

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Nguyễn Văn Thành** - Phát triển kinh tế số và quản lý nhà nước với phát triển kinh tế số ở Việt Nam. *Mã số: 144.1DEco.12* 2
Digital Economy Development and Government Management in Viet Nam
- 2. Nguyễn Quyết** - Ảnh hưởng bất cân xứng của giá xăng dầu đến giá tiêu dùng tại thị trường Việt Nam: tiếp cận bằng mô hình tự hồi quy phân phối trễ phi tuyến. *Mã số: 144.1TrEM.11* 10
The Asymmetric Effect of Gasoline Price on Consumer Prices in Vietnam Market: the Non-linear Autoregressive Distributed Lag Model Approach
- 3. Huỳnh Thị Cẩm Hà** - Kiệt quệ tài chính và chiến lược tái cấu trúc theo chu kỳ sống của các công ty Việt Nam. *Mã số: 144.1DEco.11* 19
Financial Distress and Restructuring by Life Cycle in Vietnamese Firms
- 4. Doãn Thị Mai Hương** - Nghiên cứu tác động của chính sách của tổ chức và các nhân tố thuộc về lao động người cao tuổi đến sử dụng hiệu quả lao động người cao tuổi Việt Nam. *Mã số: 144.1HRMg.11* 30
A Study on the Impact of Organizational and Elderly labor Factors on Effective Elderly Labor Use in Vietnam

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 5. Nguyễn Thị Phương Liên và Tô Thanh Hương** - Phát triển kênh phân phối tín dụng tiêu dùng của các công ty tài chính trực thuộc ngân hàng thương mại ở Việt Nam. *Mã số: 144.2FiBa.21* 41
Developing Consumption Crediting Channels in Financial Companies under Commercial Banks in Vietnam
- 6. Phạm Văn Thanh** - Quản trị quan hệ đối tác trong hoạt động kinh doanh của Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam. *Mã số: 144.2BMkt.22* 51
Managing Partnership in Business of Petrolimex
- 7. Đinh Thị Phương Anh** - Hoạt động đầu tư trái phiếu của các ngân hàng thương mại Việt Nam - Thực trạng và một số định hướng, giải pháp. *Mã số: 144.2FiBa.22* 59
Bond investing activities of Vietnamese commercial banks - Current situation and implications
- 8. Nguyễn Thị Minh Nhân và Bùi Thị Thu Hà** - Nghiên cứu các yếu tố tác động đến thực hiện đối thoại xã hội tại các doanh nghiệp May ở Việt Nam. *Mã số: 144.2BAdm.21* 68
A Study on the Factors Affecting Social Dialogue in Garment Enterprises in Vietnam

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 9. Mai Ngọc Cường và Phạm Minh Lộc** - Những đóng góp của khu công nghiệp đối với sự phát triển nhân lực ngành công nghiệp trên địa bàn thành phố Hải Phòng: Thực trạng và vấn đề. *Mã số: 144.3HRMg.31* 81
The Contribution of Industrial Parks to the Industrial Personnel Development in Hải Phòng City: Situation and Problems

1. Giới thiệu

đ ề n

KIỆT QUỆ TÀI CHÍNH VÀ CHIẾN LƯỢC TÁI CẤU TRÚC THEO CHU KỲ SỐNG CỦA CÁC CÔNG TY VIỆT NAM

Huỳnh Thi Cẩm Hà

Trưởng Đại học Kinh tế TP.HCM

Email: hatcdn@ueh.edu.vn

Ngày nhận: 02/03/2020

Ngày nhận lại: 01/04/2020

Ngày duyệt đăng: 09/04/2020

Bài viết kiểm định tác động của kiệt quệ tài chính đến các chiến lược tái cấu trúc theo chu kỳ sống; và khả năng hồi phục của công ty Việt Nam bằng mô hình hồi quy Logit với hiệu ứng tác động ngẫu nhiên. Bài viết tìm thấy kiệt quệ tài chính có thể xảy ra ở bất kỳ giai đoạn nào trong chu kỳ sống, nhiều nhất là ở giai đoạn suy thoái. Kết quả cho thấy kiệt quệ tài chính xảy ra khiến các công ty tăng cường sử dụng chiến lược tái cấu trúc nhân sự quản lý, cắt giảm cắt giảm hoạt động đầu tư và cắt giảm lao động. Ở giai đoạn bão hòa công ty kiệt quệ tài chính hạn chế sử dụng chiến lược tái cấu trúc từ thương vụ M&A. Chiến lược tái cấu trúc hoạt động từ việc cắt giảm đầu tư mang lại khả năng hồi phục cho công ty kiệt quệ tài chính, nhưng hiệu quả phục hồi của công ty ít ảnh hưởng bởi chu kỳ sống.

Từ khóa: Chu kỳ sống, logit, kiệt quệ tài chính, tái cấu trúc.

JEL Classifications: G3; G34

Quá trình toàn cầu hóa giúp các doanh nghiệp Việt Nam hội nhập sâu rộng với các nước khu vực và thế giới, tiếp cận với thị trường vốn quốc tế. Tuy nhiên, với đặc thù của một nền kinh tế đang phát triển, phần lớn các công ty Việt Nam có quy mô vừa và nhỏ nên khả năng cạnh tranh thấp, thị trường vốn chưa hoàn thiện nên doanh nghiệp dễ đối mặt với kiệt quệ tài chính. Kiệt quệ tài chính cho thấy tình trạng khó khăn tài chính khi doanh nghiệp không đủ đáp ứng các nghĩa vụ tài chính hiện tại (Wruck, 1990). Kiệt quệ tài chính giúp doanh nghiệp nhận thấy hậu quả từ các quyết định tài chính không phù hợp để kịp thời đề xuất các chiến lược nhằm tái cấu trúc doanh nghiệp. Tuy nhiên, các chiến lược tái cấu trúc cần được lựa chọn cẩn trọng vì còn phụ thuộc vào từng giai đoạn chu kỳ sống của doanh nghiệp, do mỗi giai đoạn có khác biệt về tình hình hoạt động, chiến lược tổ chức (Pashley & Philippatos, 1990). Tại Việt Nam, hầu như các nghiên cứu chưa khai thác mối liên hệ giữa chiến lược tái cấu trúc, lý thuyết chu kỳ sống và kiệt quệ tài chính. Bài viết muốn biết liệu rằng kiệt quệ tài chính có ảnh hưởng

chiến lược tái cấu trúc mà doanh nghiệp sử dụng hay không? Các chiến lược tái cấu trúc được công ty kiệt quệ tài chính sử dụng như thế nào trong mối quan hệ với chu kỳ sống doanh nghiệp? Chiến lược tái cấu trúc được sử dụng có mang lại hồi phục cho các công ty kiệt quệ tài chính hay không?. Bài viết sẽ trả lời các câu hỏi trên bằng việc phân tích mẫu dữ liệu của 526 công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2005 - 2016 để nghiên cứu tác động của kiệt quệ tài chính đến các chiến lược tái cấu trúc trong mối liên hệ với chu kỳ sống doanh nghiệp; và phân tích khả năng phục hồi của các công ty.

2. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm

2.1. Cơ sở lý thuyết về kiệt quệ tài chính và tái cấu trúc doanh nghiệp

Kiệt quệ tài chính (Financial distress) là thuật ngữ được đề cập trong lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn. Lý thuyết này giải thích lợi ích của việc sử dụng nợ trong cấu trúc vốn giúp gia tăng giá trị doanh nghiệp do lợi ích mang lại từ tầm chắn thuế của lãi vay. Tuy nhiên, rủi ro có thể xảy ra khi thu nhập hoạt động của doanh nghiệp không đủ khả

năng thanh toán các nghĩa vụ tài chính đến hạn, khi đó doanh nghiệp sẽ rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính. Theo Ross và cộng sự (1999), Altman và Hotchkiss (2006) thì kiệt quệ tài chính còn diễn tả các tình huống khác nhau khi doanh nghiệp đối diện với khó khăn tài chính, đó là: thất bại, mất thanh khoản, vỡ nợ, phá sản. Thất bại là tình huống mà khi dòng tiền không đủ đáp ứng các nghĩa vụ tài chính hiện tại (Wruck, 1990). Mất thanh khoản được Shrader và Hickman (1993) lập luận là khi tài sản doanh nghiệp nhỏ hơn giá trị của các nghĩa vụ tài chính. Vỡ nợ là thời điểm mà doanh nghiệp vi phạm các điều khoản trong hợp đồng tín dụng (Altman và Hotchkiss, 2006) và tình huống xấu nhất là doanh nghiệp nộp đơn xin tuyên bố phá sản. Như vậy, kiệt quệ tài chính là thuật ngữ rộng diễn tả các tình huống khó khăn tài chính khác nhau mà công ty phải đối diện trong quá trình hoạt động. Kiệt quệ tài chính có thể xảy ra ở bất kỳ thời điểm nào trong chu kỳ sống của doanh nghiệp nếu như công ty không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán tài chính.

Tái cấu trúc doanh nghiệp (Corporate restructuring) được định nghĩa là quá trình thay đổi, sắp xếp, tổ chức lại công ty nhằm mục tiêu cải thiện và nâng cao hiệu quả hoạt động tốt hơn cho doanh nghiệp, trên cơ sở dựa vào những nền tảng về sứ mệnh, tầm nhìn, định hướng chiến lược trước đó của công ty. Wruck (1990) cho thấy kiệt quệ tài chính thường được đi kèm với các thay đổi trong tổ chức để tái cấu trúc doanh nghiệp như thay đổi nhân sự quản lý, hoặc cấu trúc lại các mảng hoạt động hoặc mua bán sáp nhập với công ty khác (M&A - Mergers and Acquisitions) nhằm cải thiện và nâng cao hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

2.2. Cơ sở lý thuyết về chu kỳ sống của công ty

Theo Penrose (1952), Posey (1961) thì chu kỳ sống công ty cũng giống như chu kỳ sinh học của con người, phát triển từ giai đoạn sinh trưởng đến khi ngừng hoạt động. Chu kỳ sống doanh nghiệp có đặc trưng riêng và khác nhau ở từng giai đoạn phát triển và cũng khác nhau giữa các ngành. Phần lớn các nghiên cứu hướng đến các giai đoạn: khởi sự, tăng trưởng, bão hòa và giai đoạn suy thoái.

Giai đoạn khởi sự: quyền lực sở hữu tập trung bởi nhóm cổ đông sáng lập công ty. Công ty chỉ mới giới thiệu sản phẩm ra thị trường. Theo Miller và Friesen (1984), rủi ro kinh doanh của công ty ở giai đoạn này rất cao, dòng tiền thu vào thấp và chậm,

trong khi chi phí hoạt động rất cao. Nên dòng tiền thuần ở giai đoạn này thường bị âm. Ở giai đoạn tăng trưởng đã dần có sự phân chia giữa quyền kiểm soát và quyền quản lý, nhà quản lý có quyền quyết định nhiều hơn trong công ty. Tuy nhiên, công ty vẫn phải nỗ lực cạnh tranh trên thị trường, nên rủi ro kinh doanh mặc dù thấp hơn giai đoạn tăng trưởng nhưng vẫn còn cao. Ở giai đoạn bão hòa: công ty đã có vị thế ổn định trên thị trường, dòng tiền thuần đã dương, công ty nỗ lực duy trì thị phần và cải tiến hiệu quả hoạt động. Giai đoạn suy thoái: thị phần của công ty đã bị thu hẹp, dòng tiền thu vào từ hoạt động kinh doanh suy giảm không đủ chi trả cho các khoản thanh toán. Mỗi giai đoạn trong chu kỳ sống đều có đặc điểm riêng và tồn tại những khó khăn khi hoạt động. Một trong những khó khăn mà doanh nghiệp phải đối mặt là kiệt quệ tài chính.

2.3. Các nghiên cứu về kiệt quệ tài chính và các chiến lược tái cấu trúc

Chiến lược tái cấu trúc nhân sự quản lý đề cập đến việc thay thế nhân sự quản lý ở ban điều hành khi công ty xảy ra kiệt quệ tài chính (Denis và Kruse, 2000; Sudarsanam và Lai, 2001; Kam và cộng sự, 2008; Koh và cộng sự, 2015). Nhà quản lý không đủ năng lực hoặc năng lực yếu kém có thể đưa ra các quyết định sai lầm, gây tổn thất cho doanh nghiệp, họ phải được thay thế bởi nhân sự quản lý mới để đánh giá lại nguyên nhân kiệt quệ tài chính, định hướng lại doanh nghiệp và thực hiện các chiến lược nhằm khôi phục công ty.

Chiến lược tái cấu trúc hoạt động hướng đến phương án thay đổi cục diện hoạt động công ty theo chiều hướng tăng cường kiểm soát chi phí, giảm các chi phí đầu vào như: cắt giảm hoạt động đầu tư (Sudarsanam và Lai, 2001; Koh và cộng sự, 2015) hoặc cắt giảm lao động (Kang và Shivdasani, 1997; Koh và cộng sự, 2015) khi doanh nghiệp xảy ra kiệt quệ tài chính.

Healy và cộng sự (1992), Clark và Ofek (1994), Sudarsanam và Lai (2001), Kam và cộng sự (2008) tìm thấy bằng chứng khi xảy ra kiệt quệ tài chính, công ty có xu hướng thực hiện M&A với một doanh nghiệp khác. Healy và cộng sự (1992) tìm thấy phần lớn kết quả từ các thương vụ M&A giúp cải thiện tỷ số dòng tiền hoạt động trên tổng tài sản của công ty so với các doanh nghiệp cùng ngành. Kam và cộng sự (2008) tìm thấy thị trường phản ứng tích cực trước thông tin M&A ở các công ty kiệt quệ tài

chính không thuộc sở hữu nhà nước. Các nghiên cứu trên cho thấy các công ty thường có hành động khi xảy ra kiệt quệ tài chính thông qua các chiến lược để tái cấu trúc doanh nghiệp.

2.4. Mọi quan hệ giữa chu kỳ sống với các chiến lược tái cấu trúc của công ty kiệt quệ tài chính

Theo Miller và Friesen (1984), Pashley và Philippatos (1990) thì chu kỳ sống là một trong những yếu tố ảnh hưởng đến việc lựa chọn các chiến lược tái cấu trúc, cũng như khả năng hồi phục công ty. Miller và Friesen (1984) cho rằng các công ty ở giai đoạn khởi sự có mức độ sở hữu tập trung cao, giám đốc đồng thời cũng là chủ sở hữu, nên ít chịu áp lực từ bên ngoài để thay đổi nhân sự quản lý khi xảy ra kiệt quệ tài chính. Nhưng ở các giai đoạn sau, cấu trúc sở hữu phức tạp hơn, cấu trúc vốn có sử dụng nợ vay. Sự tách bạch quyền sở hữu và quyền quản lý cũng dần xuất hiện. Lúc này, nhà quản lý có khả năng bị sa thải khi không đủ năng lực điều hành và công ty phải tìm kiếm thay thế nhà quản lý mới trước sức ép từ các chủ nợ, các cổ đông bên ngoài để đảm bảo họ vẫn duy trì nguồn vốn hỗ trợ doanh nghiệp. Ngoài ra, Kang và Shivdasani (1997) tìm thấy xác suất thay thế nhà quản lý cấp cao và sử dụng phương án cắt giảm lao động sẽ gia tăng khi có sự hiện diện của chủ nợ và cổ đông lớn bên ngoài. Như vậy, chiến lược tái cấu trúc nhân sự quản lý, cắt giảm lao động được công ty kiệt quệ tài chính sử dụng nhiều hơn ở các giai đoạn sau của chu kỳ sống.

Trong khi đó, Koh và cộng sự (2015) tìm thấy việc cắt giảm lao động được dùng trong suốt các giai đoạn của chu kỳ sống khi doanh nghiệp xảy ra kiệt quệ tài chính, nhưng lại không tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ giữa lý thuyết chu kỳ sống và kiệt quệ tài chính ở phương án cắt giảm hoạt động đầu tư. Một điểm nhận thấy ở các nghiên cứu chiến lược tái cấu trúc từ hoạt động M&A đến nay chưa xem xét đến mối liên hệ với lý thuyết chu kỳ sống doanh nghiệp. Bên cạnh đó, các nghiên cứu trước đây hầu hết đều thực hiện ở các nền kinh tế thị trường lớn, phát triển lâu đời, có thị trường tài chính lành mạnh hơn rất nhiều so với nền kinh tế tại Việt Nam. Trong khi đó hoạt động M&A tại Việt Nam chỉ được thực

hiện vào khoảng năm 2000.

2.5. Khả năng hồi phục của doanh nghiệp từ các chiến lược tái cấu trúc

Sử dụng khoảng thời gian 2 năm để quan sát doanh nghiệp kiệt quệ tài chính, Koh và cộng sự (2015) tìm thấy phương án cắt giảm hoạt động đầu tư giúp doanh nghiệp hồi phục, vượt qua kiệt quệ tài chính, nhưng việc tái cấu trúc nhân sự quản lý và cắt giảm lao động lại không mang lại hiệu quả phục hồi cho doanh nghiệp. Denis và Kruse (2000) tìm thấy chiến lược tái cấu trúc hoạt động từ các phương án cắt giảm chi phí, sa thải lao động không mang lại hiệu quả cho doanh nghiệp. Ở chiến lược tái cấu trúc từ các thương vụ M&A, Clark và Ofek (1994) tìm thấy các doanh nghiệp mua lại đều có kết quả hoạt động tiêu cực, sụt giảm hoạt động sau khi thực hiện M&A. Kam và cộng sự (2008) tìm thấy thị trường phản ứng tiêu cực trước thông tin về M&A ở các công ty kiệt quệ tài chính thuộc sở hữu nhà nước. Như vậy, không phải tất cả các chiến lược tái cấu trúc đều mang lại thành công cho doanh nghiệp. Điểm giống nhau ở hầu hết các nghiên cứu là các tác giả bài viết không khai thác việc phục hồi công ty từ các chiến lược tái cấu trúc trong mối liên hệ với chu kỳ sống.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Bài viết sử dụng dữ liệu của các công ty phi tài chính được niêm yết tại Việt Nam, thời gian nghiên cứu từ năm 2005 -2016. Mốc thời gian được tác giả lựa chọn nhằm đảm bảo thời gian đủ dài cho việc xác định các giai đoạn trong chu kỳ sống, quan sát các thương vụ M&A giao dịch thành công và thời gian tối thiểu để quan sát cho việc phục hồi doanh nghiệp. Các công ty được phân loại theo hệ thống nhóm ngành tiêu chuẩn ICB¹. Bài viết loại ra các công ty thiếu nhiều dữ liệu quan sát nên mẫu cuối cùng là dữ liệu bảng cho 526 công ty. Dữ liệu thị trường doanh nghiệp, dữ liệu tài chính công ty đã kiểm toán được lấy từ nguồn vietstock.vn. Dữ liệu thương vụ M&A được lấy từ nguồn Zephyr. Ngoài ra để giảm bớt tác động của giá trị ngoại lai, các dữ liệu được lược bớt giá trị ở mức 1% (winsorized) ở mỗi đuôi phân phối.

1. ICB (Industry Classification Benchmark) là hệ thống phân ngành cho các công ty, được phát triển bởi hệ thống Dow Jones và công ty FTSE. Tác giả loại nhóm ngành viễn thông do không đủ mẫu quan sát.

3.2. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

$$\text{Biến } INV_{it} = \begin{cases} 1, & \text{nếu công ty kiệt quệ tài chính có dòng tiền thuần hoạt động đầu tư thấp hơn giá trị trung bình của ngành} \\ 0, & \text{trường hợp còn lại} \end{cases}$$

Để thực hiện mục tiêu và trả lời câu hỏi nghiên cứu, tác giả kế thừa mô hình của Koh và cộng sự (2015) nhằm phân tích tác động của kiệt quệ tài chính đến các chiến lược tái cấu trúc trong mỗi liên hệ với chu kỳ sống doanh nghiệp; và phân tích hiệu quả phục hồi của công ty kiệt quệ tài chính.

Mô hình 1: Kiểm định tác động của kiệt quệ tài chính đến chiến lược tái cấu trúc trong mỗi liên hệ với chu kỳ sống doanh nghiệp

$$\text{Restructuring}_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 \text{Birth}_{it} + \alpha_3 \text{Growth}_{it} + \alpha_4 \text{Mature}_{it} + \alpha_5 \text{FD}_{it} + \alpha_6 \text{Birth} * \text{FD}_{it} + \alpha_7 \text{Growth} * \text{FD}_{it} + \alpha_8 \text{Mature} * \text{FD}_{it} + \alpha_9 \text{TobinsQ}_{it} + \alpha_{10} \text{LnAsset}_{it} + \alpha_{11} \text{Institutional}_{it} + \alpha_{12} \text{Volatility}_{it} + \alpha_{13} \text{Return}_{it} + \alpha_{14} \text{Leverage}_{it} + \alpha_{15} \text{CashFlow}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Kết quả ước lượng của mô hình (1) nhằm trả lời hai câu hỏi đầu tiên của bài viết. Trong đó: Biến giả Restructuring_{it} đại diện cho chiến lược tái cấu trúc mà doanh nghiệp kiệt quệ tài chính sử dụng, bằng 1 nếu công ty kiệt quệ tài chính i có thực hiện chiến lược tái cấu trúc vào thời điểm t xảy ra kiệt quệ tài chính, ngược lại bằng 0. Biến Restructuring lần lượt đại diện cho tái cấu trúc nhân sự quản lý (CEO); tái cấu trúc hoạt động từ phương án cắt giảm hoạt động đầu tư (INV), cắt giảm lao động (EMP); tái cấu trúc từ thương vụ M&A (M&A). Như vậy, mô hình (1) được hồi quy 4 lần tương ứng với từng chiến lược tái cấu trúc.

Biến CEO_{it} đại diện cho chiến lược tái cấu trúc nhân sự quản lý. Nếu ở năm t xảy ra kiệt quệ tài chính, công ty kiệt quệ tài chính có thay đổi tổng giám đốc (hoặc giám đốc) điều hành thì biến CEO bằng 1, các trường hợp còn lại bằng 0. Bài viết không xét các trường hợp thay đổi CEO là do bệnh tật, đột tử hoặc đến tuổi về hưu.

Biến INV_{it} đại diện phương án cắt giảm hoạt động đầu tư. Để đo lường biến, tác giả tính giá trị trung bình của dòng tiền thuần hoạt động đầu tư của các công ty trong ngành theo các năm quan sát. Bài viết so sánh sự sụt giảm dòng tiền thuần hoạt động đầu tư của công ty với giá trị trung bình ngành

vừa được tính. Khi đó:

Biến EMP_{it} đại diện phương án cắt giảm lao động. Để đo lường biến, tác giả tính giá trị trung bình của số lượng lao động của các công ty trong ngành theo các năm quan sát. Bài viết so sánh sự sụt giảm số lượng lao động của công ty với giá trị trung bình ngành vừa được tính. Số liệu lao động

$$\text{Biến } EMP_{it} = \begin{cases} 1, & \text{nếu công ty kiệt quệ tài chính có số lao động thấp hơn số lao động trung bình ngành} \\ 0, & \text{trường hợp còn lại} \end{cases}$$

được thu thập từ báo cáo thường niên. Khi đó:

Biến M&A_{it} đại diện cho chiến lược tái cấu trúc từ thương vụ M&A. Các công ty trong mẫu có thể là công ty mục tiêu hoặc công ty đề nghị thực hiện M&A. Biến giả M&A bằng 1, nếu trong năm t xảy ra kiệt quệ tài chính, công ty kiệt quệ tài chính i có giao dịch thành công thương vụ M&A, ngược lại bằng 0.

Biến FD: đại diện cho tình trạng kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp. Bài viết dựa trên mô hình KMV- Merton của Merton (1974) và Bharath và Shumway (2008), trên cơ sở xem xét sự biến động giá trị thị trường tài sản. Đến thời điểm trả nợ mà giá trị thị trường tài sản của công ty thấp hơn giá trị nợ đến hạn trả, khi đó công ty sẽ rơi vào kiệt quệ tài chính (Shrader và Hickman, 1993). Giá trị khoản nợ đến hạn được xem như là “điểm kiệt quệ tài chính”. Gọi d là khoảng cách tới điểm kiệt quệ tài chính

$$d = \frac{\ln\left(\frac{V}{D}\right) + (\mu - 0.5\sigma_V^2)T}{\sigma_V\sqrt{T}}$$

được tính như sau:

Với V là giá trị thị trường tài sản (là giá trị thị trường vốn cổ phần cộng với giá trị sổ sách của nợ). D: giá trị sổ sách của nợ. T: kỳ hạn của nợ, μ: là tỷ suất sinh lợi kỳ vọng trên tổng giá trị thị trường tài sản tức thời (độ lệch tức thời). σ_V là độ biến động của giá trị tài sản công ty. Giá trị d được đưa vào hàm mật độ tích lũy N(-d) để tính xác suất kiệt quệ tài chính của công ty ở một thời điểm. Giá trị N(-d) càng cao thì xác suất kiệt quệ tài chính càng lớn. Điểm cắt của mô hình có giá trị là 0,5. Nếu năm t

quan sát công ty i có $N(-d) \geq 0,5$ được xem là xảy ra kiệt quệ tài chính, khi đó biến FD bằng 1; ngược lại được xem là không xảy ra kiệt quệ tài chính, biến FD bằng 0. Quá trình tính toán $N(-d)$, tác giả sử dụng phương pháp của Bharath và Shumway (2008) và thuật toán Newton Raphson được xử lý trên phần mềm Matlab. Hệ số biến FD được kỳ vọng dương, hàm ý ở điều kiện các yếu tố khác không đổi, kiệt quệ tài chính sẽ khiến các công ty Việt Nam gia tăng thực hiện chiến lược tái cấu trúc.

Để xác định các giai đoạn trong chu kỳ sống doanh nghiệp, tác giả kế thừa phương pháp của Anthony và Ramesh (1992), Koh và cộng sự (2015) phân nhóm các giai đoạn, dựa trên bốn đặc điểm riêng của công ty: (i) thời gian hoạt động của doanh nghiệp trên thị trường; (ii) cổ tức trên lợi nhuận sau thuế; (iii) tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm và (iv) tỷ lệ chi tiêu vốn trên giá trị thị trường tài sản.

Theo Anthony và Ramesh (1992) thì các công ty ở giai đoạn khởi sự, tăng trưởng thường có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao và chi tiêu vốn nhiều hơn nhưng lại có thời gian hoạt động ngắn, có mức chi trả cổ tức thấp hơn so với các công ty ở giai đoạn bão hòa và suy thoái. Số liệu các quan sát của mỗi đặc điểm của công ty được sắp xếp theo từng nhóm ngành. Đầu tiên, bài viết chia giá trị của các quan sát thành các tứ phân vị theo ngành từ thấp đến cao, mỗi tứ phân vị được gán cho một điểm số và dựa vào giá trị điểm cắt của mỗi phân vị để xếp loại điểm số. Với đặc điểm tốc độ tăng trưởng doanh thu và tỷ lệ chi tiêu vốn: nếu giá trị quan sát < tứ phân vị thứ nhất Q1 thì nhận điểm số là 4; $Q1 < \text{giá trị quan sát} < Q2$ thì nhận điểm số là 3; $Q2 < \text{giá trị quan sát} < Q3$ thì nhận điểm số là 2; giá trị quan sát $\geq Q3$ thì nhận điểm số là 1. Ngược lại, ở đặc điểm giá trị cổ tức trên lợi nhuận sau thuế và thời gian hoạt động: nếu giá trị quan sát nhỏ hơn tứ phân vị thứ nhất Q1 thì nhận điểm số 1; $Q1 < \text{giá trị của quan sát} < \text{tứ phân vị thứ hai } Q2$ thì nhận điểm số là 2; $Q2 < \text{giá trị của quan sát} < Q3$ thì nhận điểm số là 3; giá trị quan sát $\geq Q3$ thì nhận điểm số là 4.

Sau đó, ứng với mỗi quan sát sẽ tính tổng số điểm của 4 đặc điểm trên rồi lại tiếp tục chia các quan sát đó theo từng năm thành tứ phân vị, và tiếp tục căn cứ vào giá trị điểm cắt của mỗi phân vị để xác định các giai đoạn chu kỳ sống công ty. Nếu giá trị quan sát < tứ phân vị thứ nhất Q1 (điểm số nhỏ nhất) thì quan sát thuộc giai đoạn khởi sự; $Q1 < \text{giá$

trị quan sát < Q2 thì quan sát thuộc giai đoạn tăng trưởng; $Q2 < \text{giá trị quan sát} < Q3$ thì quan sát thuộc giai đoạn bão hòa; giá trị quan sát $\geq Q3$ (điểm số cao nhất) thì quan sát thuộc giai đoạn suy thoái.

Các biến Birth, Growth, Mature (biến già) đại diện cho chu kỳ sống công ty, bằng 1 nếu giá trị quan sát lần lượt thuộc giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, bão hòa; ngược lại bằng 0 (giai đoạn suy thoái được chọn là nhóm cơ sở).

Hệ số của biến tương tác Birth*FD, Growth*FD, Mature*FD cho biết sự thay đổi của chiến lược tái cấu trúc so với từng giai đoạn trong chu kỳ sống khi công ty xảy ra kiệt quệ tài chính. Ngoài ra, mô hình còn sử dụng các biến kiểm soát:

TobinsQ: đại diện cho cơ hội tăng trưởng công ty, được tính bằng giá trị thị trường tổng tài sản chia cho tổng tài sản.

LnAsset: đại diện cho quy mô công ty, là logarit của tổng tài sản.

Volatility: đại diện rủi ro công ty, được đo bằng độ lệch chuẩn tỷ suất sinh lợi trung bình cổ phiếu trong năm.

Return: đại diện cho tỷ suất sinh lợi trung bình (tháng) trong năm của cổ phiếu.

Institutional: đại diện cho tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư là tổ chức trong công ty.

CashFlow: đại diện cho dòng tiền doanh nghiệp, đo bằng dòng tiền hoạt động trên tổng tài sản.

Leverage: đại diện cho đòn bẩy tài chính, được tính bằng nợ dài hạn chia cho tổng giá trị thị trường vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn

Mô hình 2: Kiểm định việc hồi phục từ chiến lược tái cấu trúc của công ty kiệt quệ tài chính

$$\begin{aligned} \text{Recovery}_{it} = & \alpha_1 + \alpha_2 \text{Birth}_{itFD} + \alpha_3 \text{Growth}_{itFD} + \\ & \alpha_4 \text{Mature}_{itFD} + \alpha_5 \text{Restructuring}_{itFD} + \\ & \alpha_6 \text{Birth*Restructuring}_{itFD} + \\ & \alpha_7 \text{Growth*Restructuring}_{itFD} + \\ & \alpha_8 \text{Mature*Restructuring}_{itFD} + \alpha_9 \text{TobinsQ}_{itFD} + \\ & \alpha_{10} \text{LnAsset}_{itFD} + \alpha_{11} \text{Institutional}_{itFD} + \\ & \alpha_{12} \text{Volatility}_{itFD} + \alpha_{13} \text{Return}_{itFD} + \alpha_{14} \text{Leverage}_{itFD} \\ & + \alpha_{15} \text{CashFlow}_{itFD} + \varepsilon_i \quad (2) \end{aligned}$$

Kết quả đạt được ở mô hình (2) nhằm trả lời câu hỏi thứ 3 của tác giả. Để kiểm định việc hồi phục của công ty kiệt quệ tài chính, tác giả chỉ chọn mẫu các công ty kiệt quệ tài chính trong tổng mẫu quan sát (có FD = 1). Sau đó, tiếp tục chọn ra các doanh nghiệp được xem là hồi phục khi khoảng cách đến điểm kiệt quệ tài chính gia tăng (hay $N(-d) < 0,5$)

trong 2 năm liên tiếp sau năm bị kiệt quệ tài chính, tức là năm $t+1$, $t+2$. Khoảng thời gian tối thiểu 2 năm được tham khảo từ nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015). Biến giả Recovery đại diện việc hồi

$$\text{Biến Recovery}_{it} = \begin{cases} 1, & \text{nếu công ty phục hồi sau KQTC(N(-d) < 0.5} \\ & \text{trong 2 năm liên tiếp sau năm kiệt quệ tài chính)} \\ 0, & \text{trường hợp còn lại} \end{cases}$$

phục của công ty.

Biến giả Restructuring đại diện cho từng chiến lược tái cấu trúc, bằng 1 khi công ty sử dụng chiến lược tái cấu trúc ở thời điểm kiệt quệ tài chính, ngược lại bằng 0; lần lượt CEO, INV, EMP và M&A. Mô hình (2) sẽ được hồi quy làm 4 lần. Hệ số biến Restructuring được kỳ vọng mang dấu dương cho thấy chiến lược tái cấu trúc mang lại hiệu quả giúp công ty hồi phục sau kiệt quệ tài chính.

Biến giả Birth, Growth, Mature đại diện cho chu kỳ sống công ty. Biến tương tác Birth*Restructuring, Growth *Restructuring, Mature*Restructuring cho thấy việc hồi phục của doanh nghiệp từ việc sử dụng chiến lược tái cấu trúc có liên hệ với chu kỳ sống. Cách đo lường biến Restructuring, Birth, Growth, Mature và các biến kiểm soát được mô tả như mô hình 1.

Ở mỗi mô hình (1) và (2), bài viết lần lượt sử dụng mô hình hồi quy Logit với hiệu ứng cố định và hiệu ứng ngẫu nhiên dành cho dữ liệu bảng đối với biến phụ thuộc là biến nhị phân. Bằng kiểm định Hausman, tác giả lựa chọn ước lượng Logit với hiệu ứng ngẫu nhiên là phù hợp nhất cho mẫu nghiên cứu. Bài viết xử lý sai ước lượng sai số chuẩn bằng phương pháp bootstrap để đảm bảo độ tin cậy cho các hệ số hồi quy. Ngoài ra, mô hình Logit còn cung cấp tỷ số Odds ratios. Tỷ số Odds ratios dùng để so sánh khả năng (xác suất) xảy ra biến cố so với khả năng không xảy ra biến cố. Tỷ số Odds > 1 thì khả năng xảy ra biến cố lớn hơn khả năng không xảy ra biến cố. Ngược lại, tỷ số Odds < 1 thì khả năng xảy ra biến cố thấp hơn khả năng không xảy ra biến cố. Các dữ liệu được xử lý trên phần mềm Stata.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Thống kê bảng 1 của các biến chiến lược tái cấu trúc (CEO, INV, EMP, M&A) cho thấy, trung bình các công ty Việt Nam từng có sử dụng ít nhất một trong các chiến lược tái cấu trúc. Tái cấu trúc nhân sự quản lý và cắt giảm hoạt động đầu tư trung bình

được công ty kiệt quệ tài chính sử dụng nhiều hơn. Trung bình có 10,27% trong tổng mẫu quan sát (năm - công ty) xảy ra kiệt quệ tài chính (FD). Số liệu thống kê của các biến chu kỳ sống cho biết

trung bình có 19,31% quan sát thuộc giai đoạn khởi sự; 18,94% quan sát thuộc giai đoạn tăng trưởng và 30,16% quan sát thuộc giai đoạn bão hòa. Mô tả thống kê của các biến kiểm soát cho thấy mức độ phù hợp giữa giá trị trung bình và giá trị trung vị, phù hợp với phân bố của phân phối chuẩn. Thống kê ở bảng 2 cho thấy kiệt quệ tài chính xảy ra ở bất kỳ giai đoạn nào của chu kỳ sống, xuất hiện ít ở giai đoạn khởi sự nhưng tập trung nhiều nhất là ở giai đoạn suy thoái.

4.2. Kết quả tác động của kiệt quệ tài chính đến chiến lược tái cấu trúc trong môi trường liên hệ với chu kỳ sống doanh nghiệp

Ở khía cạnh ảnh hưởng độc lập của chu kỳ sống, hệ số biến Birth ở cột (5) là -0,7465 và tỷ số Odds ở cột (6) nhỏ hơn 1, đều có ý nghĩa thống kê. Kết quả tìm thấy các công ty Việt Nam hạn chế thực hiện phương án cắt giảm lao động ở giai đoạn khởi sự so với các giai đoạn còn lại. Những doanh nghiệp hoạt động ở giai đoạn đầu thường có quy mô nhỏ, do đó lực lượng lao động ở công ty được định biên để phù hợp với mô hình hoạt động. Vì vậy, nếu doanh nghiệp không có sự bất ổn về tài chính thì sẽ hạn chế cắt giảm lao động ở giai đoạn khởi sự.

Ngoài ra, bài viết tìm thấy hệ số biến FD ở cột (1), (3) và cột (5) có giá trị lần lượt là 2,4349; 0,5424 và 0,4710 và có ý nghĩa thống kê. Đồng thời tỷ số Odds của biến FD ở các cột (2), (4) và (6) lớn hơn 1. Kết quả cho thấy kiệt quệ tài chính xảy ra càng khiến các công ty gia tăng tái cấu trúc nhân sự quản lý, cắt giảm các khoản mục đầu tư, tăng cường cắt giảm lao động tại công ty. Việc thay đổi vị trí lãnh đạo điều hành khi xảy ra kiệt quệ tài chính là một bằng chứng cho thấy các công ty Việt Nam đã chấp nhận thực hiện tái cấu trúc công ty ngay từ chính cả bộ máy điều hành. Kết quả đồng nhất với Kam và cộng sự (2008), Koh và cộng sự (2015).

Phương án cắt giảm hoạt động đầu tư giúp doanh nghiệp đánh giá lại và loại bỏ những khoản mục đầu tư không hiệu quả, không phải là lợi thế cạnh tranh của công ty. Việc cắt giảm giúp doanh nghiệp tiết giảm đáng kể các khoản chi phí, tập trung nguồn lực

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến

Biến số	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
CEO	6.312	0,1027	0,000	0,3035	0,000	1,000
INV	6.312	0,0702	0,000	0,2555	0,000	1,000
EMP	5.786	0,0299	0,000	0,1703	0,000	1,000
M&A	6.312	0,0428	0,000	0,2024	0,000	1,000
FD	6.312	0,1027	0,000	0,3035	0,000	1,000
Birth	5.205	0,1931	0,000	0,3948	0,000	1,000
Growth	5.205	0,1894	0,000	0,3919	0,000	1,000
Mature	5.205	0,3016	0,000	0,4590	0,000	1,000
TobinsQ	5.806	1,0069	0,8983	0,5520	0,1202	3,8780
LnAsset	5.807	26,6751	26,6266	1,4667	23,5415	30,4946
Institutional	4.890	0,4161	0,4661	0,2509	0,0000	0,9438
Return	4.527	0,0005	0,0032	0,0550	-0,1458	0,1528
Volatility	4.527	0,1370	0,1208	0,0790	0,0148	0,4487
Leverage	4.723	0,2117	0,0866	0,2587	0,0000	0,9238
Cashflow	5.805	0,0498	0,0332	0,1471	-0,3400	0,5597

Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata.

Ghi chú: FD là biến kiệt quỹ tài chính. Birth, Growth, Mature là các biến đại diện cho giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, bão hòa. CEO, INV, EMP, M&A là biến đại diện cho chiến lược tái cấu trúc nhân sự quản lý, cắt giảm đầu tư, cắt giảm lao động, tái cấu trúc từ thương vụ M&A. Các biến kiểm soát gồm: TobinsQ, LnAsset, Institutional, Volatility, Return, CashFlow, Leverage.

Bảng 2: Số quan sát kiệt quỹ tài chính và không kiệt quỹ tài chính theo chu kỳ sống

Giai đoạn	Số quan sát kiệt quỹ tài chính	Số quan sát không kiệt quỹ tài chính	Tổng
	(1)	(2)	(3)
Khởi sự	111	894	1.005
Tăng trưởng	112	874	986
Bão hòa	198	1.372	1.570
Suy thoái	226	1.420	1.646
Tổng	647	4.560	5.207

Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata

vào các khoản mục đầu tư mang lại lợi ích tốt nhất cho doanh nghiệp. Bằng chứng phù hợp với nghiên cứu của Sudarsanam và Lai (2001), Koh và cộng sự (2015). Trong khi đó, cắt giảm lao động được xem như là chính sách “thắt lưng buộc bụng” nhằm giúp doanh nghiệp ổn định nguồn tài chính trong ngắn hạn (Koh và cộng sự, 2015). Chính điều này giúp công ty kiệt quỹ tài chính duy trì hoạt động và có thời gian để tìm kiếm các chiến lược tái cấu trúc khác tốt hơn để cải thiện dòng tiền doanh nghiệp trong giai đoạn khó khăn tài chính. Tuy nhiên, do hệ

sô M&A dương nhưng không có ý nghĩa thống kê, điều này cho thấy chưa có bằng chứng chứng minh ảnh hưởng của kiệt quỹ tài chính đến chiến lược tái cấu trúc từ thương vụ M&A.

Khi xét mối liên hệ tương tác giữa kiệt quỹ tài chính và chu kỳ sống, bài viết chỉ tìm thấy bằng chứng của biến Mature*FD ở cột (7) là -0,8834; tỷ số Odds của biến Mature*FD ở cột (8) nhỏ hơn 1. So với các giai đoạn khác của chu kỳ sống thì các công ty kiệt quỹ tài chính ở giai đoạn bão hòa ít sử dụng chiến lược tái cấu trúc từ thương vụ M&A. Một phần

là do ở giai đoạn bão hòa, các công ty không còn nhiều cơ hội đầu tư, hiệu quả hoạt động kinh doanh không còn tốt như các giai đoạn trước đây và trong bối cảnh kiệt quệ tài chính, các công ty càng e ngại về cơ hội thành công nên hạn chế sử dụng giao dịch M&A để tái cấu trúc doanh nghiệp. Bên cạnh đó, đòn bẩy tài chính là yếu tố ảnh hưởng nhiều nhất đến các chiến lược tái cấu trúc của doanh nghiệp.

4.3. Khả năng hồi phục từ các chiến lược tái cấu trúc của công ty kiệt quệ tài chính

Bảng 4 cho thấy hệ số biến Restructuring ở cột (3) là 0,6769; có ý nghĩa thống kê, đồng thời tỷ số Odds ở cột (4) lớn hơn 1. Như vậy, phương án cắt giảm hoạt động đầu tư có ảnh hưởng tích cực, cùng chiều đến việc phục hồi doanh nghiệp; đồng nhất với nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015). Điều này cho thấy với nỗ lực từ doanh nghiệp khi cương quyết cắt giảm các danh mục đầu tư không hiệu quả, tập trung vào các lĩnh vực đầu tư cốt lõi của doanh nghiệp. Điều này đã giúp doanh nghiệp trước hết cắt giảm chi phí hoạt động, đồng thời giúp doanh nghiệp kiệt quệ tài chính xoay chuyển cục diện, vượt qua khó khăn tài chính. Mặc dù các hệ số biến FD ở các cột (1), (5) và cột (7) dương nhưng không có ý nghĩa thống kê, điều này cho thấy tái cấu trúc nhân sự quản lý, cắt giảm lao động, giao dịch từ thương vụ M&A chưa mang lại hiệu quả khả thi cho công ty kiệt quệ tài chính.

Ngoài ra ở cột (3), hệ số của biến Growth* Restructuring và Mature* Restructuring lần lượt là -3.4183 và -1.3301, hàm ý các công ty kiệt quệ tài chính sử dụng phương án cắt giảm hoạt động đầu tư ở giai đoạn tăng trưởng, bão hòa càng làm giảm việc hồi phục công ty. Hệ số biến Birth*Restructuring ở cột (5) và (7) lần lượt là -2,3621 và -2,5050; cho thấy nỗ lực thực hiện tái cấu trúc bằng việc cắt giảm lao động, giao dịch M&A ở giai đoạn khởi sự càng làm giảm quá trình hồi phục cho các công ty kiệt quệ tài chính. Bản thân các công ty ở giai đoạn khởi sự tiềm ẩn nhiều rủi ro, chính vì vậy khi xảy ra kiệt quệ tài chính, sử dụng các chiến lược tái cấu trúc này không mang lại khả thi cho doanh nghiệp. Như vậy, khả năng hồi phục từ các chiến lược tái cấu trúc ít bị ảnh hưởng bởi chu kỳ sống. Bài viết tìm thấy tỷ suất sinh lợi thị trường, đòn bẩy tài chính là yếu tố có ảnh hưởng tiêu cực nhất đến khả năng phục hồi của công ty kiệt quệ tài chính.

5. Kết luận và ý kiến đề xuất

5.1. Các phát hiện chính của bài viết

Bài viết sử dụng mô hình hồi quy Logit với hiệu ứng ngẫu nhiên dành cho dữ liệu bảng cho 526 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam để phân tích tác động của kiệt quệ tài chính đến các chiến lược tái cấu trúc trong mối liên hệ với chu kỳ sống doanh nghiệp; và phân tích hiệu quả phục hồi của công ty từ việc sử dụng chiến lược tái cấu trúc. Kết quả nghiên cứu tìm thấy một số phát hiện đáng lưu ý sau:

Thứ nhất, kiệt quệ tài chính xảy ra khiến các công ty Việt Nam tăng cường sử dụng chiến lược tái cấu trúc nhân sự quản lý; cắt giảm hoạt động đầu tư, cắt giảm lao động làm việc tại công ty.

Thứ hai, các chiến lược tái cấu trúc chịu ảnh hưởng bởi chu kỳ sống, nhưng không phải ở tất cả các chiến lược tái cấu trúc. Bài viết tìm thấy ở giai đoạn bão hòa, các công ty kiệt quệ tài chính hạn chế sử dụng chiến lược tái cấu trúc từ thương vụ M&A.

Thứ ba, chiến lược tái cấu trúc hoạt động từ phương án cắt giảm hoạt động đầu tư đem lại hồi phục cho các công ty kiệt quệ tài chính, nhưng khả năng phục hồi từ các chiến lược tái cấu trúc ít chịu tác động bởi chu kỳ sống.

5.2. Các ý kiến đề xuất

Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, tác giả đề xuất các ý kiến nhằm nâng cao chất lượng quản trị tài chính cho doanh nghiệp Việt Nam:

Thứ nhất, nhà quản lý cần nâng cao tầm quan trọng về sự tồn tại của chu kỳ sống cũng như cần xác định từng giai đoạn trong chu kỳ sống của doanh nghiệp. Điều này có thể giúp nhà quản lý biết được doanh nghiệp mình đang ở giai đoạn nào của chu kỳ sống, nắm bắt được các đặc điểm rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính trong từng giai đoạn để có thể đưa ra các quyết định tài chính phù hợp cho từng giai đoạn phát triển.

Thứ hai, chiến lược tái cấu trúc hoạt động từ phương án cắt giảm hoạt động đầu tư là phương án mà các công ty kiệt quệ tài chính Việt Nam cần quan tâm trong quá trình tái cấu trúc. Để gia tăng khả năng phục hồi, doanh nghiệp cần đưa ra các tiêu chí cụ thể đánh giá hiệu quả các hoạt động đầu tư đã và đang được thực hiện. Công ty cần phân loại các khoản đầu tư vốn là lợi thế cạnh tranh, khoản đầu tư nào được mở rộng để đa dạng hóa lĩnh vực kinh doanh. Đối với các hạng mục đầu tư để đa dạng hóa, doanh nghiệp nên cắt giảm vì không phù hợp khi xảy ra kiệt quệ tài chính. Nếu là hoạt động đầu tư do chính doanh nghiệp trực tiếp đầu tư thì có thể chủ

Bảng 3: Kết quả tác động của kết quả tài chính đến chiến lược tài cấu trúc

Biến số	CEO			INV			EMP			M&A		
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)	Hệ số hồi quy (5)	Tỷ số Odds (6)	Hệ số hồi quy (7)	Tỷ số Odds (8)	Hệ số hồi quy (9)	Tỷ số Odds (10)	Hệ số hồi quy (11)	Tỷ số Odds (12)
_cons	-1,5364 (2,2102)	0,2152 (0,4533)	7,3209*** (2,7358)	1511,665*** (3656)	7,0476*** (2,5219)	1,150,141** (3,166,604)	-13,9542*** (1,4361)	0,000*** (0,000)				
Birth	-0,5134 (0,4635)	0,5985 (0,2545)	-0,3943 (0,3273)	0,6741 (0,2790)	-0,7465** (0,3177)	0,4740** (0,1611)	-0,0021 (0,2113)	0,9979 (0,2002)				
Growth	0,3245 (0,2994)	1,3833 (0,5127)	-0,0972 (0,2876)	0,9073 (0,2901)	0,0151 (0,2433)	1,0152 (0,3157)	0,0648 (0,1833)	1,0669 (0,1885)				
Mature	0,1317 (0,2393)	1,1408 (0,3858)	0,0384 (0,2227)	1,0391 (0,2447)	-0,1089 (0,2850)	0,8968 (0,2414)	0,0775 (0,1539)	1,0805 (0,1933)				
FD	2,4349*** (0,3477)	11,4146*** (3,4631)	0,5424* (0,3008)	1,7200* (0,5017)	0,4710* (0,2577)	1,6015* (0,4060)	0,0865 (0,2725)	1,0903 (0,3942)				
Birth*FD	0,6493 (0,5158)	1,9143 (0,9196)	-1,0806 (0,8257)	0,3393 (0,2406)	-0,5913 (0,7902)	0,5535 (0,4306)	-0,8070 (0,6686)	0,4461 (0,3393)				
Growth*FD	-0,3798 (0,5247)	0,6840 (0,3339)	-0,3638 (0,7090)	0,6950 (0,4007)	-0,4657 (0,6271)	0,6276 (0,4063)	-0,7739 (0,5155)	0,4612 (0,2904)				
Mature*FD	0,1627 (0,3512)	1,1766 (0,5422)	-0,2596 (0,4199)	0,7713 (0,3002)	-0,3427 (0,4474)	0,7098 (0,3070)	-0,8834* (0,5043)	0,4133* (0,2210)				
TobinsQ	0,0631 (0,2053)	1,0651 (0,2497)	-0,2749 (0,6592)	0,7596 (0,4071)	-0,3698 (0,5963)	0,6908 (0,4899)	-0,1092 (0,1253)	0,8965 (0,0958)				
LnAsset	-0,1092 (0,0830)	0,8966 (0,0716)	-0,4196*** (0,0961)	0,6573*** (0,0585)	-0,4052*** (0,0951)	0,6668*** (0,0671)	0,4332*** (0,0514)	1,5421*** (0,0986)				
Institutional	-0,2771 (0,3390)	0,7579 (0,2869)	-1,4140*** (0,4830)	0,2431*** (0,1306)	-1,2842** (0,5435)	0,2768*** (0,1367)	-0,0192 (0,2250)	0,9809 (0,2665)				
Leverage	0,9773*** (0,3292)	2,6573*** (0,9004)	2,5262*** (0,3688)	12,5060*** (4,8589)	2,3365*** (0,4792)	10,345*** (4,4772)	-1,1674*** (0,3211)	0,3111*** (0,1004)				
CashFlow	-1,2024** (0,5266)	0,3005** (0,1475)	-0,3242 (0,7400)	0,7231 (0,4976)	-0,2321 (0,8197)	0,7928 (0,5456)	-0,4189 (0,4536)	0,6577 (0,2625)				
Return	0,1303 (1,4266)	1,1391 (1,4246)	-2,2751 (1,6177)	0,1027 (0,1433)	-1,3383 (1,2216)	0,2622 (0,3749)	8,2568*** (1,4489)	3853,932*** (4189,969)				
Volatility	1,5715* (0,9194)	4,8138* (4,3589)	2,7615*** (0,9091)	15,8238*** (15,9754)	1,4486 (1,1073)	4,2571 (4,5291)	-1,2426 (0,8673)	0,2886 (0,2521)				
Số quan sát	4,300	4,300	4,300	4,300	4,300	4,300	4,300	4,300				
Wald chi-squared	307,05***	366,22***	134,36***	160,60***	109,47***	121,15***	212,89***	149,17***				
Log likelihood value	-766,32	-766,32	-885,83	-885,83	-788,091	-788,091	-1,227,195	-1,227,195				

Nguồn: Tính toán của tác giả trên stata. Sai số chuẩn Bootstrap trong (.), *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Bảng 4: Kiểm định việc hồi phục từ các chiến lược tái cấu trúc

Biến số	CEO		INV		EMP		M&A	
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)	Hệ số hồi quy (5)	Tỷ số Odds (6)	Hệ số hồi quy (7)	Tỷ số Odds (8)
_cons	3,4245 (3,4577)	30,7087 (107,9183)	2,8083 (3,4150)	16,5816 (66,3543)	2,8181 (3,2603)	16,7452 (70,6196)	3,5458 (3,4482)	34,6666 (129,8936)
Birth	0,7370* (0,4386)	2,0896* (0,8932)	0,6344 (0,3761)	1,8858 (0,7728)	0,7678 (0,5580)	2,1550 (0,9819)	0,7068** (0,3212)	2,0275** (0,6394)
Growth	-0,0216 (0,4541)	0,9786 (0,3235)	0,3024 (0,3915)	1,3530 (0,4635)	0,0442 (0,3992)	1,0452 (0,3977)	-0,0717 (0,2492)	0,9308 (0,2731)
Mature	-0,1015 (0,3964)	0,9035 (0,3247)	-0,0766 (0,3695)	0,9263 (0,3692)	-0,3200 (0,3033)	0,7261 (0,2523)	-0,2407 (0,3348)	0,7861 (0,2006)
Restructuring	0,3749 (0,5030)	1,4549 (0,6552)	0,6769* (0,3959)	1,9679* (0,7731)	0,5316 (0,6934)	1,7017 (1,308)	0,4705 (0,4894)	1,6008 (1,2955)
Birth* Restructuring	-0,0207 (0,9765)	0,9795 (0,7877)	0,8745 (0,7812)	2,3978 (2,4813)	-2,3621* (1,3593)	0,0942* (0,1241)	-2,5050** (1,2105)	0,0817* (0,1228)
Growth* Restructuring	-0,6320 (0,7920)	0,5315 (0,3987)	-3,4183*** (0,6308)	0,0328*** (0,0239)	-0,8419 (1,2414)	0,4309 (0,5055)	1,5597 (1,2273)	4,7574 (6,8087)
Mature* Restructuring	-0,7012 (0,6693)	0,4960 (0,3153)	-1,3301* (0,7394)	0,2644* (0,2125)	0,1917 (0,9749)	1,2113 (1,4376)	-1,1589 (0,9846)	0,3138 (0,3973)
TobinsQ	-3,2190*** (0,9182)	0,0399*** (0,0265)	-0,1514 (0,9535)	0,8594 (1,5726)	-0,1390 (1,6464)	0,8702 (1,272)	-0,1397 (1,4917)	0,8694 (1,3512)
LnAsset	-0,0016 (0,1187)	0,9984 (0,1253)	-0,0812 (0,1333)	0,9219 (0,1275)	-0,0770 (0,1270)	0,9258 (0,1519)	-0,1061 (0,1474)	0,8993 (0,1253)
Institutional	0,8317 (0,5364)	2,2971 (1,1438)	0,8923 (0,5591)	2,4408 (1,2825)	0,8704 (0,6146)	2,3877 (1,3107)	0,8603 (0,6357)	2,3637** (0,9509)
Leverage	-1,2359*** (0,4116)	0,2905*** (0,1159)	-1,0417** (0,4540)	0,3528** (0,1549)	-0,9959** (0,4941)	0,3693** (0,1804)	-0,9466 (0,7191)	0,388*** (0,1345)
CashFlow	1,0437 (0,6477)	2,8395 (2,1322)	0,8409 (0,7662)	2,3184 (2,0469)	0,6030 (0,5347)	1,8276 (1,5455)	0,4652 (0,3491)	1,5923 (0,9242)
Return	-7,4746*** (1,7604)	0,0005*** (0,0011)	-8,1468*** (1,9727)	0,0002*** (0,0006)	-7,8978*** (1,9653)	0,0003*** (0,0007)	-7,8873*** (2,7386)	0,0003*** (0,0009)
Volatility	1,8206 (1,7374)	6,1758 (10,0248)	1,3386 (1,4719)	3,8138 (6,1842)	1,2028 (1,8394)	3,3295 (6,4637)	1,5019 (1,6521)	4,4902 (7,449)
Số quan sát	612	612	612	612	612	612	612	612
Wald chi-squared	76,78***	97,71***	104,94***	60,08***	94,28***	84,75***	349,93***	838,33***
Log likelihood value	-338,51	-338,51	-350,47	-350,47	-353,07	-353,07	-353,14	-353,14

Nguồn: Tính toán của tác giả trên stata. Sai số chuẩn Bootstrap trong (.), *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

động cắt giảm ngay. Nếu như các hoạt động đầu tư này có sự liên kết hợp tác giữa các bên thì cần căn cứ trên các hợp đồng thỏa thuận hợp tác để đàm phán kế hoạch cắt giảm. Việc cắt giảm hoạt động đầu tư không hiệu quả hoặc chưa phù hợp ở thời điểm khó khăn tài chính sẽ giúp doanh nghiệp tiết kiệm được chi phí, tập trung nguồn lực cho các mảng hoạt động lợi thế của doanh nghiệp. Tuy nhiên, phương án cắt giảm phải đảm bảo không mất đi giá trị vốn có, lợi thế cạnh tranh của công ty.

Bên cạnh đó, bài viết cũng không tránh khỏi hạn chế về khung thời gian phân tích. Một số dữ liệu thứ cấp để đo lường các biến chiến lược tái cấu trúc được tác giả thu thập bằng tay nên không tránh khỏi những thiếu sót. Mặc dù các kết quả bài viết cho thấy chiến lược tái cấu trúc mà công ty kiệt quệ tài chính thực hiện chịu ảnh hưởng bởi chu kỳ sống nhưng không phải xảy ra ở tất các chiến lược tái cấu trúc. Trong các hướng nghiên cứu tiếp theo, tác giả sẽ nỗ lực khắc phục những hạn chế còn tồn tại. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (2006), *Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy*, Analyze and Invest in Distressed Debt (Third ed.), Wiley.
2. Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992), *Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis*, Journal of Accounting and Economics, 15, 203-207.
3. Bharath, S. T., & Shumway, T. (2008), *Forecasting Default with the Merton Distance to Default Model*, The Review of Financial Studies, 21(3), 1339-1369.
4. Denis, D. J., & Kruse, T. A. (2000), *Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines*, Journal of Finance Economics, 55, 391-424.
5. Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). *Does corporate performance improve after mergers?* Journal of Financial Economics, 31, 135-175.
6. Kam, A., Citron, D., & Muradoglu, G. (2008), *Distress and restructuring in China: Does ownership matter?* China Economic Review, 19, 567-579.
7. Kang, J. K., & Shivdasani, A. (1997), *Corporate restructuring during performance declines in Japan*, Journal of Financial Economics,

46(1), 29-65.

8. Koh, S., Durand, R. B., Dai, L., & Chang, M. (2015), *Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring*, Journal of Corporate Finance, 33, 19-33.
9. Merton, R. C. (1974), *On the Pricing of Corporate Debt: The risk structure of Interest rate*, The Journal of Finance, 29(2), 449-470.
10. Miller, D., & Friesen, P. H. (1984), *A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle*, Management Science, 30(10), 1161-1183.
11. Pashley, M. M., & Philippatos, G. C. (1990), *Voluntary divestitures and corporate life-cycle: some empirical evidence*, Applied Economics, 22(9), 1181-1196.
12. Penrose, E. T. (1952), *Biological Analogies in the Theory of the Firm*, The American Economic Review, 42(5), 804-819.
13. Posey, R. B. (1961), *Modern Organization Theory*, *Administrative Science Quarterly*, 5(4), 609-611.
14. Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (1999), *Corporate Finance*, USA: Irwin/McGraw-Hill Press.
15. Shrader, M. J., & Hickman, K. A. (1993), *Economic Issues in Bankruptcy and reorganization*, Journal of Applied Business Research, 9(3), 110-118.
16. Sudarsanam, S., & Lai, J. (2001), *Corporate Financial Distress and Turnaround Strategies: An Empirical Analysis*, British Journal of Management, 12, 183-199.
17. Wruck, K. H. (1990), *Financial distress, reorganization, and organizational efficiency*, Journal of Financial Economics, 27, 419-444.

Summary

The paper examines the influence of financial distress on restructuring by life cycle and the recovery of Vietnamese firms by Logit regression model with random effect. The study found that financial distress may take place at any stage of the life cycle especially during times of depression. The research results show that financial distress make companies enhance restructuring their managerial personnel and cut down on investment and labor. As it matures, a company with financial distress will limit restructuring through M&A. Restructuring through investment cut brings about recovery potential to