn có quyền được ưu tiên thanh toán trong mọi trường hợp. Chỉ có như vậy các quy định của Luật về thủ tục phục hồi hoạt động kinh doanh của DN mới có tính khả thi. Nếu không có sự bảo đảm của Luật về quyền ưu tiên thanh toán thì không một chủ nợ nào lại giao kết hợp đồng với một con nợ đã có quyết định mở thủ tục phá sản và mọi cố gắng phục hồi hoạt động kinh doanh của DN lâm vào tình trạng khánh kiệt tài chính chỉ là mong muốn không có tính khả thi. Quyền ưu tiên thanh toán của chủ nợ mới cần được thừa nhận trong cả thủ tục thanh lý tài sản.

Một vấn đề được đặt ra: Các chủ nợ mới có quyền tham gia vào danh sách chủ nợ hay không? Câu hỏi này không được trả lời rõ ràng trong Luật. Các chủ nợ có đảm bảo mặc dù có quyền ưu tiên thanh toán nhưng vẫn phải có tên trong danh sách chủ nợ để có quyền đòi nợ, có quyền tham gia vào Hội nghị chủ nợ. Theo lô gíc này thì các chủ nợ mới cũng phải có tên trong danh sách chủ nợ. Tuy nhiên yêu cầu này có một số khó khăn. Vấn đề là danh sách chủ nợ được lập trong thời hạn 75 ngày kể từ ngày cuối cùng đăng báo quyết định của tòa án mở thủ tục phá sản. Sau 13 ngày niêm yết và giải quyết khiếu nại nếu có thì danh sách này được đóng lại. Trong khi đó DN có quyết định mở thủ tục phá sản vẫn tồn tại, vẫn hoạt động kinh doanh, vẫn phải ký kết các giao dịch mới, có các chủ nợ mới và chỉ chấm dứt hoạt động kinh doanh khi có quyết định thanh lý tài sản (điều 82). Để giải quyết khó khăn này, Luật cần quy định khả năng bổ sung danh sách chủ nợ trong trường hợp cần thiết.

Tuy nhiên đó chỉ là về mặt lý thuyết, thực tế thì còn nhiều vấn đề cần phải hoàn thiện

Kể từ khi Luật Phá Sản 2004 có hiệu lực pháp luật đến nay, tòa án cấp tỉnh, thành phố của 3 trung tâm kinh tế lớn là Tp.HCM, Hà Nội và Đà Nẵng chỉ tiếp nhận vốn vẹn 45 đơn yêu cầu tuyên bố phá sản.

Trong đó, Tp.HCM có số đơn nhiều nhất (22), nhưng trong đó có tới 15 vụ việc là của các DNNN, mà số DNNN này thực chất là do chủ trương sắp xếp lại khu vực quốc doanh gần đây của Chính phủ.

Như vậy, trừ đi số DN buộc phải “chôn cất” theo chỉ đạo, số còn lại phá sản theo nhu cầu cũng chỉ có 7 DN. Năm 2006 Toà án Nhân dân Tối cao không thụ lý mới, chỉ có 1 việc năm 2005 chuyển qua đã giải quyết xong.

Nhìn chung việc giải quyết phá sản năm 2006 trên cả nước có nhiều tiến bộ hơn năm 2005. Nếu năm 2005 chỉ giải quyết được 1 vụ (đạt 7,14%) thì năm 2006 đã đạt 30,2%. Vậy là, tổng số vụ phá sản đã giải quyết từ ngày Luật Phá Sản năm 2004 có hiệu lực đến nay là 17 vụ, chiếm tỷ lệ 32,9%.

Tuy nhiên, sự gia tăng này xem ra vẫn quá ít so với tình trạng DN “chết không được chôn”. Một con số không phản ánh đúng thực tế đời sống kinh doanh của DN hiện nay.

Tính khả thi của luật không cao

Vì sao Luật Phá sản năm 2004 ra đời, đã được điều chỉnh nhiều so với Luật Phá Sản DN năm 1994, được giới doanh nhân, các nhà đầu tư trong và ngoài nước lẫn các cơ quan có thẩm quyền như toà án, các trung tâm trọng tài thương mại kỳ vọng rất nhiều mà tình hình thực thi không cải thiện bao nhiêu so với Luật Phá Sản DN năm 1994.

Có nhiều nguyên nhân, nhưng nguyên nhân trước tiên là do tính khả thi của luật không cao, không có khả năng đi vào thực tiễn đời sống hiện nay và chưa phản ánh được tiếng nói từ phía DN. Tựu trung lại là do những nguyên nhân cơ bản sau đây: Thứ nhất, đối với DN khu vực Nhà nước việc phá sản DN hay không phụ thuộc quá nhiều vào chủ sở hữu, tức là Bộ hoặc UBND cấp tỉnh là cơ quan chủ quản của DN. Vì những lý do nào đó, cả lý do của tập thể hay lý do cá nhân của một số người và cũng không loại trừ khả năng vì nhận thức của một bộ phận lãnh đạo DN chưa đúng, vì động cơ thành tích của mình mà trì hoãn làm chậm hoặc kéo dài thời gian phá sản DN khi DN đã lâm vào tình trạng khánh kiệt tài chính không có khả năng phục hồi.

Bản thân chủ DN nếu có muốn nộp đơn yêu cầu mở thủ tục phá sản DN mà chưa có ý kiến đồng ý của cơ quan chủ quản cũng không thể được.

Thứ hai, bản thân chủ DN cũng vì những động cơ cá nhân khác nhau mà không báo cáo, nộp đơn xin phá sản DN khi DN đã mất khả năng thanh toán nợ. Người ta né tránh trách nhiệm bằng việc về hưu, hoặc chờ sự điều chuyển đến nơi công tác mới, những người khác thay thế họ sẽ là những người phải giải quyết hậu quả mà lỗi đáng lẽ thuộc về mình.

Xét về quyền lợi, chúng ta sẽ thấy ngay rằng, nếu chọn con đường phá sản thì trong hầu hết các trường hợp cả chủ nợ lẫn DN lâm vào tình trạng phá sản đều sẽ thiệt hơn nhiều so với biện pháp né tránh phá sản. Cái lợi lớn nhất ở đây là sau khi được tuyên bố phá sản DN sẽ không còn phải lo lắng trả nợ nữa (trừ DN tư nhân), thay vì bị chủ nợ đeo đuổi. Đối với DN có khả năng phục hồi thì được tạo cơ hội để chạy chữa và hoạt động trở lại.

Tuy nhiên, khả năng trên rất hiếm hoi vì thực tế cho thấy tuyệt đại đa số các DN khi đã đưa đơn yêu cầu phá sản thì đều đã trong tình trạng khánh kiệt tài chính không còn khả năng cứu vãn (nợ nần chồng chất và không có khả năng thanh toán được các khoản nợ đến hạn).

Trong khi đó, đổi lại những lợi ích trên, DN sẽ gặp không ít phiền phức về thủ tục phá sản. Ngoài ra, còn phải tốn tiền (tạm ứng chi phí phá sản), mất thời gian. Nếu làm trôi chảy đúng như quy định thì chỉ riêng giai đoạn từ lúc mở thủ tục phá sản đến khi mở thủ tục thanh lý tài sản đã mất ít nhất là 6 tháng. Nhưng từ khi có Luật Phá Sản đến nay chưa có vụ phá sản nào diễn ra suông sẻ như vậy mà ít nhất cũng mất thời gian hơn 1 năm.

Bởi thực tiễn cho thấy có hàng loạt rắc rối nảy sinh trong quá trình giải quyết DN phá sản theo Luật Phá sản. Đặc biệt, điều tệ hại hơn cả là những người gây ra hậu quả DN phá sản bị pháp luật xem như những “tội đồ” nguy hiểm.

Theo quy định, chủ DN phá sản và những người quản lý DN đó sẽ bị tòa ra quyết định không được quyền thành lập DN và cấm đảm nhiệm các chức vụ quản lý DN từ một đến ba năm kể từ ngày DN bị tuyên bố phá sản.

Và đương nhiên, tất cả những phiền phức, bất lợi như trên sẽ dẫn đến hậu quả tất yếu là DN né tránh việc yêu cầu phá sản, thay vì theo quy định họ phải có nghĩa vụ

làm việc đó. Mà không làm thì họ vừa đỡ tốn công, đỡ mất thời gian, vừa vẫn được tiếp tục công việc kinh doanh yêu thích của mình (và nếu thành công họ sẽ còn trả được nợ).

Văn bản hướng dẫn thực hiện luật quá chậm

Thứ ba, có khuynh hướng đối kháng của chủ nợ cấp thấp đối với chủ nợ cấp cao trong việc nộp đơn phá sản để tránh một sự chuyển dịch của cải cho giới chủ nợ cao cấp (có bảo đảm) trong trường hợp tăng sự không chắc chắn, do vậy, ngay cả đến các chủ nợ cũng chẳng mặn mà gì với việc đưa đơn yêu cầu tuyên bố phá sản đối với con nợ của mình. Điều này cũng có nguyên nhân xuất phát từ việc cân nhắc về sự lợi, hại giữa một bên là đâm đơn yêu cầu mở thủ tục phá sản và một bên là chọn giải pháp khác.

Theo quy định, khi mở thủ tục phá sản bắt buộc phải thông báo công khai cho tất cả các chủ nợ biết. Từ đây, các chủ nợ nảy sinh tâm lý ngăn cản các chủ nợ tìm đến toà bằng con đường nộp đơn yêu cầu tuyên bố phá sản: nếu nộp đơn thì dễ bị vỡ lở chuyện DN sắp phá sản và các con nợ cùng kéo đến thì quyền lợi của bản thân chủ nợ chưa chắc đã đến lượt nên thà cứ im lặng tìm biện pháp để đòi nợ hoặc kiện bằng một vụ kiện riêng biệt thì còn có khả năng thu hồi.

Thứ tư, công cuộc đổi mới, sắp xếp lại DN diễn ra chậm. Một số DN đáng ra phải phá sản nhưng chưa được quyết định kịp thời. Trong khi đó tài sản của DN bị điều động qua lại gây nhiều khó khăn cho việc xác minh tài sản của DN. Khi tiến hành thủ tục phá sản, Tòa án không còn khả năng thực thi những biện pháp thu hồi tài sản cho DN nên đã gây bức xúc cho các chủ nợ.

Thứ năm, các văn bản hướng dẫn thực hiện Luật Phá Sản còn chậm, nội dung hướng dẫn chưa phù hợp với thực tế hoặc quá khái quát, làm cho người nghiên cứu áp dụng pháp luật gặp nhiều khó khăn.

Một là: Luật Phá sản năm 2004 có hiệu lực từ ngày 15/10/2004 nhưng đến ngày 11/7/2006 Chính phủ mới có Nghị định hướng dẫn về hoạt động của tổ quản lý, thanh lý tài sản dẫn đến tâm lý chờ đợi, sợ sai không dám làm, đó là một trong

những nguyên nhân chính để cả năm 2005 ngành Tòa án cả nước chỉ giải quyết được một vụ phá sản.

Hai là, cho đến nay, sau ba năm thực thi Luật Phá Sản, một Nghị định quy định về xử phạt hành chính trong lĩnh vực này, “theo được biết” vẫn còn đang được soạn thảo. Ba là, văn bản hướng dẫn Luật Phá sản trong việc thu hồi xử lý tài sản một cách cụ thể cho phù hợp với tính chất đặc thù của việc phá sản vì nó khác về căn bản khi xử lý tài sản thế chấp, tài sản kê biên để bảo đảm thi hành án dân sự đối với cá nhân, hộ gia đình, hoặc DN không lâm vào tình trạng phá sản vẫn chưa động tĩnh xây dựng.

Luật Phá sản năm 2004 ra đời là một bước tiến mới giải quyết được nhiều vướng mắc trước đây của Luật Phá sản năm 1993; đặc biệt là đã có những quy định mới tiếp cận với Luật Phá sản trong khu vực. Tuy nhiên do việc hướng dẫn còn chậm, nên rõ ràng Luật Phá sản năm 2004 qua hơn 3 năm thực hiện đã tỏ ra kém hấp dẫn. Một số quy định quan trọng không thể hoặc chưa thể áp dụng được, đó là chưa nói đến thái độ của pháp luật coi rủi ro, thất bại trong kinh doanh như một hành vi phạm pháp.

Vì vậy, Luật Phá sản năm 2004 cần được sửa đổi, bổ sung kịp thời nhằm đáp ứng yêu cầu hội nhập và thực tiễn là cần thiết và bình thường nhằm thúc đẩy việc giải quyết tuyên bố phá sản lên một bước mới, nhanh hơn và hiệu quả hơn.

Tóm lại, cả Luật Phá Sản 1993 và 2004 đều có những nhược điểm sau:

Các đạo luật được ban hành trong thời gian đầu của thời kỳ cải cách, còn nhiều thiếu sót về kinh nghiệm thực tiễn để hoàn chỉnh. Do hoàn cảnh lịch sử, các đạo luật có xu hướng đặt các DNNN ở vị trí ưu tiên so với các loại hình DN khác. Hệ quả là, các DNNN ít bị trói buộc bởi luật và được trao cho sự linh động lớn hơn khi kiệt quệ tài chính hơn là các DN khác.

Thứ hai, các bộ luật trên không thúc đẩy sự đóng cửa công ty như là một phương tiện để đối phó với kiệt quệ tài chính. Thay vào đó, nó có khuynh hướng khuyến khích sự đàm phán và nỗ lực giữa các bên liên quan. Điều này giúp cho các giám đốc DNNN và người điều hành DN, với cơ chế chủ quản như hiện nay, có nhiều sức

Thứ ba, là sự thực thi luật còn yếu. Nhiều phần quy định của luật còn quá chung chung, điều này tạo nên thách thức cho các ràng buộc của hệ thống tòa án. Quan tòa và luật sư cùng thường xuyên thấy thiếu các điều luật cụ thể giúp họ ra quyết định. Thay vào đó, hệ thống tòa án rất dè dặt với các quyết định xem xem khi nào nên xử lý các vụ phá sản và lưỡng lự trong việc thu hồi nợ hay tái tổ chức DN, để tránh các vấn đề tiềm tàng phát sinh từ việc không tương thích với luật pháp (Allen và các cộng sự, 2005a). Thông thường các tòa án yêu cầu các DN trước hết thu thập quyết định phá sản của chính quyền địa phương và đề xuất một kế hoạch thỏa đáng sắp xếp người lao động hiện hữu, thậm chí trước khi tòa án cân nhắc xử lý vụ việc.

Kết quả là, chỉ có một phần nhỏ các trường hợp nộp đơn xin phá sản cuối cùng được xử lý bởi hệ thống tòa án và thậm chí ít hơn số các trường hợp cuối cùng bị xử giải tán.

Như Allen và các cộng sự (2005a) chỉ ra, trong một môi trường pháp luật về phá sản còn yếu kém như thế sẽ dẫn đến kết quả sự quản lý DN yếu kém và chỉ tạo ra mối đe dọa và hình phạt không đáng kể cho các nhà điều hành DN. Những người điều hành DN, cụ thể là các DNNN, đối mặt với ít áp lực hơn nhiều so với các đồng nghiệp nước ngoài của họ trong việc thỏa mãn các yêu cầu thanh lý DN đáp ứng việc chi trả các khoản lãi suất và nợ gốc. Hơn thế nữa, việc thiếu cơ chế thanh lý như là một lối thoát kiệt quệ tài chính tối ưu đã khiến những người điều hành DN vẫn bám chặt và tiếp tục theo đuổi các quyết định không phù hợp mà không phải chịu trách nhiệm tương ứng. Cuối cùng, bởi vì các DN bị kiệt quệ tài chính ít phải quan tâm đến triển vọng tồn tại của họ, họ trở nên chậm chạp trong việc điều chỉnh các chiến lược tài chính và hoạt động của mình. Thay vào đó, nhiều người tiếp tục

Cũng cần phải chỉ ra rằng thực là ngây thơ khi tin rằng bởi vì nhà nước sở hữu cả các ngân hàng thương mại quốc doanh và các DNNN, nên hầu như không có căng thẳng giữa giới chủ nợ và giới con nợ. Sau cải cách mở rộng trong hệ thống ngân hàng, những ngân hàng quốc doanh mà trước kia đã độc quyền trong việc nhận tiền gửi và cho vay, đã đối mặt với sự cạnh tranh khốc liệt của các ngân hàng thương mại mới và độc lập hơn. Sự giảm can thiệp của chính phủ làm cho các ngân hàng thương mại quốc doanh đã thận trọng hơn với các khoản cho vay và cảnh giác hơn đối với sự phá sản của các con nợ. Thêm vào đó, khuynh hướng hoạt động an toàn gần đây của các ngân hàng thương mại quốc doanh yêu cầu các ngân hàng này phải thận trọng hơn với các khoản cho vay mới và thu hồi các khoản vay nợ. Hệ quả là, các ngân hàng này hiện giờ đang nỗ lực hơn bao giờ hết để đảm bảo cho các DN bị kiệt quệ tài chính đặt ra các kế hoạch thỏa đáng với các khoản nợ không thể thanh toán.

Trong khi đó, những người điều hành công ty bị kiệt quệ tài chính và các quan chức địa phương thường phải đối mặt với một vấn đề rộng lớn hơn nhiều của sự phát triển kinh tế địa phương, chính sách lao động việc làm và lập các quỹ lương hưu khi đối mặt với sự kiệt quệ tài chính. Những công trình nghiên cứu hiện hữu đã chứng minh rằng kiệt quệ tài chính có thể dẫn đến những con số rất đáng kể các chi phí trực tiếp và gián tiếp cho công ty (chẳng hạn như công trình nghiên cứu của Altman 1968). Các công ty có thể gánh chịu các thiệt hại từ việc những nhà cung cấp và bán lẻ không đáng tin cậy, sự khó khăn trong việc vay tín dụng, làm lu mờ danh tiếng của họ đối với khách hàng. Một lý do khác là nhiều người điều hành công ty nhà nước cũng là những viên chức chính phủ. Việc điều hành của họ được đánh giá bởi những người kiểm soát và có ý nghĩa quan trọng đối với sự thăng tiến nghề nghiệp trong tương lai của họ (Bai và các cộng sự, 2002). Thêm vào đó, điều khá phổ biến là các quan chức ngân hàng thương mại quốc doanh gây áp lực lên các giám sát điều hành của các công ty nhà nước, để có các điều khoản ưu đãi trong các cuộc tái

Những thảo luận trên gợi ý rằng hành vi của doanh nghiệp thay đổi thích nghi với đặc điểm của luật pháp về phá sản như thế nào. Kế tiếp, xin được đề cập đến thực trạng đánh giá xếp hạng tín dụng DN ở Việt Nam, là một trong những yếu tố hỗ trợ đắc lực trong việc dự báo tình trạng khánh kiệt tài chính.

3.3. THỰC TRẠNG ĐÁNH GIÁ XẾP HẠNG TÍN NHIỆM DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM

Xếp hạng và giải thưởng dành cho các DN là một điều cần thiết và là nhu cầu thực tế của xã hội. Gần đây, khi quá trình cổ phần hoá diễn ra mạnh mẽ, đồng thời thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam tăng trưởng mạnh, một nhu cầu mới đang đặt ra với các nhà đầu tư là cần một thước đo cho DN để họ có thể tham khảo trước khi đầu tư. Nhưng để có được một tổ chức xếp hạng tín nhiệm các DN Việt Nam thật sự khoa học, khách quan, độc lập và uy tín nhất thì cũng là vấn đề khó khăn.

Hiện nay ở Việt Nam cũng có một số công ty xếp hạng tín nhiệm DN như: Công ty Xếp hạng tín nhiệm DN Việt Nam (CRV), Công ty Thông tin tín nhiệm và xếp hạng DN (C&R), Trung tâm Thông tin tín dụng (CIC) thuộc Ngân hàng Nhà nước, Công ty Cổ phần báo cáo đánh giá Việt Nam (Vietnam Report)... Nhưng các công ty này

Mới đây, Vietnam Report kết hợp với báo điện tử VietNamNet đã công bố bảng xếp hạng top 500 DN lớn nhất Việt Nam về doanh thu (VNR500) theo mô hình của Fortune 500. Đơn vị tổ chức mong muốn sẽ duy trì một bảng xếp hạng DN có uy tín của Việt Nam theo chuẩn mực quốc tế. Hàng năm, thông qua số liệu điều tra về DN trên toàn quốc của Tổng cục Thống kê như: tổng tài sản, doanh thu, lợi nhuận, tốc độ tăng trưởng, số lao động... kết hợp với điều tra của Vietnam Report và số liệu cung cấp từ các DN, các DN Việt Nam sẽ được đánh giá, xếp hạng thông qua các tiêu chí được công bố công khai, đảm bảo tính khoa học, khách quan và độc lập.

Gần đây, Chương trình Phát Triển của Liên Hiệp Quốc (UNDP) có đưa ra danh sách xếp hạng top 200 DN Việt Nam. Các chuyên gia UNDP đã công bố một bản báo cáo chi tiết nêu rõ quá trình điều tra xây dựng cơ sở dữ liệu đánh giá top 200 DN hàng đầu của Việt Nam cũng như các câu chuyện đằng sau cuộc nghiên cứu. Mục tiêu của bản báo cáo nhằm tìm hiểu xem DN và các tập đoàn của Việt Nam đang thích ứng ra sao với môi trường kinh doanh đang biến đổi, đồng thời xác định được họ đến từ đâu, chiến lược tăng trưởng của họ là gì và những hạn chế họ gặp phải. Có thể nói, báo cáo của UNDP là một cuộc điều tra nghiên cứu DN đầu tiên để đưa ra danh sách xếp hạng 200 DN hàng đầu tại Việt Nam. Các chuyên gia của UNDP đã kết hợp 3 chỉ tiêu doanh số, tài sản và số lao động để đánh giá giống như mô hình của Forbes. Ngoài ra, UNDP còn tiến hành đồng thời điều tra phỏng vấn trực tiếp các DN thuộc phạm vi nghiên cứu để đưa ra bức tranh tổng thể về thứ hạng 200 DN hàng đầu Việt Nam.

CIC cuối năm 2007 vừa qua cũng đưa ra thông tin về công bố xếp hạng các DN đang niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán. Theo ông Đào Quang Thông, Phó Giám đốc CIC, Ngân hàng Nhà nước đã cho phép CIC cung cấp bản báo cáo phân tích, xếp hạng tín dụng DN. Đối tượng được nhận các bản báo cáo xếp hạng tín dụng DN là các đơn vị thuộc Ngân hàng Nhà nước và các tổ chức tín dụng, không

Tại Mỹ, với S&P 500 - chỉ số đo lường 500 mã cổ phiếu có mức vốn hoá lớn nhất của Hoa Kỳ được tính toán và công bố bởi Công ty Standard & Poors thì nhà đầu tư có thể lựa chọn được trong phạm vi hẹp đó, để đầu tư nhanh chóng, thay vì tự khảo sát điều tra một cách không chuyên nghiệp. S&P là một chỉ số đáng tin cậy luôn được các quỹ đầu tư tin dùng. S&P 500 gồm 500 công ty, trong đó 400 công ty ngành công nghiệp, 20 công ty ngành giao thông vận tải, 40 công ty ngành phục vụ, 40 công ty ngành tài chính.

Hoặc Fortune 500 - Danh sách xếp hạng top 500 công ty đại chúng hàng đầu của Hoa Kỳ dựa trên tổng doanh thu do tạp chí Fortune đưa ra. Fortune 500 là danh hiệu đo lường sức mạnh của các DN dựa trên doanh thu, nên có hạn chế trong việc phản ánh thực chất của các DN cũng như tương quan thứ hạng. Bên cạnh đó, Fortune cũng có công bố các danh sách xếp hạng khác nhau dựa trên các chỉ tiêu cụ thể như: top 100 về doanh thu, top các công ty có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao (top revenue growth), DN có số nhân công cao (big employer), công ty có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cao (high profit growth).

Tại Nhật Bản, công ty dịch vụ tài chính thuộc uỷ ban chứng khoán; Tại Hàn Quốc, công ty giám sát tài chính (cơ quan tiền thân là Uỷ ban Chứng khoán Hàn Quốc); Tại Malaysia, Uỷ ban Chứng khoán Malaysia là các cơ quan chịu trách nhiệm quản lý hoạt động của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm. Như vậy, do xếp hạng tín nhiệm gắn liền với các khoản vay nợ, trong đó quan trọng nhất là hoạt động phát hành trái phiếu nên các nước đều giao nhiệm vụ quản lý hoạt động của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm cho các cơ quan hành chính quản lý hoạt động của TTCK. Việc xếp hạng tín nhiệm là không bắt buộc tại Nhật Bản, nhưng trên thực tế các công ty vẫn cần có xếp hạng tín nhiệm khi muốn huy động vốn từ các nhà đầu tư. Còn tại Hàn Quốc và Malaysia thì xếp hạng tín nhiệm là điều bắt buộc.

Theo quy định tại Quyết định 493/2005/QĐ-NHNN, trong năm 2008, các tổ chức tín dụng (TCTD) phải xây dựng xong hệ thống xếp hạng tín dụng (XHTD) nội bộ

Để hỗ trợ các TCTD và phục vụ công tác nghiên cứu, năm 2004, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) Việt Nam đã cho phép Trung tâm Thông tin tín dụng (CIC) thực hiện thí điểm Đề án phân tích, XHTD DN. Và từ tháng 6/2006, Thống đốc NHNN đã cho phép CIC thực hiện nghiệp vụ XHTD. Theo báo cáo của CIC, số lượng bản yêu cầu cung cấp thông tin về DN của các TCTD đã tăng từ 60 bản/tháng lên 130 bản/tháng, có tháng lên đến 200 bản. Năm 2006, số lượng bản báo cáo XHTD DN cung cấp cho các TCTD đã tăng 250% so với năm 2005. Năm 2007, CIC tính sơ bộ lượng hỏi tin của TCTD tăng 50% so với năm 2006. Nếu năm 2005 có chỉ 21 TCTD gửi bản yêu cầu cung cấp thông tin đến CIC thì hiện đã lên đến khoảng 40 TCTD. Tuy nhiên, các TCTD sử dụng những thông tin mà CIC cung cấp chủ yếu phục vụ cho việc đánh giá khách hàng có quan hệ tín dụng, lịch sử tín dụng của DN và làm dữ liệu để thực hiện công tác marketing... Trong khi đó, yêu cầu của Quyết định 493 là các TCTD phải xây dựng hệ thống xếp hạng cho riêng mình, làm cơ sở cho việc phân loại nợ và trích lập dự phòng rủi ro.

Theo quy định của NHNN, hệ thống XHTD nội bộ của TCTD tối thiểu phải bao gồm: Các cơ sở pháp lý liên quan đến thành lập và ngành nghề kinh doanh của khách hàng; các chỉ tiêu kinh tế tổng hợp liên quan đến tình hình kinh doanh, tài chính, tài sản, khả năng thực hiện nghĩa vụ theo cam kết; uy tín đối với các TCTD đã giao dịch trước đây. Các tiêu chí đánh giá phải chi tiết, cụ thể, có hệ thống (đánh giá yếu tố ngành nghề và địa phương)... Định kỳ 6 tháng một lần, TCTD phải có văn bản báo cáo NHNN về tình hình xây dựng hệ thống XHTD nội bộ và các vấn đề cần xử lý để NHNN hướng dẫn và hỗ trợ thực hiện.

Được biết, trong năm 2008, các TCTD phải xây dựng xong hệ thống XHTD nội bộ để phân loại nợ và quản lý chất lượng tín dụng theo quy định tại Quyết định 493/2005/QĐ-NHNN. Thời gian không còn nhiều nhưng không ít TCTD vẫn còn khá lúng túng trong việc thực hiện quy định này.

Từ năm 2005, các TCTD đã bắt đầu nghiên cứu để từng bước xây dựng hệ thống XHTD nội bộ. Nhưng theo đánh giá chung của các ngân hàng thương mại (NHTM) thì rất khó xây dựng được một hệ thống xếp hạng "chuẩn". Vì mỗi TCTD phải xây dựng một hệ thống XHTD riêng, dựa vào kinh nghiệm, điều kiện kinh doanh và những tiêu chí do ngân hàng tự lựa chọn. Ví dụ, để đánh giá DN, hiện nay các NHTM sử dụng 11 chỉ tiêu với 32 ngành kinh tế và thang điểm 40- 60-80-100. Nhưng cơ sở để chấm chỉ tiêu nào đó của DN là 40 điểm hay 60 điểm thì lại không dễ xác định. Một vấn đề khác: NHNN yêu cầu các báo cáo tài chính phải được kiểm toán. Nhưng thực tế, không phải DN nào cũng có báo cáo tài chính được kiểm toán. Mặt khác, trong môi trường nhiều biến động hiện nay thì việc các chỉ tiêu tài chính, các thông tin về tài sản DN, môi trường kinh doanh của họ sẽ liên tục thay đổi, khiến ngân hàng khó mà cập nhật được.

Ông Đỗ Minh Toàn, Phó tổng giám đốc NHTMCP Á Châu (ACB) cho biết: Tiêu chí của ACB là dựa vào tài sản thế chấp, báo cáo tài chính và lịch sử tín dụng của DN. Nếu là DN nhỏ thì nhân thân của lãnh đạo DN, loại hình kinh doanh, lịch sử quan hệ tín dụng, phương án sản xuất kinh doanh và bất động sản là những yếu tố được xem xét chính. Trong đó, lịch sử quan hệ tín dụng với ACB là quan trọng nhất. Ba năm nay ACB đã xây dựng hệ thống đánh giá DN dựa trên thu nhập và độ rủi ro để có chính sách ưu đãi về phí và lãi suất cho khách hàng. Hiện ngân hàng này đang tái cấu trúc để phân loại nợ theo Quyết định 493. Tuy nhiên, ông Toàn cũng thừa nhận: "Khó khăn lớn nhất là xây dựng hệ thống thông tin để tiến hành xếp hạng. Những thông tin của chúng tôi không đủ cơ sở để đưa ra hệ thống điểm chuẩn nên phải dựa vào kinh nghiệm của các NH lớn. Chúng tôi cũng muốn cứ nạp các chỉ số vào máy là ra kết quả nhưng không được, nên hầu hết NH phải duy trì đồng thời hệ thống xếp hạng tự động với việc xem xét trực tiếp của cán bộ tín dụng".

Bà Nguyễn Thị Thu Hằng, Phó trưởng Phòng Tín dụng và Đầu tư, Ngân hàng Công thương Việt Nam (Incombank) cho biết: Cách làm của Incombank là mua phần

3.4. TÌNH HÌNH NỢ XẤU VÀ CÔNG TY XỬ LÝ NỢ XẤU CỦA VIỆT NAM

3.4.1. THỰC TRẠNG NỢ XẤU TẠI VIỆT NAM

Theo số liệu điều tra tại 108 Tổng Công ty 90, 91 của Công ty tư vấn Mekong, số nợ phải thu tồn đọng tính đến hết năm 2006 là 2.272 tỉ đồng, chiếm 4,7% tổng số nợ phải thu. Nợ phải trả tồn đọng là 21.904 tỉ đồng, chiếm 13,7% tổng nợ phải trả.

Riêng trong hệ thống ngân hàng thương mại nhà nước, nợ quá hạn (nợ xấu) lên tới 10.046 tỉ đồng. Nếu tính cả Ngân hàng Chính sách xã hội và Ngân hàng phát triển, tổng số nợ xấu lên đến 13.659 tỉ đồng. Còn theo số liệu ước tính của các tổ chức tài chính quốc tế như Quỹ Tiền tệ quốc tế IMF, Ngân hàng Thế giới WB, nợ xấu của các DN Việt Nam vào khoảng 6,2 tỉ USD, tức là chiếm hơn 13% GDP cả nước.

Cho đến cuối năm 2006, theo Ban chỉ đạo đổi mới và phát triển DN, các DNNN mới xử lý dẫn nợ, khoan nợ, xoá nợ thuế và các khoản phải nộp ngân sách nhà nước với tổng số tiền là 314,91 tỉ đồng; xử lý nợ đọng hơn 19 nghìn tỉ đồng, chủ yếu bằng biện pháp thu hồi nợ, bán tài sản đảm bảo, sử dụng dự phòng rủi ro của ngân hàng. Trong số DN đã CPH, có khoảng 2.000 DN có nợ và tài sản loại trừ không tính vào giá trị DN.

Tuy nhiên, theo Cục Tài chính DN (Bộ Tài chính) thì số nợ phải trả của DNNN thường gấp 1,2 -1,5 lần vốn nhà nước tại DN, thậm chí có nhiều DN nợ gấp vài lần đến hàng chục lần vốn chủ sở hữu. Số nợ phải thu cũng chiếm từ 50-60% vốn chủ sở hữu, đặc biệt nợ khó đòi chiếm đến 15-20% lợi nhuận hàng năm, nhưng lại không được ghi đầy đủ trong sổ sách kế toán DN. Đến thời điểm này, việc xử lý các khoản nợ tồn đọng của khối DNNN mà Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước đưa ra biện pháp vẫn chủ yếu là dẫn nợ, khoan nợ.

Theo đánh giá của các chuyên gia về xử lý công nợ, thì việc xác định chính xác nguyên nhân thua lỗ để xử lý trách nhiệm người đứng đầu DN cũng làm hạn chế

Theo một lãnh đạo của ngành tài chính đã làm việc lâu năm trong lĩnh vực xử lý tài sản nợ của khối DNNN, sau thất bại của chủ trương đầu tư "1 triệu tấn mía đường" dẫn đến việc tê liệt hàng loạt các nhà máy đường vì không có khả năng trả nợ, Chính phủ đã kiểm điểm sâu sắc và có hẳn một kế hoạch nhằm đánh giá lại hiệu quả hoạt động của các nhà máy này. Theo đó, Chính phủ chỉ đạo việc phân loại các dự án: Đối với các dự án xét thấy còn có khả năng phát triển, có thể thu hồi vốn, trả được nợ thì sẽ tạo điều kiện bằng cách cho khoan nợ, dẫn nợ, giao Ngân hàng Nhà nước xử lý. Còn đối với các dự án xét thấy không có khả năng trả nợ, thua lỗ kéo dài năm này qua năm khác, sản phẩm không có khả năng cạnh tranh thì mạnh dạn cho phá sản theo luật định. Thế nhưng, từ đó đến nay chủ trương này của Chính phủ vẫn đang bị "treo", vì trên thực tế chẳng DN nào chịu tự tuyên bố phá sản. Trong khi đó, bản thân các địa phương có số DNNN nợ đọng dây dưa nhưng chính quyền địa phương lại chần chừ, thiếu quyết liệt trong việc xử lý, để tình trạng làm ăn kém hiệu quả ngày càng trầm kha đến hồi "hết thuốc chữa".

Việc xử lý nợ đọng đối với khối các DN ngành Giao Thông Vận Tải cũng rơi vào bế tắc, khi Thủ tướng đã nhiều lần yêu cầu Bộ Giao Thông Vận Tải và các Tổng Công ty nhà nước thuộc bộ tiến hành kiểm điểm, làm rõ nguyên nhân chủ quan, trách nhiệm của cá nhân, tập thể trong quản lý, điều hành sản xuất, kinh doanh đã để tình trạng thua lỗ kéo dài, kinh doanh kém hiệu quả, không có khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn và xử lý nghiêm theo quy định của pháp luật.

Tuy thế, phải nhìn thẳng vào nguyên nhân của những tồn tại. Đó là vì để giành giật được công trình, DN cứ bỏ thầu giá thấp, biết là lỗ mà vẫn làm, để rồi chiếm dụng vốn lẫn nhau và đều trở thành con nợ khó đòi của hầu khắp các ngân hàng. Xử lý số nợ dây dưa đã lên đến hàng nghìn tỉ đồng của các DN ngành Giao Thông, Thủ Tướng đã chỉ đạo Bộ Giao Thông Vận Tải phải kiên quyết giải thể hoặc phá sản theo quy định đối với những DN kinh doanh không hiệu quả, thua lỗ kéo dài, làm mất vốn nhà nước. Nhưng đến nay, số DN bị giải thể, phá sản của ngành này vẫn đếm trên đầu ngón tay. Vì vậy rất cần một giải pháp hiệu quả hơn để giải quyết vấn đề từ gốc rễ của nó

3.4.2. MÔ HÌNH CÔNG TY MUA BÁN NỢ VÀ TÀI SẢN TỒN ĐỘNG DATC

Thực hiện Nghị quyết đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ IX của Đảng và Nghị quyết số 05-NQ/TW ngày 24/9/2001 của Hội nghị lần thứ 3 Ban chấp hành Trung ương Đảng khoá IX về tiếp tục sắp xếp đổi mới, phát triển và nâng cao hiệu quả DNNN; sau khi học tập nghiên cứu và khảo sát kinh nghiệm ở một số quốc gia trên thế giới về việc giải quyết và xử lý tình trạng nợ quá hạn tại DN và ngân hàng thương mại, trên cơ sở đề nghị của Bộ Tài chính, Thủ tướng Chính phủ đã ký Quyết định số 109/2003/QĐ-TTg ngày 05/6/2003 cho ra đời Công ty Mua Bán Nợ và Tài Sản Tồn Động của DN (tên tiếng Anh: Debt and Assets Trading Company, viết tắt là DATC).

Cơ sở pháp lý cho hoạt động của DATC:

Quyết định số 109/2003/QĐ-TTg ngày 05/6/2003 của Thủ tướng chính phủ về việc thành lập Công ty Mua bán nợ và tài sản tồn đọng của doanh nghiệp;

Quyết định số 55/2004/QĐ-TTg ngày 06/4/2005 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt DNNN hạng đặc biệt.

Quyết định số 199/2003/QĐ-BTC ngày 05/12/2003 của Bộ trưởng Bộ Tài chính về việc ban hành Điều lệ tạm thời về tổ chức và hoạt động của Công ty Mua bán nợ;

Thông tư số 39/2004/TT-BTC ngày 11/5/2004 của Bộ Tài chính hướng dẫn trình tự, thủ tục xử lý tài chính đối với hoạt động mua bán, bàn giao tiếp nhận, xử lý nợ và tài sản tồn đọng của DN.

Quyết định số 1683/2003/QĐ-BTC ngày 02/6/2004 của Bộ Tài chính ban hành quy chế quản lý tài chính tạm thời của Công ty Mua bán nợ và tài sản tồn đọng của DN.

Mục tiêu của DATC:

- Tạo ra công cụ thích hợp giúp các DN nói chung và DNNN nói riêng xử lý dứt điểm các khoản nợ và tài sản tồn đọng, làm lành mạnh hoá tình hình tài chính ngay trong quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh. Qua đó giúp các DN phản ánh đúng thực trạng về vốn, tài sản, xác định đúng năng lực, hiệu quả sản xuất kinh doanh và đề ra các giải pháp quản trị thích hợp;

- Góp phần giải quyết triệt để những tồn tại về tài chính DN nhằm thúc đẩy quá trình sắp xếp và chuyển đổi sở hữu DNNN như việc tiếp nhận và xử lý tài sản và các khoản nợ tồn đọng được loại trừ khỏi giá trị DN; hỗ trợ DN có khó khăn khi xử lý nợ và tài sản tồn đọng để chuyển đổi sở hữu và bán cổ phần ...v.v. cũng như giảm thiểu các tổn thất cho Nhà nước trong quá trình cổ phần hoá và chuyển đổi sở hữu DN;

- Góp phần thúc đẩy tiến trình hình thành, phát triển và tạo thêm nguồn hàng hoá cho thị trường chứng khoán, thị trường tài sản, thị trường vốn. Qua đó, thúc đẩy sự phát triển đồng bộ các yếu tố thị trường trong nền kinh tế quốc dân đi đôi với việc tạo lập khung pháp luật đảm bảo sự quản lý, giám sát và hỗ trợ DN của Nhà nước;

- Xây dựng mô hình mẫu và định hướng cho việc hình thành và phát triển một số định chế tài chính trung gian như các công ty mua bán nợ, dịch vụ đòi nợ thuộc các thành phần kinh tế; hình thành các tổ chức định giá tài sản, định giá DN và các công ty dịch vụ tư vấn tài chính. Qua đó, chuyển giao một số một số nghiệp vụ mang tính sự vụ, kỹ thuật đơn thuần từ các cơ quan quản lý Nhà nước sang cho các tổ chức kinh tế độc lập hoạt động có tính chuyên nghiệp cao theo cơ chế thị trường.

Để thực hiện được 4 mục tiêu nói trên, Công ty Mua bán nợ và tài sản tồn đọng của DN có 2 chức năng cơ bản:

- Một là chức năng hỗ trợ, vì Công ty Mua bán nợ được Nhà nước sử dụng như một công cụ để làm lành mạnh tình hình tài chính DN; tập trung xử lý công nợ và tài sản tồn đọng của các DNNN; hỗ trợ các DN xử lý nợ và tài sản tồn đọng trong quá trình chuyển đổi; thúc đẩy và tạo điều kiện giúp các DNNN sử dụng vốn và tài sản của Nhà nước có hiệu quả hơn, đồng thời góp phần xây dựng và hình thành để phát triển các yếu tố thị trường của nền kinh tế. Chức năng này là chính và bao trùm lên mọi hoạt động của Công ty nhằm thực hiện tốt các nhiệm vụ chính trị được nhà nước giao;

- Hai là chức năng kinh doanh, vì thông qua hoạt động mua bán nợ, tài sản tồn đọng và một số hoạt động mang tính chuyên ngành như tư vấn đầu tư và hỗ trợ kỹ thuật trong chuyển đổi sở hữu; tư vấn xử lý nợ, cơ cấu lại tài chính; tư vấn thanh toán nợ, dịch vụ thu hồi nợ và đầu tư chứng khoán ở các DN khi thực hiện chuyển đổi và đa dạng hoá hình thức sở hữu vốn, ...v.v, để Công ty Mua bán nợ có thể tự bù đắp chi phí trong hoạt động và góp phần nâng cao hiệu quả chung của nền kinh tế.

Thực tế cho thấy, xử lý nợ tồn đọng là một lĩnh vực rất mới, nhiều rủi ro đòi hỏi phải có nguồn tài chính lớn, đa dạng và tập trung cho nên Công ty Mua bán nợ là một DN hạng đặc biệt được Nhà nước giao cho 2.000 tỷ đồng vốn điều lệ và có thể huy động thêm từ các nguồn khác để phục vụ cho các hoạt động chính của mình.

Bên cạnh đó, để công cụ xử lý nợ này thực sự có hiệu quả, Nhà nước cần xây dựng, sửa đổi và ban hành đồng bộ các nội dung về cơ chế chính sách liên quan đến các lĩnh vực hoạt động của Công ty Mua bán nợ như tài chính DN; tín dụng ngân hàng; thị trường chứng khoán; bất động sản; tư pháp ...v.v nhằm tạo ra một hành lang hoạt động chặt chẽ và hiệu quả cho Công ty hoạt động.

Kết quả hoạt động của DATC

DATC có hai hình thức mua nợ và tài sản tồn đọng là mua theo chỉ định (về đối tượng, về giá), và mua theo thỏa thuận.

Thời gian đầu, công ty đã tập trung vào hoạt động mua bán, xử lý nợ và tài sản tồn đọng theo hình thức chỉ định cho các Ngân hàng TMCP Việt Hoa, Công ty XNK Ngũ cốc (Grainco) và Ngân hàng TMCP Xuất nhập khẩu Việt Nam (Eximbank)

Về bản chất, hoạt động mua bán nợ và tài sản tồn đọng theo hình thức chỉ định nói trên là phương thức Nhà nước xử lý các tồn tại về nợ và tài sản để làm lành mạnh hoá tình hình tài chính của DN và ngân hàng thương mại thông qua công cụ có tính chất đặc biệt là Công ty Mua bán nợ và với nguồn tài chính được Nhà nước cấp từ “quỹ chi phí cải cách DNNN và ngân hàng thương mại”. Do vậy, khi triển khai thực hiện Công ty luôn quán triệt nguyên tắc “bảo toàn không để mất vốn của Nhà nước” và đề xuất các biện pháp cụ thể để xử lý nhanh chóng có hiệu quả tối đa nhằm sớm thu hồi và hoàn lại vốn cho Nhà nước.

Tuy nhiên, đến nay DATC chủ yếu mua thỏa thuận về giá; việc chỉ định nếu có cũng chỉ là về đối tượng.

Theo số liệu của DATC, năm 2007 DN này đã ký được 93 hợp đồng mua bán nợ và tài sản tồn đọng với tổng giá trị theo sổ sách là 3.499 tỷ đồng; doanh số mua nợ là 1.017 tỷ đồng, đạt 144% kế hoạch năm và tăng gấp 6,5 lần so với năm 2006. Từ khi công ty được thành lập và đi vào hoạt động đến 31/12/2007, tổng giá trị theo sổ sách các khoản nợ tồn đọng đã được DATC mua từ các NHTMNN và các chủ nợ khác đạt gần 4.000 tỷ đồng. DATC trở thành chủ nợ chính của 40 DN, trong đó 18 DNNN đang trong tình trạng phá sản do kinh doanh thua lỗ, không còn vốn chủ sở hữu nhà nước, không đủ điều kiện để cổ phần hóa và 22 DN đã cổ phần hóa nhưng

Năm 2007, DATC đã tiếp nhận nợ và tài sản tồn đọng đã loại trừ khỏi giá trị DN của 286 DN trên phạm vi cả nước, với tổng giá trị tiếp nhận theo sổ sách là 675 tỷ đồng, trong đó nợ là 418 tỷ đồng. Song song với việc tiếp nhận nợ, DATC đã xử lý nợ và tài sản tồn đọng loại trừ khỏi giá trị DN của 575 DN, giá trị thực tế thu hồi 117,2 tỷ đồng, đạt 130% kế hoạch năm.

Bên cạnh việc tiếp nhận, xử lý nợ và tài sản tồn đọng, DATC còn thực hiện việc tái cơ cấu các DN phá sản hoặc đứng bên bờ vực phá sản. Điển hình là các DN: Công Ty Sản Xuất và Kinh Doanh Vật Liệu Cần Thơ, Công Ty Mía Đường Sơn La, Công Ty Kinh Doanh và Chế Biến XNK Đà Nẵng. Các DN này đều lâm vào tình trạng khánh kiệt tài chính, sau khi được DATC mua nợ và thực hiện tái cơ cấu đều làm ăn có lãi.

Cty mía đường Sơn La một thời là niềm tự hào của tỉnh, tạo công ăn việc làm cho hàng nghìn lao động trực tiếp và gián tiếp với nghề trồng mía nguyên liệu. Do đầu tư bằng vốn vay quá lớn, nên lợi nhuận làm ra đều để trả lãi ngân hàng. Giá đường tăng cao khiến nhà máy không có sức cạnh tranh, cộng với năng lực quản lý yếu kém của lãnh đạo đã đẩy nhà máy đến bờ miệng vực thua lỗ, nợ nần như Chúa Chôm.

Đến thời điểm 31.3.2007, nhà máy phải ngừng sản xuất để chờ phá sản thì đã có tổng số nợ phải trả lên tới 420 tỉ đồng, trong khi lỗ lũy kế qua các năm làm âm vốn chủ sở hữu nhà nước 254 tỉ đồng. Để nhà máy không rơi vào phá sản sẽ không thu hồi được nợ và thanh lý tài sản, Cty mua bán nợ (DATC) đã thống nhất với UBND tỉnh Sơn La tái cơ cấu lại DN để chuyển đổi sở hữu. DATC mua lại nợ từ các chủ nợ, sau đó xử lý tồn tại tài chính cho NM đường Sơn La để không còn âm vốn chủ sở hữu, đủ điều kiện cổ phần hoá (CPH).

Một phần nợ của DN, DATC chuyển thành vốn góp, đồng thời tìm kiếm thêm các nhà đầu tư chiến lược có thể mạnh trong sản xuất và kinh doanh mía đường cùng đầu tư vốn, hỗ trợ nhà máy về quản lý, kỹ thuật và mở rộng thị trường. Sau khi tái cơ cấu, Cty CP đường Sơn La có vốn điều lệ 50 tỉ đồng, trong đó chiếm 58,68% là vốn góp bằng nợ của DATC, 30% vốn góp của các nhà đầu tư chiến lược.

Tính hiệu quả của phương án đã được nhà đầu tư chiến lược đánh giá cao bằng việc thoả thuận góp vốn 15.000đ/CP, tăng 50% so với mệnh giá. Hàng loạt Cty đang ngập nghề miệng vực cũng được DATC cứu, như Cty sản xuất kinh doanh vật liệu xây dựng Cần Thơ (Sadico Cần Thơ) có số nợ phải trả 214 tỉ đồng, lỗ lũy kế 76 tỉ, âm vốn chủ sở hữu hàng chục tỉ đồng; Cty kinh doanh và chế biến XNK Đà Nẵng (Procimex Đà Nẵng) do quản lý yếu kém mà có tổng số nợ phải trả 80,9 tỉ đồng, âm vốn chủ sở hữu 45 tỉ đồng.

Năm 2008, DATC phần đầu đưa doanh số mua nợ và tài sản tồn đọng đạt từ 1.150 - 1.200 tỷ đồng, tăng từ 13-18% so với năm 2007; doanh thu từ bán tài sản, xử lý thu hồi nợ tồn đọng đạt khoảng 500 tỷ đồng, tăng 19% so với năm 2007; doanh số từ

Theo nguồn tin *Đầu Tư Chứng Khoán số 23, ngày 22 tháng 02 năm 2008*, DATC đang chuẩn bị ký kết hợp tác với Tổng Công Ty Đầu Tư và Kinh Doanh vốn nhà nước (SCIC). Việc hợp tác sẽ theo hướng DATC mua lại nợ xấu và tái cơ cấu quản trị tại các DNNN, mà SCIC là đại diện phần vốn nhà nước.

Sự hợp tác giữa DATC và SCIC – hai DN đặc biệt cùng trực thuộc Bộ Tài Chính – hứa hẹn nâng cao hiệu quả sử dụng vốn ngân sách nhà nước tại DN. DATC sẽ có thêm lượng khách hàng lớn, trong khi các DNNN mà SCIC đại diện phần vốn nhà nước sẽ được lành mạnh hóa tình hình tài chính sau khi DATC mua nợ và tài sản tồn đọng và tái cơ cấu.

KẾT LUẬN CHƯƠNG III

Chương này đã đề cập đến các điểm về thể chế đặc thù của Việt Nam làm ảnh hưởng đến hành vi của các công ty bị kiệt quệ tài chính như thế nào. Các yếu tố thể chế ở đây gồm: cấu trúc sở hữu, chất lượng của luật pháp/chính phủ và trình độ phát triển tài chính có thể ảnh hưởng đến hành vi của các doanh nghiệp bị kiệt quệ tài chính với các đặc điểm như sau:

- Một nền tảng thể chế tốt hơn (ít sở hữu nhà nước, chất lượng của luật pháp/chính phủ, và trình độ phát triển tài chính cao hơn) sẽ giúp cải thiện kết quả hoạt động của các doanh nghiệp bị kiệt quệ tài chính.
- Một nền tảng thể chế tốt hơn sẽ thúc đẩy các doanh nghiệp phản ứng tốt hơn và lèo lái doanh nghiệp bị kiệt quệ theo hướng một cấu trúc vốn thận trọng hơn.
- Một nền tảng thể chế tốt hơn sẽ dẫn các doanh nghiệp kiệt quệ đến các dự án đầu tư thận trọng hơn.

Các doanh nghiệp với một nền tảng thể chế tốt hơn sẽ có nhiều cơ hội hơn để phục hồi khỏi khánh kiệt tài chính nếu chúng mắc phải, phục hồi khỏi khánh kiệt tài chính nhanh hơn các doanh nghiệp có nền tảng thể chế kém thuận lợi hơn.

Chương này cũng đã phân tích cụ thể pháp luật phá sản Việt Nam cùng với những ưu điểm và hạn chế của nó. Kết luận đưa ra là Luật Phá Sản hiện tại còn nhiều điều cần hoàn thiện. Đặc biệt là cần có tính ràng buộc và khả thi cao hơn, cụ thể và rõ ràng hơn mới có thể giải quyết hiệu quả tình trạng khánh kiệt tài chính DN.

Chương này cũng đề cập đến thực trạng xếp hạng tín dụng DN ở Việt Nam như là một phần không thể thiếu của giám sát bên ngoài với các DN bị khánh kiệt tài chính. Việc xếp hạng tín nhiệm này sẽ giúp nâng cao được khả năng dự báo phá sản ở Việt Nam.

Ngoài ra, chương này cũng đề cập đến chi tiết của mô hình xử lý nợ xấu của Việt Nam qua công ty Mua Bán Nợ và Tài Sản Tồn Động DN DATC như là một công cụ đặc biệt của Chính Phủ Việt Nam góp phần làm lành mạnh hóa tình hình tài chính của các DN nói riêng và nền kinh tế nói chung. Tuy mới được thành lập từ năm 2004 nhưng DATC đã có nhiều hoạt động thiết thực giúp nhiều DN thoát khỏi “điệp khúc” nợ nần chồng chất, không thể tái cơ cấu DN hiệu quả, nhằm thoát khỏi tình trạng khánh kiệt tài chính.

CHƯƠNG IV: CÁC GIẢI PHÁP NÂNG CAO KHẢ NĂNG DỰ BÁO VÀ GIẢI QUYẾT MỘT CÁCH HIỆU QUẢ TÌNH TRẠNG KHÁNH KIẾT TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM

4.1. ỨNG DỤNG MÔ HÌNH ALTMAN Z-SCORES

4.1.1. CÁC KỊCH BẢN NGHIÊN CỨU

Trường hợp công ty Xuất Nhập Khẩu Thủy Sản An Giang - AGF

Xem phụ lục 1 đính kèm.

Mô hình Altman Z-Score dành cho công ty đại chúng

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.0X_5$$

Để đánh giá khả năng phá sản của các công ty chúng ta nên so sánh chỉ số Z của chúng với các mức điểm được xác định trước như dưới đây:

$Z < 1.81$: Phá sản

$1.81 < Z < 2.99$: Không rõ ràng

$2.99 < Z$: Lành mạnh

Có thể thấy rằng các chỉ số Z-Scores cho công ty AGF đều khá tốt báo hiệu rằng công ty có tình hình tài chính lành mạnh.

Trường hợp công ty Cổ Phần Bánh Kẹo Biên Hòa - BBC

Xem phụ lục 2 đính kèm

Trường hợp này cũng sử dụng mô hình dành cho công ty đại chúng.

Công ty BBC có nhiều vấn đề phát sinh hơn, chỉ số Z-Score của 2 năm 2002 và 2003 lần lượt là 1.92 và 2.60 tức là nằm trong vùng đáng báo động. Có nghĩa là công ty có khả năng rơi vào khánh kiệt tài chính, cùng với những khoản nợ không có khả năng thanh toán nếu tình hình không được cải thiện. Công ty chỉ hoàn toàn thoát khỏi áp lực tài chính kể từ năm 2006, năm mà công ty đã có những thành công vượt trội và cùng với sự khởi sắc của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Phân tích sâu hơn tình huống của công ty Bibica vào năm 2002, trong số các công ty giảm giá mạnh vào năm 2002, tình hình của công ty Bibica là xấu nhất, giá của Bibica đã giảm đến 52.3%, trong khi toàn thị trường, VN-index chỉ giảm 23.8%, nghĩa là Bibica giảm nhiều hơn thị trường 28.5%. Lúc đầu, khi mới có thông tin về việc cần xác định lại kết quả kinh doanh năm 2002 của công ty thì giá cổ phiếu giảm gần như tương đương với chỉ số VNI-index. Khi công ty hứa sẽ nộp báo cáo kiểm toán tình hình tài chính năm 2002 vào cuối tháng 3 năm 2003 nhưng đã không thực hiện lời hứa thì các nhà đầu tư đã phản ứng mạnh mẽ, giá cổ phần của công ty đã giảm mạnh hơn so với chỉ số chung của thị trường. Trong khoảng thời gian từ 1/04/2003 đến 25/06/2003 công ty đã 4 lần xin hoãn công bố báo cáo tài chính đã được kiểm toán. Thị trường đã hiểu đó là thông tin xấu và mỗi lần hoãn công bố thông tin là một lần giá giảm mạnh. Đây là một ví dụ điển hình về phản ứng mạnh mẽ của các nhà đầu tư đối với sự bất cân xứng về thông tin giữa lãnh đạo công ty và thị trường.

Trường hợp của Công Ty TNHH Kết Cấu Thép PEB

xem phụ lục 3 đính kèm

Mô hình Altman Z-Score áp dụng cho các công ty tư nhân

$$Z' = 0.717X_1 + 0.847X_2 + 3.107X_3 + 0.420X_4 + 0.998X_5$$

Các điểm ngưỡng cho chỉ số Z' này như sau:

Phá sản $Z' < 1.23$

Không rõ ràng $1.23 < Z' < 2.90$

Lành mạnh $2.90 < Z'$

Đây là một tình huống minh họa điển hình cho ảnh hưởng của liên kết nhóm đến khả năng kiệt quệ tài chính của một công ty. Ở đây, nhờ có liên kết nhóm với các công ty thành viên khác nên nhóm công ty này đã tạo nên một thị trường vốn nội bộ, có khả năng hỗ trợ lẫn nhau khi cần thiết.

Công ty TNHH Kết Cấu Thép PEB là DN 100% vốn nước ngoài do PEB Steel Indochina Ltd và công ty Thaoli International Pte, Ltd. đầu tư. Công ty hoạt động

Chỉ số Z-Scores trong ba năm 2005, 2006 và 2007 lần lượt là 0.53, 1.094 và 1.216, chứng tỏ là công ty đang có một tình hình tài chính tồi tệ, và đang bị kiệt quệ tài chính theo tiêu chuẩn của mô hình Z-Score. Nói cách khác, công ty luôn ở vào tình trạng không có khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn.

Theo tiêu chuẩn của mô hình Altman Z-Score thì công ty có khả năng phá sản rất lớn, thế nhưng trong thực tế điều đó không xảy ra, công ty luôn có được sự hỗ trợ về dòng tiền của các công ty liên kết nhóm với nó, đặc biệt là Công ty TNHH Nhà thép PEB, là đơn vị cung cấp đơn đặt hàng gia công cho Công Ty. Chuyện mất khả năng thanh toán đã chưa bao giờ xảy ra.

Đây là một tình huống sai điển hình của mô hình Z-Score khi áp dụng ở các nước có tỷ lệ công ty liên kết nhóm và có sở hữu chủ là ngân hàng cao như các nước Đông Á như đã trình bày ở phần II.

Nếu phân tích sâu hơn ta có thể thấy là tình hình tài chính công ty đang dần được cải thiện theo thời gian, thông qua việc chỉ số Z các năm sau cao hơn các năm trước, tức là không thể hiện xu hướng xói mòn theo thời gian. Biểu hiện xói mòn của chỉ số Z là một trong những bằng chứng rõ nhất để báo hiệu tình hình đang tồi tệ đi và khả năng phá sản tăng lên.

Trường hợp Công Ty Cổ Phần Cơ Điện Lạnh REE

xem phụ lục 4 đính kèm

Mô hình Alman Z-Score áp dụng cho các DN không sản xuất (non-manufacturer)

$$Z'' = 6.56X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4$$

Điểm ngưỡng cho mô hình này như sau:

Phá sản: $Z'' < 1.1$

Không rõ ràng : $1.1 < Z'' < 2.6$

Lành mạnh: $2.6 < Z''$

Có thể thấy rằng các chỉ số Z-Scores cho công ty REE đều khá tốt báo hiệu rằng công ty có tình hình tài chính lành mạnh.

4.1.2. NHỮNG ĐIỀU CẦN LƯU Ý KHI SỬ DỤNG MÔ HÌNH Z-SCORE

Ngày nay mô hình Z-Score được sử dụng bởi các kiểm toán viên, các nhà tư vấn quản trị tòa án cũng như một phần của các hệ thống dữ liệu dùng để đánh giá cho vay. Những người nói trên tán thành việc sử dụng các mô hình thống kê dựa vào các lập luận sau:

- Chúng chính xác hơn và dẫn đến một kết luận rõ ràng hơn đa phần các chỉ số thông thường. Chúng khoanh vùng phạm vi của những đánh giá không chắc chắn.
- Chúng tương đối nhất quán và làm bớt các đánh giá không chính xác và ngẫu nhiên mà một vài cá nhân có thể mắc phải.
- Tính tin cậy của chúng có thể được đánh giá theo thống kê. Chúng dựa vào kinh nghiệm quá khứ hơn là đơn thuần dựa vào ý kiến không rõ ràng của một ai đó.
- Chúng nhanh hơn và ít tốn kém hơn so với các công cụ truyền thống.
- Chúng có thể loại trừ hai thái cực của một nhóm mẫu DN. Chúng cho phép các nhà phân tích tập trung vào khu vực chưa rõ ràng nơi mà kinh nghiệm và phán đoán là cần thiết để bù đắp cho những gì mà máy tính thiếu hụt.
- Dựa trên kinh nghiệm với các mô hình tài chính, những người sử dụng phải ý thức đầy đủ về những điểm hạn chế liên quan. Một vài điểm hạn chế trong số đó là:
 - + Nhiều điểm số kết quả có thể rất lạ; khi các chỉ số thể hiện các giá trị bất thường chúng thường tạo ra những kết quả sai lầm. Thật rất nguy hiểm khi cho rằng các công cụ phức tạp có thể được sử dụng bởi những người chưa qua đào tạo. Họ có thể bị che mắt bởi sự phức tạp và chính xác bề ngoài. Những mô hình giúp chúng ta cải thiện một bước so với dữ liệu kế toán thô. Chỉ có những người

sử dụng kinh nghiệm mới có thể nhận ra mức độ không chính xác của thông tin như thỉnh thoảng vẫn xảy ra.

+ Các mô hình thông thường không cho một kết quả rõ ràng. Mỗi khi có nghi ngờ phát sinh chúng ta phải kiểm chứng bổ sung bằng các thông tin định tính.

+ Hầu hết những người sử dụng thiếu một cơ sở dữ liệu đầy đủ để xây dựng những mô hình cho riêng mình. Hệ quả là họ phải mua một mô hình được xây dựng sẵn (rất đắt tiền) hoặc dựa vào những mô hình chung như mô hình đã được đề cập ở đây và chúng có thể không đáp ứng được các yêu cầu cụ thể một cách chính xác.

4.2. CÁC GIẢI PHÁP NÂNG CAO KHẢ NĂNG DỰ BÁO VÀ GIẢI QUYẾT MỘT CÁCH HIỆU QUẢ TÌNH TRẠNG KHÁNH KIẾT TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM

4.2.1. NÂNG CAO TÍNH MINH BẠCH VÀ TRÁCH NHIỆM CỦA THÔNG TIN

Tính minh bạch là nguyên tắc tạo lập một môi trường, trong đó các thông tin về thực trạng hiện tồn, về các quyết định và các hoạt động đều dễ dàng tiếp cận, đều có thể thấy được và hiểu được đối với tất cả đối tượng tham gia thị trường. Việc công bố liên quan tới quá trình và phương pháp luận cung cấp thông tin, làm cho các quyết định chính sách được mọi người biết đến nhờ quá trình truyền bá kịp thời và công khai.

Tính trách nhiệm là yêu cầu đối với các đối tượng tham gia thị trường, bao gồm cả các cơ quan quản lý, phải lý giải được các hoạt động và các chính sách của mình và phải chịu trách nhiệm đối với quyết định và kết quả tạo ra.

Tính minh bạch là điều kiện cần để duy trì tính trách nhiệm giữa ba nhóm thành viên thị trường chính: những người đi vay và những người cho vay, các tổ chức phát hành và nhà đầu tư, các cơ quan quản lý nhà nước và các tổ chức tài chính quốc tế.

Tính minh bạch và tính trách nhiệm là những chủ đề được tranh cãi sôi nổi trong nhiều cuộc thảo luận về các chính sách kinh tế trong hơn mười lăm năm qua. Các nhà hoạch định chính sách đã quen với tính bảo mật. Tính bảo mật đã được xem như là một yếu tố cần thiết cho việc thực thi quyền lực, cùng với lợi ích kèm theo là che giấu được khả năng yếu kém của các nhà hoạch định chính sách. Tuy nhiên, tính bảo mật còn ngăn không cho các chính sách có được những ảnh hưởng đáng có. Nền kinh tế thế giới và các luồng tài chính thay đổi, theo hướng khiến quá trình quốc tế hóa và phụ thuộc lẫn nhau ngày càng tăng, đã và đang đặt vấn đề công khai lên hàng đầu khi hoạch định chính sách kinh tế. Các chính phủ mỗi nước, bao gồm cả các ngân hàng trung ương, nhận định ngày càng rõ ràng tính minh bạch (tức là sự công khai chính sách) sẽ làm tăng khả năng dự đoán và, vì thế, nâng cao hiệu quả của các quyết định chính sách. Tính minh bạch còn buộc các định chế phải đối mặt với tình hình thực tế và làm tăng trách nhiệm của các quan chức, đặc biệt là khi họ biết họ phải luận chứng quan điểm, quyết định và cuối cùng là hành động của mình. Do vậy sẽ khích lệ được việc đưa ra những điều chỉnh chính sách kịp thời.

Việc nâng cao tính minh bạch và tính trách nhiệm phần nào cũng còn là yêu cầu của các tổ chức thuộc khu vực tư nhân để hiểu và chấp nhận những quyết định chính sách có ảnh hưởng tới hành vi của họ. Tính minh bạch được nâng cao sẽ củng cố các quyết định kinh tế do các cơ quan khác trong nền kinh tế đưa ra. Tính minh bạch còn là một phương tiện để duy trì mức trách nhiệm, kỷ luật nội bộ và nâng cao chất lượng quản lý. Tính minh bạch và tính trách nhiệm nâng cao chất lượng của việc ra quyết định trong các cơ quan hoạch định chính sách cũng như là trong các cơ quan mà những quyết định của họ còn phụ thuộc vào việc hiểu và dự đoán các quyết định trong tương lai của các cơ quan hoạch định chính sách. Chi phí giám sát sẽ giảm thấp nếu các hành động và quyết định đều rõ ràng và dễ hiểu. Việc công chúng giám sát các tổ chức nhà nước, các cổ đông và người lao động giám sát việc quản lý công ty, các chủ nợ giám sát người đi vay và những người gửi tiền giám sát các ngân hàng đều trở nên dễ dàng hơn. Vì vậy, những quyết định kém chất lượng sẽ không được bỏ qua và phải được giải thích.

Tính minh bạch và tính trách nhiệm hỗ trợ lẫn nhau. Tính minh bạch củng cố tính trách nhiệm bằng cách làm cho việc giám sát được dễ dàng hơn, và tính trách nhiệm thì củng cố tính minh bạch qua việc khuyến khích các cơ quan làm sao để các lý do giải thích hành động của mình đều được mọi người biết đến và hiểu rõ. Tính minh bạch cùng với tính trách nhiệm sẽ:

- Đặt ra một nếp làm việc cho phép nâng cao chất lượng việc ra quyết định trong khu vực công cộng;
- Mang lại chính sách hiệu quả hơn bằng việc nâng cao sự hiểu biết của khu vực tư nhân về phản ứng của các nhà hoạch định chính sách đối với các sự kiện khác nhau trong tương lai.

Việc cung cấp thông tin minh bạch và có trách nhiệm về các đối tượng tham gia thị trường và về các hoạt động kinh doanh của những đối tượng này là rất cần thiết cho một thị trường hoạt động trật tự và hiệu quả, và đó là một trong những tiền đề quan trọng nhất để tạo nên kỷ luật thị trường. Để phó mặc thì bản thân các thị trường sẽ không thể tạo ra mức độ công khai thỏa đáng. Các lực lượng thị trường thông thường sẽ làm cân bằng các lợi ích cận biên và chi phí cận biên của việc công bố thêm thông tin và kết quả cuối cùng của nó có thể sẽ không phải là cái mà các đối tượng trên thị trường cần đến .

Xu hướng tự do hóa thị trường tài chính và thị trường vốn vào những năm 80 của thế kỷ 20 làm cho các thị trường tài chính ngày càng trở nên thiếu ổn định, làm tăng nhu cầu có thêm thông tin để làm công cụ đảm bảo sự ổn định về tài chính. Vào những năm 90, khi xu hướng tự do hóa thị trường tài chính và vốn dâng cao, gây sức ép, đòi hỏi phải cung cấp thông tin hữu ích trong cả khu vực tài chính lẫn khu vực tư nhân; các yêu cầu tối thiểu về công bố thông tin lúc đó là đánh giá chất lượng và dung lượng thông tin cần cung cấp cho các đối tượng tham gia thị trường và cho công chúng nói chung. ***Do việc cung cấp thông tin trở nên vô cùng cần thiết giúp ổn định thị trường nên các cơ quan quản lý còn xem chất lượng thông tin như một sự ưu tiên cao độ. Khi chất lượng thông tin do các thành viên tham gia thị trường và các cơ quan quản lý đòi hỏi được cải thiện thì các tổ chức cũng***

sẽ phải thực hiện tốt việc cải tiến các hệ thống thông tin nội bộ của mình để tạo uy tín là tổ chức cung cấp thông tin có chất lượng.

Việc công bố rộng rãi thông tin DN chỉ thực hiện được khi có các tiêu chuẩn kế toán tốt và phương pháp công bố thông tin thỏa đáng. Việc công bố rộng rãi này thường bao gồm việc cho xuất bản thông tin định tính và định lượng thích hợp trong các báo cáo tài chính hằng năm mà những báo cáo này thường đi kèm theo với các báo cáo tài chính nội bộ và các thông tin có liên quan khác. Để cung cấp thông tin cần có chi phí, vì vậy, khi xác định các yêu cầu công bố thông tin thì phải đánh giá tính hữu ích công bố thông tin cho công chúng trong mối tương quan với chi phí mà DN phải bỏ ra.

Tính kịp thời trong công bố thông tin cũng là điều quan trọng. Việc công bố các thông tin tiêu cực cho công chúng không đủ hiểu biết tường tận để lý giải đúng thông tin có thể gây tổn hại đến bản thân công ty đang được đề cập. Khi thông tin không đủ chất lượng hoặc những người sử dụng dường như không có đủ khả năng giải thích đúng đắn thông tin, thì đòi hỏi việc công bố thông tin phải được chia ra từng bước, và ngày càng chặt chẽ nghiêm ngặt hơn. Về lâu dài mà nói thì một chế độ công bố thông tin đầy đủ là có ích, ngay cả nếu trước mắt gặp phải một số khó khăn, vì chi phí cho hệ thống tài chính không đủ minh bạch, xét cho cùng cao hơn chi phí phải bỏ ra để đảm bảo cho tính minh bạch.

Tuy nhiên, điều cần nhớ là tính minh bạch, tự thân nó, không phải là liều thuốc bách bệnh. Tính minh bạch và tính trách nhiệm tự bản thân chúng không phải là đích cuối cùng. Chúng được đưa ra nhằm trợ giúp cho việc nâng cao hiệu suất kinh tế và có thể củng cố hoạt động của thị trường tài chính quốc tế bằng cách nâng cao chất lượng ra quyết định và quản lý rủi ro của mọi đối tượng tham gia thị trường, kể cả các cơ quan quản lý nhà nước. *Tính minh bạch không thể làm thay đổi bản chất của hệ thống tài chính hoặc những rủi ro nằm trong hệ thống tài chính đó. Nó không thể ngăn ngừa khủng hoảng tài chính nhưng nó có thể làm dịu đi phản ứng của các đối tượng tham gia thị trường trước những thông tin bất lợi. Tính*

minh bạch, vì thế, giúp cho các đối tượng này dự đoán và đánh giá được thông tin xấu và làm giảm nhẹ khả năng gây hoảng loạn và bế tắc.

Đối với xã hội, minh bạch sẽ giúp phân bổ nguồn lực xã hội một cách hiệu quả. Khi minh bạch, về nguyên tắc, tài sản và nguồn lực của xã hội sẽ có cơ hội tìm đến người sử dụng nó hiệu quả nhất. Chắc chắn rằng, việc đấu giá đất công khai sẽ chọn ra được ông chủ sử dụng một cách hiệu quả hơn nhiều so với cơ chế giao đất, phân đất “trong bóng tối”.

Đối với nhà đầu tư, sự minh bạch có ý nghĩa quan trọng đối với việc giảm thiểu chi phí, giảm rủi ro cho DN và nhà đầu tư. Khi nhà đầu tư dễ dàng trong tiếp cận thông tin, nhanh chóng trong thực hiện các thủ tục hành chính, tiên liệu được các thay đổi về chính sách thì rõ ràng có động lực để quyết định đầu tư lớn và lâu dài.

Đối với bộ máy nhà nước, minh bạch có vai trò rất quan trọng trong giảm thiểu tham nhũng. Đòi hỏi về minh bạch còn tạo ra được sức ép để bộ máy nhà nước vận hành tốt hơn. Như ý kiến của giáo sư Joseph Stiglitz, người đoạt giải Nobel về kinh tế năm 2001, việc quan chức muốn che giấu thông tin không chỉ là che giấu chuyện tham nhũng mà cả sự bất lực của mình.

Không như cơ sở hạ tầng “cứng” (đường sá, cảng biển, chất lượng nhân lực...) khó cải thiện trong một sớm một chiều, tính minh bạch chính là một trong những cơ sở hạ tầng "mềm" mà địa phương có thể tập trung cải thiện trong thời gian ngắn để cạnh tranh hơn trong thu hút đầu tư và phát triển DN. Đây có thể được xem là lựa chọn khôn ngoan trong điều kiện nguồn lực có hạn.

Theo một điều tra vừa được công bố gần đây của Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (VCCI) và Dự án Nâng cao Năng lực cạnh tranh VN (VNCCI), tính minh bạch được các DN tư nhân đánh giá là cản trở nhất trong môi trường kinh doanh hiện nay. Kém minh bạch dường như là vấn đề chung của tất cả các địa phương. Để nâng cao tính minh bạch, công khai thông tin thôi chưa đủ. Cần thúc đẩy khả năng tiếp cận thông tin cho các DN, công bằng trong việc tiếp cận thông tin đối với mọi đối tượng, nhất quán trong cung cấp thông tin và thực hiện, mọi chính sách đưa ra có khả năng dự đoán trước và có thái độ cởi mở.

Công khai tất cả các thông tin về chính sách thu hút đầu tư, quy hoạch, định hướng, kế hoạch phát triển kinh tế của tỉnh, các thống kê về tình hình kinh tế - xã hội của địa phương, các thủ tục hành chính cụ thể... là yêu cầu quan trọng. Để mọi DN, đặc biệt là các DN nhỏ và vừa có thể tiếp cận, những thông tin này cần được niêm yết công khai, thuận tiện cho người cần sử dụng như đưa lên Internet qua trang web của tỉnh, cung cấp các thông tin có liên quan bằng CD room, đĩa mềm, phát hành các bản tin định kỳ miễn phí, thành lập các bộ phận hỗ trợ cung cấp thông tin tại các cơ quan xúc tiến đầu tư và liên quan đến hoạt động đầu tư...

Việc tiếp cận thông tin cần phải bình đẳng giữa các nhà đầu tư, các DN. Các quy hoạch đều được công khai cho tất cả mọi người. Thủ tục hành chính, thủ tục đầu tư cần được công bố công khai và được thực hiện một cách nhất quán. Để bảo đảm quy trình này cần thành lập bộ máy để tiếp nhận nhanh chóng các phản hồi từ nhà đầu tư và DN.

Bên cạnh đó, chính quyền cần thường xuyên hay định kỳ, cần tổ chức đối thoại công khai, cởi mở, cầu thị và thực chất giữa cơ quan Nhà nước có liên quan và các DN.

Minh bạch tài chính, thuật ngữ dùng để chỉ mức độ chính xác, sự rõ ràng, trung thực của hoạt động tài chính và các báo cáo tài chính của các tổ chức kinh tế. Minh bạch tài chính chỉ có giá trị khi nó được kiểm toán bởi tổ chức kiểm toán có uy tín. Một DN khi đã đạt được mức độ minh bạch tài chính cũng đồng nghĩa với các chiến lược kinh doanh sẽ rõ ràng và hiệu quả vì chúng được dựa trên những thông tin xác thực để tính toán tính khả thi.

Phần lớn DN Việt Nam hiện vẫn chưa thực hiện được minh bạch tài chính. Nó xuất phát từ việc các DN luôn mang tâm lý phòng thủ đối với các cơ quan quản lý nhà nước (như thuế, công an, quản lý thị trường...). Bên cạnh đó, khung pháp lý hiện chưa thực sự đầy đủ và hoàn thiện để ổn định môi trường kinh doanh tạo sự cạnh tranh không lành mạnh trên thương trường khiến các DN phải dè chừng đối thủ. Vì thế, DN không muốn công khai nội tình. Hơn nữa, nhiều DN vẫn chưa chịu mất phí

cho việc thuê kiểm toán độc lập. Do vậy, báo cáo tài chính thì vẫn đến hạn lại lên nhưng mức độ giá trị thì không thể định lượng.

Quản trị công ty theo Tổ chức hợp tác phát triển kinh tế (OECD) gồm các tiêu chí: Thúc đẩy thị trường minh bạch, hiệu quả; Bảo vệ và tạo điều kiện thực hiện các quyền của cổ đông; Đảm bảo có sự đối xử bình đẳng đối với mọi cổ đông, trong đó có cổ đông thiểu số và cổ đông nước ngoài; Đảm bảo thông tin kịp thời và chính xác về các vấn đề thực tế liên quan đến công ty; Nâng cao hiệu quả quản lý của Hội đồng quản trị và trách nhiệm của Hội đồng đối với cổ đông.

Tại Việt Nam, Luật DN 2005 đã đề ra một số quy định cơ bản về quản trị công ty đối với công ty cổ phần theo nguyên tắc quốc tế. Tiếp đó, Luật Chứng khoán quy định các công ty đại chúng thực hiện nguyên tắc quản trị công ty theo Luật DN. Riêng đối với các công ty niêm yết, yêu cầu về quản trị công ty khắt khe hơn.

Nhưng việc thực thi quản trị công ty ở Việt Nam đang gặp rất nhiều khó khăn bởi đây là vấn đề mới, nhất là khi hệ thống pháp lý còn thiếu và yếu. ***Điều cần làm là phải xây dựng ngay một bộ quy tắc thống nhất cho hoạt động quản trị công ty, ban đầu bắt buộc áp dụng một số tiêu chí cho các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán và NHTM, sau đó mở rộng phạm vi áp dụng và các nguyên tắc quản trị công ty tốt cho các DN Việt Nam nói chung. Thống nhất các quy định về kế toán, kiểm toán theo chuẩn mực quốc tế và mở rộng việc kiểm toán bắt buộc kèm theo công bố thông tin đối với các công ty đại chúng và DNNN.***

Quản trị công ty tốt không chỉ DN được lợi mà chính phủ còn đảm bảo được sự ổn định trong điều hành nền kinh tế. Phía DN quản trị tốt, sẽ giảm chi phí vốn do các ngân hàng dễ dàng cho vay vốn và cổ đông thì sẵn sàng góp vốn. Thông qua việc thu hút vốn thuận lợi, DN có khả năng ổn định tài chính, đầu tư để tăng khả năng tăng trưởng.

Phía chính phủ, thực thi cho các DN áp dụng quản trị công ty tốt sẽ ổn định được thị trường vốn, tăng đầu tư, tạo ra nhiều việc làm và tăng trưởng kinh tế. Quan trọng nữa là bảo vệ các nhà đầu tư sẽ thúc đẩy ổn định tài chính.

4.2.2. PHÁT TRIỂN HỆ THỐNG ĐÁNH GIÁ XẾP HẠNG TÍN NHIỆM DOANH NGHIỆP VIỆT NAM THEO TIÊU CHUẨN QUỐC TẾ

Với hiện trạng hiện nay của Việt Nam, như đã đề cập ở phần 3.3 một mô hình tương tự như Forbes 500 hay Fortune 500, cũng là điều nhiều nhà đầu tư đang mong mỏi. Tuy vậy, áp dụng mô hình hiện đại như vậy không phải là điều dễ dàng. Chẳng hạn, nếu theo mô hình Forbes 500 và chỉ dựa trên những chỉ tiêu hiện tại để đánh giá như: doanh thu, tài sản, tốc độ tăng trưởng, lợi nhuận và số lao động thì vẫn gặp nhiều hạn chế như: tài sản của các DNNN rất khó xác định và thường không tính đủ (vấn đề về sở hữu đất đai, vấn đề cấp phát vốn của Nhà nước, vấn đề công nợ của các DNNN...) hoặc sự mất cân bằng giữa lao động trong các ngành như dệt may và tài chính ngân hàng... đồng thời cả sự hạn chế về hệ thống cơ sở dữ liệu, sự không thống nhất trong mô hình quản lý hạch toán của các tổng công ty nhà nước và các đơn vị thành viên.

Bên cạnh đó, nền kinh tế của Việt Nam đang trong giai đoạn chuyển đổi, do vậy sẽ gây khó khăn cho việc xác định mô hình sở hữu cũng như tổng hợp dữ liệu. Về tổng thể, vẫn có thể đưa ra bức tranh tổng quát về xếp hạng DN, tuy nhiên, kết quả đưa ra sẽ có nhiều sai lệch.

Theo nhìn nhận của các chuyên gia từ CRV thì với hiện trạng cơ sở dữ liệu cũng như tình hình thực tế các DN hiện nay của Việt Nam, mô hình đánh giá của Standard & Poors, Moodys... là phù hợp nhất. Đối với ngành xếp hạng tín nhiệm DN tại Việt Nam, câu khẩu hiệu: Độc lập, khách quan, trung thực mới chỉ là điều kiện cần. Đó là lý do để CRV phải kỳ công xây dựng một quy trình đánh giá khoa học, bài bản sát thực. Trên cơ sở nghiên cứu kỹ quy trình của các Tập đoàn lớn Standard & Poors, Moodys... CRV sẽ xây dựng cho mình một quy trình đánh giá phù hợp với điều kiện hoàn cảnh thực tiễn Việt Nam. Với sự tham vấn của các chuyên gia tài chính hàng đầu trong và ngoài nước, CRV liên tục chỉnh sửa để hoàn thiện không ngừng quy trình đó.

Tại Việt Nam, việc XHTD là công việc khá mới mẻ, nên chắc chắn sẽ không tránh khỏi các sai sót trong việc điều tra thu thập số liệu thống kê, cũng như lúng túng về

mặt phương pháp luận, cách thức triển khai thực hiện. Tuy nhiên với nhu cầu ngày càng cấp bách về thông tin tín dụng DN. Trong thời gian tới, ngành xếp hạng Việt Nam sẽ có những bước phát triển mạnh mẽ nhằm theo kịp xu hội nhập kinh tế toàn cầu.

4.2.3. HOÀN THIỆN LUẬT PHÁP SẢN VÀ CÁC VĂN BẢN HƯỚNG DẪN CÓ LIÊN QUAN CẢ VỀ MẶT LÝ LUẬN VÀ KHẢ NĂNG THỰC HIỆN

4.2.3.1 TẬP TRUNG VÀO CÁC GIẢI PHÁP TĂNG CƯỜNG TÍNH THỰC THI CỦA LUẬT PHÁP SẢN

Quy định rõ ràng về quyền hạn và nghĩa vụ, cũng như các biện pháp chế tài đối với Giám Đốc DN, đặc biệt là DNNN: Theo lý thuyết hành vi (behaviour theory), bất cứ một cá nhân nào luôn hành động vì lợi ích của bản thân họ. Bất cứ một tổ chức, một doanh nghiệp nào hoạt động đều có mục đích và vì lợi ích của họ. Lợi ích của một cá nhân và tập thể có thể rơi vào một trong ba trường hợp đó là: Lợi ích của cá nhân hoàn toàn khác biệt với lợi ích của tập thể; lợi ích của cá nhân có phần trùng lặp với lợi ích tập thể; và lợi ích cá nhân hoàn toàn trùng khớp với lợi ích tập thể. Trong ba trường hợp này, trường hợp thứ hai là phổ biến nhất. Khi hành động ở vùng giao nhau thì tập thể sẽ có lợi, ngược lại thì tập thể sẽ không có lợi, thậm chí còn bị thiệt hại rất lớn.

Cũng theo lý thuyết hành vi hay lý thuyết trò chơi, một cá nhân sẽ luôn chọn phương án hành động nếu hành động của họ chỉ mang lại lợi ích cho họ mà không có tổn thất hoặc gần như họ không mất gì.

Vì vậy, để hành động cá nhân có lợi cho tổ chức, thì tổ chức hay DN phải tạo ra cơ chế sao cho vùng giao nhau là lớn nhất, luôn luôn khuyến khích đồng thời với chế tài (chính sách cây gậy và củ cà rốt) để các cá nhân hành động trong vùng giao nhau mà không hành động ở vùng riêng. Điều này làm cho lợi ích của tổ chức và cá nhân là nhất quán với nhau. Tuy nhiên, trong một DN, mâu thuẫn giữa người điều hành và người sở hữu (agency problem) là vấn đề rất khó giải quyết do vấn đề khác biệt về lợi ích, vấn đề thông tin bất cân xứng thường hay xảy ra. Để giải quyết vấn đề

này thì các chủ sở hữu hay thực hiện nhất là dùng chính sách thưởng cổ phiếu để các nhà điều hành của DN hành động theo hướng làm cực đại giá trị của công ty, hoặc dùng chính sách thưởng theo doanh số, lợi nhuận mà cá nhân đó làm ra. Nếu không có chính sách như vậy, thì hành động của các nhà điều hành này sẽ thiếu đi sự toàn tâm toàn ý vì lợi ích chung. Những vấn đề, mâu thuẫn trên đều rơi vào hầu hết các DNNN ở Việt Nam hiện nay.

Một DN muốn phát triển bền vững trong dài hạn thì các hoạt động của DN phải tập trung vào mục đích quan trọng nhất là làm giá trị của công ty ngày càng tăng và ổn định lâu dài. Tuy nhiên nhiều DNNN lợi nhuận, hiệu quả trong hoạt động sản xuất kinh doanh chưa được xem là tiêu chí quan trọng nhất mà thường chạy theo quy mô, doanh số, phạm vi hoạt động, thậm chí cả chức năng giúp Chính phủ điều tiết xã hội. Mặt khác, do cơ chế cơ quan chủ quản hiện nay, nhà nước không muốn cho các DN thuộc ngành, địa phương mình bị giải thể, phá sản nên thường có những ưu đãi cho DN khó khăn. Nếu DN nào làm ăn hiệu quả thì không được hưởng ưu đãi mà còn phải đóng góp nhiều cho ngành, địa phương, nhà nước. Điều này tạo ra tâm lý y lại cho các DN không muốn hoạt động kinh doanh hiệu quả mà thường báo cáo khó khăn để được hưởng ưu đãi.

Trong DNNN, sở hữu doanh nghiệp là toàn dân. Chính phủ đại diện cho toàn dân quản lý phần vốn, tài sản này. Chính phủ giao cho hội đồng quản trị hay giám đốc quản lý, sử dụng phần vốn nhà nước tại các DN. Luật DNNN năm 1995 quy định người điều hành DNNN có nghĩa vụ sử dụng có hiệu quả, bảo toàn và phát triển vốn do nhà nước giao, bao gồm cả phần vốn đầu tư vào DN khác nếu có; nhận và sử dụng có hiệu quả tài nguyên, đất đai và các nguồn lực khác do nhà nước giao cho DN. Nhưng Luật DNNN năm 1995 không quy định rõ việc bãi miễn những người điều hành DN khi DN hoạt động kinh doanh không hiệu quả, Luật DNNN năm 2003 có quy định người điều hành DN bị miễn nhiệm, chấm dứt hợp đồng trước thời hạn trong các trường hợp để công ty lỗ hai năm liên tiếp hoặc không đạt chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận trên vốn nhà nước đầu tư hai năm liên tiếp hoặc ở trong tình trạng lỗ lãi đan xen nhau nhưng không khắc phục được, trừ các trường hợp lỗ hoặc

giảm tỷ suất lợi nhuận trên vốn nhà nước đầu tư được cấp có thẩm quyền phê duyệt; lỗ hoặc giảm tỷ suất lợi nhuận trên vốn nhà nước đầu tư có lý do khách quan được giải trình và được cơ quan có thẩm quyền chấp nhận; đầu tư mở rộng sản xuất, đổi mới công nghệ. Với quy định như vậy, khi hoạt động thực tế thì “lý do khách quan” thường được sử dụng nhất nếu DN hoạt động không hiệu quả. ***Mặt khác trong Luật Phá Sản DN 2004 quy định hoạt động kinh doanh bị thua lỗ liên tục sẽ bị làm thủ tục phá sản. Nhưng trong thực tế, hầu như chưa có DN nào bị lỗ liên tục hai năm mà phải phá sản.***

Luật DNNN 2003 quy định những người điều hành DN được hưởng chế độ lương theo năm. Mức tiền lương và tiền thưởng tương ứng với hiệu quả hoạt động của công ty, do người quyết định bổ nhiệm quyết định hoặc theo hợp đồng đã ký. Tiền lương được tạm ứng hàng tháng, quyết toán hàng năm. Tiền thưởng hàng năm được tính dựa vào kết quả kinh doanh năm của công ty, chi trả một phần vào cuối năm, phần còn lại được chi trả sau khi đã kết thúc nhiệm kỳ. Trong thực tế, mức lương của các cấp điều hành DNNN rất thấp do với những người có vị trí tương tự ở các DN có vốn đầu tư nước ngoài, DN tư nhân. Tuy nhiên đó chỉ là phần thu nhập nội. Với cơ chế phân quyền và chế tài trách nhiệm rất không rõ ràng làm cho những người điều hành DNNN có lợi ích và quyền lực rất lớn, ngược lại trách nhiệm và nghĩa vụ thì rất chung chung. Kết quả là nhiều người điều hành DN chỉ tập trung làm lợi cho cá nhân, thay vì cho DN mình, và vấn đề lo củng cố quyền lực, địa vị là không thể tránh khỏi. Kết quả chung lại là DNNN sẽ mất đi tính cạnh tranh và động lực phấn đấu, dễ dàng thua lỗ trong kinh doanh. ***Khi thua lỗ triền miên lại tìm cách bào chữa cho các lý do khách quan, dựa vào mối quan hệ sẵn với cấp chủ quản, khiến không thể áp dụng luật phá sản được.***

Luật DN thống nhất đã được Quốc Hội thông qua ngày 29/11/2005 và có hiệu lực từ ngày 01/07/2006. Mục tiêu của Luật DN thống nhất này là xem tất cả các loại hình DN là bình đẳng và có cùng một “sân chơi”. Tuy nhiên theo điều 166, phạm vi điều chỉnh DNNN lại được dời chậm nhất đến ngày 01/07/2010, tức bốn năm sau

khi luật DN thống nhất có hiệu lực. Vì thế trước thời điểm này, sự bình đẳng về đối xử đối với các loại hình DN là chưa thể có được.

Những phân tích trên gợi ý rằng để tăng cường tính thực thi của Luật Phá Sản, ***điều cần thiết là phải tăng cường các quy định xử lý người đứng đầu các DNNN và quy trình, trách nhiệm của cấp chủ quản trong việc chấp thuận phá sản đối với các DNNN bị khánh kiệt tài chính không thể phục hồi.***

Tính khả thi của Luật Phá sản có quan hệ tỷ lệ thuận với thời gian chính thức để giải quyết một vụ phá sản, mức độ tổn kém của các thủ tục và giá trị có thể thu hồi. Theo báo cáo xếp hạng môi trường kinh doanh năm 2008 do Tập Đoàn Tài Chính Quốc Tế IFC và Ngân Hàng Thế Giới công bố, Việt Nam được xếp ở vị trí 91. Trong đó, ở tiêu chí thứ 10, giải thể DN, báo cáo cho rằng việc giải quyết các trường hợp phá sản DN ở Việt Nam còn kém hiệu quả, xếp hạng 121/178. Thủ tục phá sản phải mất ít nhất 5 năm, tổn kém đến 15% giá trị tài sản của DN. Đối với những DN vỡ nợ thì các bên liên quan chỉ thu hồi được 18% giá trị tài sản. Vì thế, rất ít DN tuân theo các quy định và thủ tục chính thức khi muốn dừng hoạt động.

Vì vậy để Luật Phá Sản thực sự có tính khả thi thì cần phải đơn giản hóa, rút ngắn thời gian xử lý một vụ phá sản. Nâng cao giá trị thu hồi thực tế. Để làm được việc này cần phải tiếp tục cải cách hành chính, bổ sung các hướng dẫn cần thiết cũng như cần sự vận hành hiệu quả của một thị trường thứ cấp cho việc thanh lý các tài sản của các DN bị kiệt quệ tài chính đến mức phải xử lý phá sản.

4.2.3.2. SỚM BAN HÀNH QUY ĐỊNH HƯỚNG DẪN THỦ TỤC PHÁ SẢN CHO CÁC TCTD

Theo quy định của Luật Các TCTD năm 1997 và Luật Sửa đổi bổ sung một số điều của Luật Các TCTD ngày 15/06/2004, “TCTD là DN được thành lập theo Luật Các TCTD và các quy định khác của pháp luật để hoạt động ngân hàng” (Khoản 1, Điều 20). Như vậy, TCTD là một DN trong nền kinh tế quốc dân hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng. Các TCTD, trong đó nòng cốt là các ngân hàng, thực hiện toàn bộ hoạt động ngân hàng và các hoạt động kinh doanh khác có liên quan, bao gồm các

hoạt động kinh doanh tiền tệ và dịch vụ ngân hàng với nội dung thường xuyên là nhận tiền gửi, sử dụng số tiền này để cấp tín dụng và cung ứng các dịch vụ thanh toán. Các quan hệ tín dụng được dựa trên uy tín của các bên. Một khi uy tín của TCTD mất đi do mất khả năng thanh toán, chi trả các khoản nợ cho người gửi tiền thì uy tín cũng như vị thế của TCTD trên thị trường bị giảm sút, và hệ quả là khách hàng ào ạt đến rút tiền, làm trầm trọng thêm tình trạng mất khả năng thanh toán của TCTD. Không chỉ có vậy, do tính đặc thù của hoạt động ngân hàng, các TCTD có mối liên hệ chặt chẽ với nhau, nên nếu một TCTD lâm vào tình trạng mất khả năng thanh toán, sẽ ảnh hưởng đến các TCTD khác, gây nên tình trạng mất khả năng thanh toán hàng loạt (ảnh hưởng tới toàn hệ thống). Mặt khác, trong hoạt động, các TCTD cũng có những hoạt động đầu tư khác như mua cổ phần tại các công ty, đầu tư kinh doanh bất động sản, kinh doanh các ngành nghề khác... Do đó, khi chủ nợ có yêu cầu TCTD thanh toán các khoản nợ đến hạn phát sinh từ quan hệ kinh tế này mà TCTD không có khả năng thanh toán, thì TCTD có được coi là lâm vào tình trạng phá sản hay không? Chính vì vậy, việc xác định thời điểm TCTD lâm vào tình trạng phá sản có ý nghĩa rất quan trọng. Do đó, cần phải giải quyết các vấn đề sau:

Thứ nhất, nếu xác định thời điểm TCTD mất khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn sớm như quy định tại Luật Phá sản năm 2004, cần hướng dẫn cụ thể khái niệm nợ, các khoản nợ đến hạn, giới hạn các khoản nợ cũng như trình tự xử lý các khoản nợ để khôi phục lại khả năng chi trả của TCTD cũng như các giải pháp mà TCTD đã áp dụng để xác định dấu hiệu TCTD lâm vào tình trạng phá sản. Đồng thời, cần làm rõ các khái niệm nợ có liên quan mang tính vốn có của TCTD như nợ khó đòi, nợ quá hạn, nợ khoanh chờ xử lý... để cùng làm sáng tỏ bản chất của việc lâm vào tình trạng phá sản của TCTD có đúng với tình trạng tài chính thực của chúng hay không. Trên cơ sở đó, các chủ nợ, Ngân hàng Nhà nước, Tòa án mới có được cơ sở để quyết định áp dụng thủ tục phù hợp (phục hồi hay phá sản TCTD).

Theo tinh thần của Luật Phá sản, khi DN, hợp tác xã không thanh toán được các khoản nợ đến hạn cho các chủ nợ thì chủ nợ có quyền nộp đơn yêu cầu tuyên bố phá sản DN. Tuy nhiên, chúng ta đều biết, các TCTD là các trung gian tài chính, đi vay

để cho vay và có đối tượng đi vay (người gửi tiền) rất đa dạng. Vì vậy, khi TCTD không có khả năng chi trả các khoản tiền gửi đến hạn cho người gửi tiền thì đương nhiên, người gửi tiền có quyền nộp đơn yêu cầu tuyên bố phá sản TCTD đó, bất kể khoản tiền gửi là bao nhiêu. Vấn đề đặt ra từ quy định của Luật Phá sản là ở chỗ, nếu TCTD mất khả năng chi trả một khoản tiền gửi có giá trị không lớn (khoảng vài chục triệu đồng) thì TCTD đó có thật sự lâm vào tình trạng phá sản hay không, nhất là trong điều kiện cạnh tranh hiện nay, có không ít TCTD lợi dụng vấn đề này để làm ảnh hưởng đến uy tín của TCTD khác. Vấn đề này sẽ giải quyết như thế nào? Tâm lý chung của bất cứ người gửi tiền nào cũng đều mong muốn sau khi hết hạn thì họ được hoàn trả cả gốc và lãi. Nếu biết tin TCTD lâm vào tình trạng phá sản tức là họ có nguy cơ mất cả gốc lẫn lãi, nên họ ào ạt đến rút tiền sẽ gây ảnh hưởng đến hoạt động bình thường của TCTD, mặc dù trên thực tế, TCTD chưa lâm vào tình trạng phá sản. Như vậy, áp dụng Luật Phá sản đối với TCTD cần phải đặt ra giới hạn mức nợ đến hạn không có khả năng thanh toán để xác định đúng khả năng tài chính của TCTD, là căn cứ để xác định TCTD có lâm vào tình trạng phá sản hay không.

Thứ hai, làm rõ mối quan hệ giữa quy chế kiểm soát đặc biệt, bước chuyển từ tình trạng kiểm soát đặc biệt sang tình trạng phá sản và tình trạng phá sản của DN theo quy định của Luật Các TCTD năm 1997 và Luật Sửa đổi bổ sung một số điều Luật Các TCTD 15/06/2004 và theo quy định của Luật Phá sản 2004. Kiểm soát đặc biệt là việc một TCTD được đặt dưới sự kiểm soát trực tiếp của Ngân hàng Nhà nước do có nguy cơ mất khả năng thanh toán, mất khả năng chi trả. TCTD có thể bị đặt vào tình trạng kiểm soát đặc biệt trong các trường hợp sau: Có nguy cơ mất khả năng chi trả; nợ không có khả năng thu hồi có nguy cơ mất khả năng thanh toán; khi số lỗ lũy kế của TCTD lớn hơn 50% tổng số vốn điều lệ thực có và các quỹ. Như vậy, khi TCTD có nguy cơ lâm vào tình trạng bị kiểm soát đặc biệt, thì tự TCTD đó phải phát hiện và báo cáo cho Ngân hàng Nhà nước để có biện pháp hỗ trợ. Ngoài ra, khi lâm vào tình trạng bị kiểm soát đặc biệt, TCTD không được phép công khai tình trạng mất khả năng thanh toán của mình cho công chúng biết, bởi nếu công chúng

biết thì họ sẽ đồng loạt đến rút tiền tại các TCTD, làm tăng nguy cơ phá sản của TCTD.

Như vậy, điểm khác cơ bản giữa kiểm soát đặc biệt TCTD và tình trạng phá sản của TCTD là ở chỗ tính công khai, sự hiểu biết của chủ nợ, của khách hàng về tình trạng tài chính của TCTD. Khi một TCTD bị đặt vào tình trạng kiểm soát đặc biệt, những thông tin về TCTD đó gần như chỉ có TCTD và Ngân hàng Nhà nước biết mà không công bố rộng rãi cho công chúng. Điểm khác biệt này do tính chất đặc thù của hoạt động ngân hàng, đó là tính rủi ro hệ thống và những ảnh hưởng của nó tới sự ổn định kinh tế- xã hội. Giới hạn để xác định tình trạng kiểm soát đặc biệt là trước khi đến hạn thanh toán, chi trả các khoản nợ, còn tình trạng phá sản là khi các khoản nợ đến hạn, chủ nợ có yêu cầu nhưng TCTD không có khả năng thanh toán.

Bước chuyển từ tình trạng kiểm soát đặc biệt sang tình trạng phá sản là sau khi Ngân hàng Nhà nước đã có văn bản về việc không áp dụng hoặc chấm dứt áp dụng các biện pháp phục hồi khả năng thanh toán của TCTD mà TCTD đó vẫn mất khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn và đến đây, các chủ nợ mới có quyền nộp đơn yêu cầu tuyên bố phá sản TCTD. Vậy, khi không có văn bản của Ngân hàng Nhà nước về việc không áp dụng hoặc chấm dứt áp dụng các biện pháp phục hồi khả năng thanh toán của TCTD mà TCTD đó vẫn mất khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn thì các chủ nợ có quyền nộp đơn yêu cầu tuyên bố phá sản hay không?

Hiện nay, có sự mâu thuẫn giữa Luật Các TCTD và Luật Phá sản về quyền nộp đơn yêu cầu tuyên bố phá sản TCTD của các chủ nợ. Theo quy định của Luật Các TCTD, một TCTD bị đặt vào tình trạng phá sản khi có văn bản của Ngân hàng Nhà nước về việc không áp dụng hoặc chấm dứt áp dụng biện pháp phục hồi khả năng thanh toán thì đó là căn cứ để xem xét tính hợp lệ của đơn yêu cầu tuyên bố phá sản của chủ nợ. Nói cách khác, quyền nộp đơn yêu cầu tuyên bố phá sản của chủ nợ đối với TCTD bị vô hiệu hoá khi không có một quyết định hành chính của Ngân hàng Nhà nước. Trong khi đó, theo tinh thần của Luật Phá sản, quyền nộp đơn yêu cầu tuyên bố phá sản TCTD là một quyền đòi nợ để bảo đảm các quyền về tài sản của

chủ nợ, theo đó, chủ nợ có quyền nộp đơn yêu cầu tuyên bố phá sản TCTD khi TCTD không thanh toán các khoản nợ đến hạn cho chủ nợ mà không lệ thuộc vào bất cứ một cơ quan hay tổ chức nào. Bất cứ chủ thể hoặc quy định pháp lý nào có nội dung hạn chế hay ngăn cản quyền nộp đơn yêu cầu tuyên bố phá sản của chủ nợ là cản trở việc thực hiện quyền sở hữu tài sản theo qui định của Bộ Luật Dân sự. Nói cách khác, quyền nộp đơn yêu cầu tuyên bố phá sản TCTD là một phương thức bảo vệ quyền sở hữu tài sản của chủ nợ.

Như vậy, rõ ràng Ngân hàng Nhà nước cần có những hướng dẫn cụ thể để giải quyết mâu thuẫn trên giữa hai văn bản pháp luật điều chỉnh vấn đề quyền nộp đơn yêu cầu tuyên bố phá sản TCTD. Về nguyên tắc, khi TCTD lâm vào tình trạng phá sản thì không cần Ngân hàng Nhà nước phải có văn bản về việc không áp dụng hoặc ngừng các biện pháp hỗ trợ vì các giải pháp đó đã được thực hiện trong khoảng thời gian kiểm soát đặc biệt của Ngân hàng Nhà nước đối với TCTD. Việc bãi bỏ qui định này là hoàn toàn phù hợp với tinh thần cải cách hành chính trong lĩnh vực Ngân hàng, theo đó, Ngân hàng Nhà nước với tư cách là người quản lý, định hướng, hỗ trợ hoạt động cho các TCTD khi TCTD lâm vào tình trạng kiểm soát đặc biệt, còn những vấn đề khác liên quan đến hoạt động của TCTD sẽ để TCTD tự định đoạt.

Thứ ba, cần làm rõ trách nhiệm của TCTD trong việc cung cấp thông tin về tình trạng phá sản của TCTD cho các chủ nợ để đảm bảo quyền nộp đơn yêu cầu tuyên bố phá sản của TCTD, bởi chính TCTD là người duy nhất biết rõ thực trạng tài chính của mình. Khi đã bị lâm vào tình trạng phá sản, TCTD cần thông báo cho các chủ nợ biết để có sự phối hợp giải quyết hợp lý, khôi phục lại khả năng thanh toán. Trường hợp TCTD cố tình che giấu tình trạng phá sản thì cần có qui định Ngân hàng Nhà nước căn cứ vào tình hình thực tế của TCTD để yêu cầu Toà án tuyên bố phá sản TCTD, vì ngoài TCTD, chỉ có Ngân hàng Nhà nước biết được khả năng thanh toán thực sự của TCTD thông qua kiểm soát đặc biệt.

Một lần nữa, cần qui định trách nhiệm của Ban kiểm soát đặc biệt trong quá trình thực hiện nhiệm vụ kiểm soát đặc biệt tại TCTD để xác định đúng khả năng phục

hồi hay phá sản của TCTD, hoặc xử lý đối với những hành vi cố tình báo cáo sai sự thật, che giấu tình trạng phá sản TCTD của Ban Kiểm soát đặc biệt.

Thứ tư, nghiên cứu xác định thời điểm, tư cách pháp lý của tổ chức bảo hiểm tiền gửi khi tham gia vào quan hệ phá sản TCTD, mức chi trả bảo hiểm và kiểm soát tâm lý mạo hiểm của TCTD khi họ có tham gia bảo hiểm tiền gửi. Theo qui định tại Điều 20, Nghị định số 89/1999/NĐ-CP của Chính phủ về bảo hiểm tiền gửi, trong trường hợp TCTD tham gia bảo hiểm tiền gửi bị phá sản thì tổ chức bảo hiểm tiền gửi trở thành chủ nợ đối với TCTD đó với khoản nợ là số tiền mà tổ chức bảo hiểm tiền gửi đã chi trả cho người gửi tiền thay cho TCTD. Tổ chức bảo hiểm tiền gửi được quyền tham gia quá trình quản lý và thanh lý tài sản của TCTD phá sản đó theo qui định của Luật Phá sản. Số tiền thu hồi được từ việc thanh lý tài sản của TCTD sẽ được bổ sung vào nguồn vốn hoạt động của tổ chức bảo hiểm tiền gửi.

Qui định trên trong Nghị định 89/1999/NĐ-CP còn quá chung chung, không phù hợp với các qui định mới của Luật Phá sản và nếu chỉ với qui định này thì không đủ để thực thi các qui định pháp luật khi TCTD lâm vào tình trạng phá sản nếu TCTD đó tham gia bảo hiểm tiền gửi. Theo kinh nghiệm của các nước, khi TCTD lâm vào tình trạng phá sản, nếu TCTD đó không có khả năng phục hồi thì: (1) Tổ chức bảo hiểm tiền gửi thanh toán tiền gửi cho người gửi tiền với mức bảo hiểm tối đa trên cơ sở phí bảo hiểm mà TCTD đóng và nếu không đủ thì tổ chức bảo hiểm tiền gửi phải lấy từ vốn của tổ chức bảo hiểm tiền gửi; (2) Sau khi TCTD được thanh lý, tổ chức bảo hiểm tiền gửi được xếp cùng hàng với các chủ nợ không có bảo đảm và nhận về số tiền theo tỷ lệ nợ. Còn nếu TCTD có khả năng phục hồi thì tổ chức bảo hiểm tiền gửi đứng ra bảo lãnh sẽ trả toàn bộ tiền gửi và tiếp nhận TCTD lâm vào tình trạng phá sản hoặc tổ chức bảo hiểm tiền gửi tìm một TCTD khác để bán hoặc sáp nhập. TCTD này sẽ nhận trách nhiệm hoàn trả tiền gửi của TCTD phá sản sau khi mua hoặc sáp nhập. Để tăng tính hấp dẫn, tổ chức bảo hiểm tiền gửi thường đứng ra mua lại một số tài sản xấu của TCTD phá sản hoặc cho TCTD mua hoặc sáp nhập TCTD này vay với lãi suất ưu đãi.

Để thực thi tốt Luật Phá sản đối với các TCTD, cần quy định cụ thể các điều kiện được phục hồi và phá sản TCTD, quy chế kiểm soát hoạt động phục hồi của TCTD cũng như kiểm soát việc mua bán, hoặc sáp nhập các TCTD... sao cho phù hợp với điều kiện hiện tại của Việt Nam. Việc có cho phép phá sản chi nhánh, văn phòng đại diện của TCTD nước ngoài đang hoạt động tại Việt Nam khi lâm vào tình trạng phá sản hay không và việc TCTD trong nước tham gia bảo hiểm tiền gửi tại tổ chức bảo hiểm tiền gửi nước ngoài thì việc tổ chức bảo hiểm tiền gửi nước ngoài tham gia như thế nào vào thủ tục phá sản TCTD cũng là một vấn đề cần được quan tâm nghiên cứu.

Để tạo sự thống nhất trong các văn bản pháp luật về xác định TCTD lâm vào tình trạng phá sản, Chính phủ cần sớm ban hành nghị định hướng dẫn thi hành Luật Phá sản đối với các DN kinh doanh trong lĩnh vực ngân hàng, trên cơ sở đó, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cần có sự phối hợp với Bộ Tư pháp, Tòa án, Bộ Tài chính ban hành các văn bản hướng dẫn cụ thể để tạo sự thống nhất và để cho Luật Phá sản sớm đi vào cuộc sống.

4.2.4 BAN HÀNH CÁC QUY ĐỊNH HỖ TRỢ NÂNG CAO HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA DATC

Để giải quyết được cơ bản những khó khăn vướng mắc trong hoạt động xử lý nợ và tài sản tồn đọng thời gian vừa qua, tạo điều kiện thúc đẩy nhanh hơn quá trình mua bán và xử lý nợ mang tính đột phá trong thời gian tới, Nhà nước và các bên liên quan cần giải quyết một số nội dung sau:

Thứ nhất, về lâu dài hoạt động mua bán, xử lý nợ và tài sản tồn đọng cần được xây dựng thành bộ luật riêng biệt nhằm tạo ra môi trường pháp lý chặt chẽ và nâng cao năng lực hoạt động cho các bên trong quá trình xử lý nợ và tài sản. Trước mắt, các cơ quan quản lý nhà nước cần tiếp tục xây dựng và hoàn thiện hành lang pháp lý cho hoạt động mua bán xử lý nợ và tài sản tồn đọng bằng một hệ thống các cơ chế chính sách xử lý đầy đủ, đồng bộ và rõ ràng.

Cơ chế đó cần xác định rõ trách nhiệm của ban giám đốc DN trong việc xử lý nợ; có chế tài đủ mạnh nếu giám đốc DN không tự xử lý được nợ tồn đọng hay cố tình để công nợ tồn đọng dây dưa, kéo dài; bắt buộc DN phải xử lý nợ nếu không sẽ tiến hành giải thể, phá sản theo đúng quy định của pháp luật.

Trong đó, cơ chế xử lý nợ và tài sản tồn đọng cũng cần được tinh gọn trong thủ tục hành chính và thật sự hiệu quả trong khi thực hiện; cơ chế cần đảm bảo và trao cho các chủ nợ và nhất là Công ty Mua bán nợ các quyền đặc biệt hơn như quyền yêu cầu khách nợ và các bên có liên quan khác phải cung cấp thông tin về hoạt động, tài chính, nhân sự; quyền giám sát, phong tỏa tài khoản và kê biên phát mại tài sản đảm bảo nếu khách nợ cố tình không hợp tác thanh toán.

Hiện tại, Nhà nước cần sớm ban hành đồng bộ và hoàn thiện các cơ chế mua bán một phần hoặc toàn bộ DN; cơ cấu lại tài chính và hoạt động của DN; xử lý tài chính trong quá trình mua bán, cơ cấu, giải thể, phá sản, chuyển đổi sở hữu cả DN. Nhất là các cơ chế đối với các DNNN trong quá trình sắp xếp, chuyển đổi sở hữu hiện nay nếu không cổ phần hoá được cần phải giao lại cho Công ty Mua bán nợ tiến hành tái cơ cấu lại DN thông qua các giải pháp như giao, bán, khoán, cho thuê trước khi thực hiện việc giải thể hoặc phá sản.

Thứ hai, các DNNN và Công ty Mua bán nợ cần đẩy mạnh công tác thông tin, tuyên truyền và học tập nâng cao nhận thức về hoạt động mua bán, xử lý nợ và tài sản tồn đọng trong quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh; coi việc mua bán, xử lý nợ và tài sản là một hoạt động tái cơ cấu lại DN để nhằm củng cố năng lực tài chính trong quá trình hội nhập và phát triển.

Thứ ba, các DN cần có quyền độc lập tự chủ về tài chính và trong hoạt động; chịu trách nhiệm và chủ động tự xử lý các tồn tại về tài chính; phối hợp chặt chẽ với Công ty Mua bán nợ để trao đổi thông tin và cùng xây dựng, thống nhất phương án xử lý dứt điểm các khoản nợ và tài sản tồn đọng trên tinh thần hợp tác cùng phát triển, đảm bảo đúng quy định và hướng dẫn của pháp luật.

Thứ tư, trong quá trình mua bán, xử lý nợ và tài sản tồn đọng các bên liên quan cần kết hợp và sử dụng linh hoạt, đồng bộ các công cụ về cơ chế chính sách, định giá,

Thứ năm, trong vai trò là một công cụ tài chính thích hợp của Nhà nước về xử lý nợ tồn đọng của DN, Công ty Mua bán nợ cần đẩy mạnh các hoạt động nghiệp vụ và nhận được sự phối hợp, hỗ trợ đặc lực và hiệu quả hơn nữa của các cơ quan quản lý Nhà nước đặc biệt là các cơ quan tài chính, tư pháp và các cơ quan hành chính khác trong quá trình mua bán nợ và xử lý các tồn tại về tài chính DN để thúc đẩy mạnh hơn nữa quá trình sắp xếp, đổi mới, cổ phần hoá DNNN theo đúng mục tiêu Nhà nước đề ra.

KẾT LUẬN CHƯƠNG IV

Chương này đã bàn đến các giải pháp nâng cao khả năng dự báo và giải quyết hiệu quả tình trạng khánh kiệt tài chính của các DN ở Việt Nam.

Biện pháp đầu tiên được đề xuất là sử dụng mô hình Z-Score để xét xem DN có đang ở trong tình trạng khánh kiệt tài chính hay không. Theo các nhà nghiên cứu phá sản trên thế giới thì mô hình Z-Score có khả năng dự đoán phá sản chính xác đến hai năm trước khi sự phá sản thực sự xảy ra. Tuy nhiên ở Việt Nam cũng như ở nhiều nước đang phát triển khác, do lịch sử ngăn ngùi của thị trường tài chính, rất khó có được một hệ thống dữ liệu nhất quán và rõ ràng trong một thời gian dài. Vì vậy việc kiểm chứng lại sức mạnh thực sự của mô hình trong điều kiện cụ thể ở Việt Nam chỉ có thể thực hiện được trong tương lai.

Chương này cũng đã đề cập đến các giải pháp hỗ trợ khác về lâu dài để nâng cao hiệu quả của việc dự báo và giải quyết tình trạng khánh kiệt tài chính. Các giải pháp hỗ trợ được nêu gồm: (1) Nâng cao tính minh bạch và trách nhiệm của thông tin: Điều này giúp tăng cường khả năng giám sát của các thể chế bên ngoài đối với DN, qua đó có tác dụng ngăn ngừa những hành động không hợp lý của ban điều hành; (2) Phát triển hệ thống đánh giá, xếp hạng tín nhiệm của DN Việt Nam. Theo bảng xếp hạng môi trường kinh doanh năm 2008 của WB và IFC công bố, ở tiêu chí 5,

vay vốn, các tổ chức trên đánh giá: "...hiện nay ở Việt Nam, thông tin về độ tin cậy tín dụng của cá nhân cũng như công ty không được chia sẻ và các tổ chức đăng ký thông tin tín dụng tư nhân chưa phát triển. Nếu không có các dữ liệu về độ tin cậy tín dụng, ngân hàng sẽ rất e ngại việc cho vay, và vì thế việc tiếp cận tín dụng sẽ bị hạn chế...". Như vậy có thể thấy việc triển khai công bố các báo cáo xếp hạng tín nhiệm DN ở VN sẽ giúp nhiều cho sự phát triển của thị trường tín dụng và giảm chi phí cùng với rủi ro cho các nhà đầu tư khi tham gia thị trường Việt Nam. Thông qua hệ thống này việc dự báo khả năng khánh kiệt tài chính sẽ dễ dàng hơn. Theo ý kiến của nhiều chuyên gia thì với hiện trạng cơ sở dữ liệu cũng như tình hình thực tế các DN hiện nay của Việt Nam, mô hình đánh giá của Standard & Poors, Moodys là phù hợp nhất; (3) Hoàn thiện Luật Phá sản và các văn bản có liên quan. Các đề xuất cho phần này là cần tăng cường các giải pháp nâng cao tính khả thi của Luật Phá sản thông qua các quy định xử lý người đứng đầu các DNNN và quy trình, trách nhiệm của cấp chủ quản trong việc chấp thuận phá sản đối với các DNNN bị khánh kiệt tài chính không thể phục hồi. Cần phải đơn giản hóa, rút ngắn thời gian xử lý một vụ phá sản. Nâng cao giá trị thu hồi thực tế. Để làm được việc này cần phải tiếp tục cải cách hành chính, bổ sung các hướng dẫn cần thiết cũng như cần sự vận hành hiệu quả của một thị trường thứ cấp cho việc thanh lý các tài sản của các DN bị kiệt quệ tài chính đến mức phải xử lý phá sản. Ngoài ra cần sớm ban hành quy định hướng dẫn thủ tục phá sản cho một loại hình DN đặc thù là các TCTD, vốn rất nhạy cảm với lòng tin; (4) Ban hành các quy định hỗ trợ nâng cao hiệu quả hoạt động của DATC, một định chế chuyên về mua bán, xử lý nợ tồn đọng. Trong đó quan trọng nhất là về lâu dài hoạt động mua bán, xử lý nợ và tài sản tồn đọng cần được xây dựng thành bộ luật riêng biệt nhằm tạo ra môi trường pháp lý chặt chẽ và nâng cao năng lực hoạt động cho các bên trong quá trình xử lý nợ và tài sản.

KẾT LUẬN CHUNG

Trên cơ sở vận dụng, tổng hợp các nguồn nghiên cứu. Luận văn đã:

1. Đưa ra được một mô hình phân tích định lượng có khả năng dự báo khánh kiệt tài chính DN. Mô hình đơn giản, dễ sử dụng và khá chính xác.
2. Hệ thống các đặc điểm về khánh kiệt tài chính và các giải pháp đối phó ở một số nước trên thế giới.
3. Luận án đã có những phân tích xác thực về đặc thù kinh tế Việt Nam với vấn đề khánh kiệt tài chính, đặc biệt nêu rõ ảnh hưởng của các yếu tố thể chế đến hành vi của DN trong khi giải quyết khánh kiệt tài chính. Nêu rõ những khó khăn cản trở cho việc dự báo và giải quyết khánh kiệt tài chính ở VN.
4. Luận văn cũng mạnh dạn đề nghị áp dụng mô hình Z-Score để dự báo khả năng phá sản DN Việt Nam.
5. Luận án cũng đề ra được các chính sách vĩ mô thích hợp nhằm hỗ trợ cho quá trình dự báo và giải quyết khánh kiệt tài chính.

Tuy nhiên, như đã đề cập, do hạn chế về dữ liệu nên chúng tôi chưa thể tiến hành khảo sát nghiêm ngặt sức mạnh của mô hình đối với điều kiện Việt Nam. Một cách lý tưởng, đi theo cách thiết lập của mô hình Z-Score, ta có thể chọn một cơ sở dữ liệu hợp lý, dùng phương pháp phân tích đa biến thức và kỹ thuật thống kê, xác định lại các hệ số và các biến tối ưu của phương trình Z tương thích với thị trường Việt Nam. Đây sẽ là một hướng nghiên cứu tiếp theo của đề tài này.