KIỆT QUỆ TÀI CHÍNH VÀ QUYẾT ĐỊNH TÁI CẤU TRÚC DOANH NGHIỆP VIỆT NAM TRONG TỪNG CHU KỲ SỐNG

Khúc Thế Anh
Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: anhkt@neu.edu.vn
Trần Bá Ngọc Khôi
Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: 11212905@st.neu.edu.vn
Lưu Thị Phương Anh
Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: 11210443@st.neu.edu.vn
Nguyễn Hồng Anh
Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: 11212400@st.neu.edu.vn
Nguyễn Thị Minh
Trường Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: 11218200@st.neu.edu.vn

Mã bài báo: JED-1564
Ngày nhận: 05/01/2024
Ngày nhận bản sửa: 05/02/2024
Ngày duyệt đăng: 22/02/2024
Mã DOI: 10.33301/JED.VI.1564

Tóm tắt:
Bài viết này nghiên cứu ảnh hưởng của kiệt quệ tài chính đến quyết định tái cấu trúc của các doanh nghiệp Việt Nam trong từng chu kỳ sống, khi số liệu các doanh nghiệp giải thể của Tổng cục thống kê đã chỉ ra sự thương tổn của nền kinh tế. Dữ liệu thu thập từ 645 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam vào giai đoạn 2010-2022 được xử lý bằng mô hình hồi quy logistic và dự báo rủi ro tín dụng KMV Merton trên STATA17 và Excel VBA. Nhóm nghiên cứu phát hiện kiệt quệ tài chính xảy ra khiến các công ty gia tăng sử dụng các chiến lược tái cấu trúc tài sản, hoạt động và nguồn tài trợ. Ở giai đoạn bão hòa và suy thoái, các doanh nghiệp Việt Nam có xu hướng cắt giảm giá vốn hàng bán, phát hành thêm vốn cổ phần và sử dụng nợ nhiều hơn so với việc bán tài sản cố định và cắt giảm cổ tức chi trả.
Từ khóa: Tái cấu trúc doanh nghiệp, khoảng cách vỡ nợ, kiệt quệ tài chính, chu kỳ sống.
Mã JEL: G33, G34.

Financial distress and corporate restructuring decisions in the life cycle

Abstract:
This study is conducted to investigate the impact of financial distress on corporate restructuring strategies at each life cycle stage, when data on dissolved entities from the General Statistics Office pointed out the damage to the economy. Data were collected from 645 Vietnam listed firms in the period of 2010-2022. By employing the logistic regression and KMV Merton credit risk forecast model, the results reveal that financial distress causes firms to increase use of asset, operations and financing restructuring strategies. In periods of saturation and recession, Vietnamese firms tend to cut the cost of goods sold, issue more equity capital, and use more debt than to sell fixed assets and cut dividends paid.
Keywords: *Corporate restructuring, distance-to-default, financial distress, life cycle.*
JEL codes: G33, G34.

1. Giới thiệu

Đại dịch COVID-19 đã tạo ra một cú sốc chưa có tiền lệ đối với hệ thống kinh tế toàn cầu. Tại Mỹ, tổng thiệt hại đối với nền kinh tế ước tính gần 14 triệu tỉ đô vào cuối năm 2023 (Hlávka & Adam, 2023). Tác động còn lớn hơn đối với những thị trường cận biên (MSCI, 2023). Menezes & Gropper (2021) cho thấy ở giai đoạn kìm hãm khủng hoảng, dù chính phủ có phản ứng nhanh bằng các chính sách tạm thời, rủi ro mất thanh khoản vẫn gia tăng với hàng loạt cuộc vỡ nợ, trực tiếp gây thiệt hại cho hệ thống ngân hàng.

Ở một vị thế đặc biệt, cơ cấu doanh nghiệp nội địa Việt Nam có đến 97% là vừa và nhỏ, thu hút 32% nguồn vốn, do vậy nền kinh tế càng dễ bị tổn thương do đặc tính vốn có doanh nghiệp gặp nhiều hạn chế về huy động vốn. Thời điểm này, chính phủ thường đưa ra các chính sách hỗ trợ, tuy nhiên, không thể phụ thuộc hoàn toàn do việc tiếp cận các gói hỗ trợ lãi suất luôn rất phức tạp, cản trở quá trình phục hồi kinh tế. Vì vậy, các doanh nghiệp cần biết tự xoay sở, đưa ra chiến lược tái cấu trúc phù hợp, đặc biệt khi kiệt quệ tài chính.

Các quyết định tái cấu trúc doanh nghiệp thường rất khó khăn, bản thân các vị trí quản lý không đủ tự tin với quyết định của mình. Đã có nhiều nghiên cứu tìm hiểu về mối quan hệ chu kỳ sống và tái cấu trúc. Các trường hợp tự nguyện rút vốn, tái cấu trúc sở hữu phản ánh mức độ tương quan cao giữa chiến lược tái cấu trúc và chu kỳ sống (Pashley & Philippatos, 1990). Hơn nữa, từ góc nhìn chu kỳ sống, Chhillar & Lellapalli (2022) có thể dự báo được các dấu hiệu của tình trạng kiệt quệ tài chính; và ở bất kì giai đoạn nào cũng có những điểm cần chú tâm. Đây có thể là yếu tố giúp các doanh nghiệp Việt Nam ra quyết định tái cấu trúc kịp thời hơn. Lê Đạt Chí & Phạm Hoàng Chiến (2016), Phạm Thị Hồng Vân (2018) đã bàn đến kiệt quệ tài chính nhưng chưa khai thác mối liên hệ các chủ đề này với chu kỳ sống doanh nghiệp. Huỳnh Thị Cẩm Hà (2019) từng nghiên cứu tương quan giữa chu kỳ sống và quyết định tái cấu trúc doanh nghiệp nhưng phương pháp tính toán dựa hoàn toàn vào dữ liệu báo cáo tài chính. Nghiên cứu này sẽ khắc phục các khuyết điểm trên và bao trùm cả thời kỳ COVID-19 khi các doanh nghiệp Việt Nam bắt đầu gặp nhiều khó khăn tài chín. Chúng tôi tập trung vào câu hỏi: ở các thời điểm kiệt quệ tài chính trước, chu kỳ sống đã ảnh hưởng như nào đến quyết định tái cấu trúc trong doanh nghiệp Việt Nam?

Để giải quyết câu hỏi trên, Phần 2 trình bày tổng quan nghiên cứu và cơ sở lý thuyết. Phương pháp nghiên cứu và kết quả nghiên cứu được sẽ lần lượt trình bày ở Phần 3 và 4. Chúng tôi sẽ đưa ra một số hàm ý chính sách ở Phần 5.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu

2.1. Kiệt quệ tài chính và chu kỳ sống của doanh nghiệp

Thuật ngữ "kiệt quệ tài chính" được chỉ ra dưới nhiều góc độ ở nhiều bài nghiên cứu khác nhau. Altman & Hotchkiss (1993) đã tổng hợp thành bốn thuật ngữ khi đề cập đến tình trạng kiệt quệ tài chính, bao gồm: thất bại, mất thanh khoản, vỡ nợ và phá sản. Thất bại (failure) nhìn chung bao gồm việc doanh thu không đủ để trang trải chi phí và lợi tức đầu tư trung bình liên tục thấp hơn chi phí vốn của công ty. Trong khi mất thanh khoản (insolvency) xảy ra khi một công ty không thể đáp ứng các nghĩa vụ tài chính của mình, tồn tại dưới hai dạng là mất thanh khoản ngắn hạn và dài hạn (Shrader & Hickman, 1993). Vỡ nợ (default) đề cập đến mối quan hệ giữa công ty và các chủ nợ, theo đó, khi không thể thanh toán một khoản vay hoặc trả lãi đúng hạn công ty sẽ có khả năng cao rơi vào tình trạng vỡ nợ pháp lý (Altman & Hotchkiss, 1993). Cuối cùng, phá sản (bankruptcy) đề cập đến giai đoạn doanh nghiệp nộp đơn chính thức xin phá sản và đây là lựa chọn cuối cùng của doanh nghiệp nếu không thể giải quyết được các vấn đề tài chính.

Lý thuyết chu kỳ sống cho rằng các doanh nghiệp sẽ phải trải qua một thứ tự các giai đoạn phát triển có thể dự đoán trước, mỗi giai đoạn sẽ có đặc trưng khác nhau và không thể đảo ngược vị trí với nhau. Adizes (1979) phân chia các giai đoạn trong mô hình chu kỳ sống tập trung vào 4 đến 5 giai đoạn chính. Ở bài nghiên cứu này, nhóm tác giả hướng đến 4 giai đoạn phát triển chung trong chu kỳ sống của công ty, bao gồm: giai đoạn khởi sự (birth), tăng trưởng (growth), bão hòa (maturity) và suy thoái (decline).

2.2. Tái cấu trúc và chu kỳ sống của doanh nghiệp

Tái cấu trúc doanh nghiệp được hiểu là sự sắp xếp, tổ chức lại công ty sao cho phù hợp với từng giai đoạn thông qua một số hoạt động như thay đổi mô hình kinh doanh, hay thay đổi cơ cấu tài sản, cơ cấu vốn,.Khi đối mặt với tình trạng kiệt quệ tài chính, tái cấu trúc là sự lựa chọn duy nhất đối với các doanh nghiệp (Koh & cộng sự, 2015). Tuy nhiên, việc đưa ra các quyết định tái cấu trúc còn cần phụ thuộc vào từng giai đoạn

trong chu kỳ sống của công ty.

Các công ty ở giai đoạn khởi sự thường là những doanh nghiệp có quy mô nhỏ, được kiểm soát chặt chẽ bởi chủ sở hữu, chi phí hoạt động lớn trong khi doanh thu chưa đủ đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán. Vì vậy, các doanh nghiệp thường phải vay vốn bên ngoài với lãi suất cao và điều này có thể dẫn đến tình trạng kiệt quệ tài chính. Các công ty ở giai đoạn tăng trưởng đã bắt đầu phát triển cấu trúc chính thức, mở rộng hoạt động thông qua việc đổi mới, đa dạng hóa và có thể rơi vào kiệt quệ khi công ty trở nên quá tự tin. Đối với giai đoạn bão hòa, mức bán hàng đã dần ổn định, sự đổi mới giảm sút và công ty muốn khai thác lợi nhuận bằng cách trốn tránh những thay đổi tốn kém (Primc & Čater, 2016). Trong giai đoạn này, nguyên nhân dẫn đến kiệt quệ tài chính có thể đến từ cấu trúc vốn sử dụng quá nhiều nợ vay hoặc bởi rủi ro đạo đức của nhà điều hành và các cổ đông (Cao & Chen, 2012). Cuối cùng, ở giai đoạn suy thoái, cấu trúc và văn hóa doanh nghiệp trở nên bảo thủ, khả năng sáng tạo thấp nên doanh nghiệp khó phát triển được như trước. Hoạt động kinh doanh suy giảm, doanh thu không đủ để thanh toán các khoản phải trả, vì vậy công ty ở giai đoạn này rất dễ rơi vào tình trạng kiệt quệ.

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

Chiến lược tái cấu trúc hoạt động được hiểu là các chiến lược liên quan đến chi phí, doanh thu và các tài sản hoạt động nhằm cải thiện dòng tiền và nâng cao tỷ suất lợi nhuận trong ngắn hạn (Sudarsanam & Lai, 2001). Theo đó, chiến lược này có thể được áp dụng dưới các hình thức như: gia tăng doanh thu (Ozali, 2023), cắt giảm chi phí (Barbero & cộng sự, 2020), cắt giảm tài sản hoạt động (Kim, 2023) hoặc kết hợp các phương án với nhau. Ngoài ra, một số các nghiên cứu cũng đã bổ sung phương án cắt giảm lao động như là một trong những chiến lược tái cấu trúc hoạt động của công ty (Tangpong & cộng sự, 2015).

ElBannan (2021) chỉ ra chiến lược tái cấu trúc tài chính liên quan đến việc tái cơ cấu vốn của công ty sao cho phụ thuộc hơn vào vốn chủ sở hữu, đồng thời giảm bớt sự phụ thuộc vào nợ. Chiến lược này có thể được thực hiện thông qua hai hình thức tái cấu trúc là dựa trên nợ hoặc dựa trên vốn chủ sở hữu. Cụ thể, các phương án được đề cập đến bao gồm cắt hoặc không chia cổ tức (Koh & cộng sự, 2015), phát hành thêm vốn cổ phần hay tái cơ cấu lại các khoản nợ của công ty (Akbar & cộng sự, 2022). Theo đó:

H1: Kiệt quệ tài chính giúp các doanh nghiệp Việt Nam đẩy mạnh thực hiện chiến lược tái cấu trúc công ty.

2.4. Tổng quan các nghiên cứu về chiến lược tái cấu trúc và chu kỳ sống doanh nghiệp

Ở giai đoạn khởi sự và tăng trưởng thường bị giới hạn về quy mô và sản xuất do đó gần như không sử dụng đến chiến lược tái cấu trúc tài sản nên các doanh nghiệp không tái cấu trúc (Hozhabrie, 2019). Sari (2022) chỉ ra các công ty ở giai đoạn phát triển khi xảy ra kiệt quệ tài chính có xu hướng thực hiện tái cấu trúc hoạt động. Bên cạnh đó, Koh & cộng sự (2015) cho thấy các công ty kiệt quệ sẽ áp dụng ít nhất một trong các phương án thuộc chiến lược tái cấu trúc hoạt động đặc biệt là cắt giảm lao động và tập trung gia tăng doanh thu.

Ở giai đoạn bão hòa và suy thoái, các công ty sẽ có xu hướng thực hiện chiến lược tái cấu trúc tài sản cũng như nguồn tài trợ nhiều hơn. Sudarsanam & Lai (2001) cho rằng tái cơ cấu nợ thường được các công ty có nhiều năm hoạt động lựa chọn và đem đến hiệu quả cao hơn trong quá trình áp dụng. Akbar & cộng sự (2022) cũng chỉ ra việc các công ty tích cực tham gia vào tái cơ cấu vốn chủ sở hữu ở hai giai đoạn là tăng trưởng và bão hoà trong khi các công ty kiệt quệ tài chính ở giai đoạn suy thoái có xu hướng sử dụng chiến lược cắt giảm cổ tức nhiều hơn. Vì thế, chúng tôi đưa ra giả thuyết:

H2: Các chiến lược tái cấu trúc của công ty kiệt quệ tài chính có quan hệ chặt chẽ với chu kỳ sống doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Dữ liệu nghiên cứu là báo cáo tài chính của 645 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam từ năm 2010 đến 2022, phân loại theo hệ thông phân nhóm ngành chuẩn Industry Classification Benchmark phân cấp 2, cung cấp bởi FiinPro-X. Chúng tôi không nghiên cứu ngành viễn thông và nhóm các công ty cung cấp dịch vụ tài chính.

3.2. Mô tả biến và phương pháp nghiên cứu

3.2.1. Biến độc lập

Biến kiệt quệ tài chính

Dựa trên số liệu tài chính thực tế, tại năm t, doanh nghiệp được xem là xảy ra kiệt quệ tài chính khi: Hoặc, thu nhập hoạt động của doanh nghiệp bị âm ít nhất trong 3 năm liên tục (Denis & Kruse, 2000); tức năm t, năm t-1 và năm t-2.

Hoặc, doanh thu trước thuế và lãi vay của doanh nghiệp nhỏ hơn chi phí lãi vay trong 2 năm liên tục (Asquith & cộng sự, 1994); tức năm t và năm t-1.

Nếu dựa trên số liệu tài chính thực tế, dữ liệu kế toán chỉ ghi chép lịch sử, không thể hiện kì vọng nên sử dụng để đánh giá khả năng vỡ nợ trong tương lai có phần không hợp lý (Napier, 2023). Việc chỉ sử dụng 2 phương thức trên để xác định kiệt quệ tài chính sẽ là không đủ. Vì vậy, chúng tôi bổ sung thêm mô hình KMV – Merton.

Dựa trên mô hình KMV – Merton (Bharath & Shumway, 2008): kết hợp giữa lý thuyếtBharath & Shumway (2008) Merton (1974) và mô hình EDF của công ty xếp hạng tín nhiệm Moody's (Crosbie & Bohn, 2019) để tính toán khả năng vỡ nợ tượng trưng cho xác suất kiệt quệ tài chính bằng cách coi giá trị vốn cổ phần như một quyền chọn mua.

Bản chất khoảng cách tới vỡ nợ không thể hiện thời điểm kiệt quệ tài chính nên nhóm nghiên cứu phân loại một doanh nghiệp là "kiệt quệ tài chính" khi có 2 năm liên tục giảm khoảng cách tới vỡ nợ (Koh & cộng sự, 2015). Chúng tôi chọn tính toán khoảng cách tới vỡ nợ thông qua thuật toán Excel VBA của Löeffler & Posch (2011).

Công thức chính cho khoảng cách tới vỡ nợ là:

$$DD = \frac{\ln\frac{V_A}{X_t} + \left(\mu - \frac{\sigma_A^2}{2}\right)t}{\sigma_A\sqrt{t}}$$

Trong đó: DD là khoảng cách tới vỡ nợ, V_A *là giá trị tổng tài sản,* X_t *là giá trị sổ sách nợ,* là tỷ lệ sinh lời kì vọng trên tài sản, là độ biến động tài sản, t là kì hạn nợ lấy mặc định là 1.

Biến chu kỳ sống

Nghiên cứu xem xét 4 giai đoạn tồn tại của công ty: khởi sự, tăng trưởng, bão hòa, suy thoái. Kế thừa từ Koh & cộng sự (2015), chúng tôi sử dụng 4 biến số DP, SG, CEV và AGE để phân loại và xác định các giai đoạn trong chu kỳ sống công ty.

DP đại diện cho cổ tức chi trả, được tính bằng Cổ tức chi trả/lợi nhuận sau thuế. SG là biến tốc độ tăng trưởng doanh thu doanh thu hàng năm. CEV là mức độ chi tiêu vốn, được đo lường bằng Chi tiêu vốn/(giá trị thị trường vốn cổ phần + giá trị sổ sách của tổng nợ). AGE thể hiện thời gian hoạt động của công ty trên thị trường, được tính bằng thời gian hoạt động của công ty trên thị trường. Giá trị quan sát của 4 biến được chia thành tứ phân vị theo ngành. Đối với biến SG và CEV, giá trị quan sát sẽ nằm trong 4 khoảng từ nhỏ hơn tứ phân vị thứ nhất Q1 đến lớn hơn tứ phân vị thứ 3 lần lượt nhận điểm từ 4 xuống 1. Điều này ngược lại với biến DP và AGE. Cuối cùng, tổng hợp các giá trị và tiếp tục chia giá trị quan sát thành tứ phân vị, xếp vào từng nhóm chu kì sống theo điểm cắt phân vị.

3.2.2. Biến phụ thuộc

Atanassov & Kim (2009) cho rằng biến ASSET thể hiện dấu hiệu giảm tài sản hữu hình của doanh nghiệp qua các năm nghiên cứu. Chiến lược tái cấu trúc hoạt động được thực hiện thông qua 2 cách thức: giảm hoạt động đầu tư (INV) hoặc giảm giá vốn hàng bán (COG).

Hovakimian & cộng sự (2004), Koh & cộng sự (2015) đưa ra biến DIV đại diện cho phương án cắt giảm cổ tức, NetDebt minh họa cho việc vay nợ và NetEquity hàm ý cho phương án phát hành thêm vốn cổ phần để xem xét công ty có thực hiện tái cấu trúc nguồn tài trợ hay không.

3.2.3. Biến kiểm soát

Chúng tôi sử dụng các biến kiểm soát TobinsQ, LnAsset, CashFlow, Return, Volatility, Leverage lần lượt

mang ý nghĩa cơ hội tăng trưởng, quy mô tài sản, dòng tiền hoạt động, tỷ suất sinh lời trung bình, biến động rủi ro và đòn bẩy tài chính để kiểm soát và xem xét mối liên hệ giữa biến phụ thuộc và các biến kiểm soát (Koh & cộng sự, 2015).

Mô hình nghiên cứu được thể hiện như sau (Chi tiết tại Bảng 1).

$$Restructuring_{it} = \beta_1 + \beta_2 Birth_{it} + \beta_3 Growth_{it} + \beta_4 Mature_{it} + \beta_5 FD_{it} + \beta_6 Birth \times FD_{it} + \beta_7 Growth \times FD_{it} + \beta_8 Mature \times FD_{it} + \beta_9 TobinsQ_{it} + \beta_{10} LnAsset_{it} + \beta_{11} Volatility_{it} + \beta_{12} Return_{it} + \beta_{13} Leverage_{it} + \beta_{14} CashFlow_{it} + \varepsilon_{it}$$

Bảng 1: Mô tả các biến

Tên biến	Ký hiệu	Mô tả biến	Kì vọng
Biến độc lập			
Kiệt quệ tài chính	FD_KMV Merton	Bằng 1 nếu năm quan sát xảy ra kiệt quệ tài chính, ngược lại bằng 0 theo từng phương pháp đo lường	+
	FD_thucte		+
Giai đoạn của chu kỳ sống	Birth	Bằng 1 nếu năm quan sát có giá trị thuộc giai đoạn khởi sự, ngược lại bằng 0. Tương tự với 2 giai đoạn còn lại	+/-
	Growth		+/-
	Mature		+/-
Biến phụ thuộc			
Chiến lược tái cấu trúc hoạt động	INV_{it}	Bằng 1 nếu công ty giảm hơn 15% các hoạt động đầu tư từ năm t-1 đến năm t/t+1, ngược lại bằng 0	
	COG_{it}	Bằng 1 nếu giá vốn hàng bán/doanh thu thuần của doanh nghiệp lớn hơn trung bình ngành vào năm t và rơi vào nhóm phân vị 4 của ngành vào năm t/t+1, ngược lại bằng 0	
Chiến lược tái cấu trúc tài sản	$ASSET_{it}$	Bằng 1 nếu tổng giá trị tài sản cố định hữu hình của doanh nghiệp giảm 15% từ năm t-1 đến năm t/t+1, ngược lại bằng 0	
Chiến lược tái cấu trúc nguồn tài trợ	DIV_{it}	Bằng 1 nếu tổng giá trị cổ tức chi trả của công ty giảm hơn 25%, ngược lại bằng 0	
	$NetDebt_{it}$	Bằng 1 nếu tại năm kiệt quệ tài chính công ty có giá trị nợ ròng cao hơn trung bình ngành, ngược lại bằng 0 Nợ ròng = (Tiền vay nhận được – Tiền chi trả nợ vay)/Tổng tài sản	
	$NetEquity_{it}$	Bằng 1 nếu tại năm kiệt quệ tài chính, vốn cổ phần ròng của công ty cao hơn trung bình ngành, ngược lại bằng 0 Vốn cổ phần ròng = (Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và nhận vốn góp – Tiền chi trả vốn góp và mua lại cổ phiếu đã phát hành)/Tổng tài sản	
Biến kiểm soát			
Cơ hội tăng trưởng	$TobinsQ_{it}$	(Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu + Giá trị sổ sách của nợ)/Tổng tài sản	+/-
Quy mô	$LnAsset_{it}$	Logarit tự nhiên của tổng tài sản	+/-
Biến động rủi ro	$Volatility_{it}$	Độ lệch chuẩn của tỷ lệ sinh lời hàng tháng của cổ phiếu trong năm	+/-
Tỷ suất sinh lời	$Return_{it}$	Tỷ suất sinh lời trung bình trong năm	+/-
Đòn bẩy tài chính	$Leverage_{it}$	Nợ dài hạn/(Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu + giá trị sổ sách nợ dài hạn)	+/-
Dòng tiền hoạt động	$CashFlow_{it}$	Dòng tiền thuần từ hoạt động/Tổng tài sản	+/-

Nguồn: Tổng hợp từ nhóm tác giả.

Nghiên cứu sử dụng phân tích hồi quy logit để xác định mối liên hệ giữa chiến lược tái cấu trúc và chu kỳ sống của doanh nghiệp, được áp dụng với hiệu ứng ngẫu nhiên do giảm sự biến thiên của mẫu nghiên cứu theo từng doanh nghiệp và khoảng thời gian. Dữ liệu được xử lý bằng Stata17.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả biến

Bảng 2: Thống kê mô tả biến

Biến số	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
FD_thucte	7.038	0,084	0,2776	0,000	1,000
FD_KMV	7.038	0,2499	0,433	0,000	1,000
Birth	7.038	0,1851	0,3884	0,000	1,000
Growth	7.038	0,3299	0,4702	0,000	1,000
Mature	7.038	0,2545	0,4356	0,000	1,000
TobinsQ	7.038	1,1149	0,6292	0,1451	10,7739
LnAsset	7.038	27,3488	1,6006	23,3304	33,9896
Return	7.038	0,0002	0,0032	-0.0608	0,0722
Volatility	7.038	0,4744	0,1738	0,000	4,2157
Leverage	7.038	0,1695	0,2165	0,000	1,000
Cashflow	7.038	0,0558	0,1429	-1,1000	1,9026

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Tổng số quan sát là 7.038 quan sát. Kết quả tổng hợp cho thấy trung bình có 24,99% (dòng 2 cột 3 Bảng 2) trong tổng mẫu quan sát xảy ra kiệt quệ tài chính (theo mô hình KMV Merton) và chỉ 8,4% (dòng 1 cột 3) trong tổng mẫu quan sát xảy ra kiệt quệ tài chính (theo số liệu tài chính thực tế). Nguyên nhân dẫn đến tỉ lệ cao kiệt quệ tài chính là phương pháp đo lường số liệu thực tế không phát hiện được đầy đủ các trường hợp và khoảng thời gian nghiên cứu bao gồm 2 thời kỳ có nhiều công ty gặp khó khăn là năm 2011-2012 và đại dịch COVID-19. Bên cạnh đó, các giá trị trung bình của các biến chu kỳ sống Birth, Growth và Mature cho biết lần lượt có 18,51% (dòng 3 cột 3) quan sát thuộc giai đoạn khởi sự; 32,99% (dòng 3 cột 3) quan sát thuộc giai đoạn tăng trưởng và 25,45% (dòng 5 cột 3) quan sát thuộc giai đoạn bão hòa.

4.2. Kết quả ảnh hưởng của kiệt quệ tài chính đến chiến lược tái cấu trúc trong mối liên hệ với chu kì sống

Khi xem xét khía cạnh độc lập của chu kỳ sống đến việc lựa chọn chiến lược tái cấu trúc tài sản, hệ số hồi quy âm ở biến Growth và Mature, tỉ số Odds nhỏ hơn 1 đồng thời có ý nghĩa thống kê cho thấy các doanh nghiệp trong giai đoạn tăng trưởng và bão hòa hạn chế thực hiện cắt giảm tài sản hoạt động. Lý do là doanh nghiệp ở thời kỳ tăng trưởng sẽ sử dụng các tài sản cố định để sản xuất tạo ra lợi nhuận và thay đổi chiến lược nhằm nỗ lực đưa doanh nghiệp trở lại vị thế ban đầu, thay vì bán tài sản để giảm áp lực từ chủ nợ, phù hợp với luận điểm đặt ra của Cao & Chen (2012)b. Ở khía cạnh khác, cột (1) và (2) Bảng 3 ghi nhận hệ số hồi quy biến FD bằng 0,365 và 0,748; đồng thời cột (1) và (2) Bảng 4 ghi nhận tỉ số Odds lớn hơn 1, hàm ý rằng kiệt quệ tài chính càng thúc đẩy các công ty Việt Nam gia tăng sử dụng chiến lược tái cấu trúc tài sản. Giả thuyết H1 được chấp nhận và đồng nhất với các nghiên cứu trước của Koh & cộng sự (2015), Hozhabrie (2019). Việc thanh lí tài sản các dự án sinh lời thấp, không tạo ra dòng tiền giúp công ty có được nguồn tiền mặt giải quyết những khó khăn tài chính cho doanh nghiệp. Ngoài ra, nhóm tác giả cũng thấy được sự tương tác giữa kiệt quệ tài chính và chu kỳ sống của công ty đến chiến lược tái cấu trúc tài sản khi hệ số hồi quy của biến Birth×FD là 0,191 có mức ý nghĩa 10% ủng hộ giả thiết H2.

Đối với chiến lược tái cấu trúc hoạt động, hệ số hồi quy của các biến Birth, Growth, Mature ở cột (3) và (4) Bảng 3 đều âm, tỉ số Odds nhỏ hơn 1 và có ý nghĩa thống kê cho thấy các công ty ở các giai đoạn đầu của chu kỳ sống có xu hướng ít sử dụng phương án cắt giảm hoạt động đầu tư. Ở giai đoạn bão hòa thường cắt giảm giá vốn hàng bán nhiều hơn so với các giai đoạn khác của chu kỳ sống. Bên cạnh đó, nghiên cứu không tìm thấy bất kì mối liên hệ nào giữa kiệt quệ tài chính đến quyết định cắt giảm đầu tư và giảm giá vốn hàng bán, đồng nghĩa với việc giả thiết H1 bị bác bỏ. Kết quả trên phù hợp với quan điểm của John & cộng sự (1992), Koh & cộng sự (2015) rằng các chính sách mở rộng và chủ động tăng doanh thu sẽ thực tế hơn. Ở khía cạnh khác, hệ số hồi quy của biến Birth×FD là 0,358 và tỉ số Odds là 1,430 với cùng mức ý nghĩa là 10% đã cho thấy doanh nghiệp kiệt quệ tài chính đang trong giai đoạn khởi sự sẽ có khả năng thực hiện chiến lược tái cấu trúc hoạt động bằng phương án cắt giảm giá vốn hàng bán hơn so với các doanh nghiệp

Bảng 3: Tổng hợp kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, kiệt quệ tài chính đến các chiến lược cấu trúc hoạt động dựa trên hệ số hồi quy

	ASSET		INV		COG		DIV		NetDebt		NetEquity	
	FD KMV (1)	FD thucte (2)	FD KMV (3)	FD thucte (4)	FD KMV (5)	FD thucte (6)	FD KMV (7)	FD thucte (8)	FD KMV (9)	FD thucte (10)	FD KMV (11)	FD thucte (12)
Birth	-0,117	-0,0827	-0,488***	-0,508***	-0,0900	0,0457	-0,131	-0,178**	-0,147	-0,104	0,240	0,270*
Growth	-0,218**	-0,244***	-0,271***	-0,290***	-0,00240	-0,00270	-0,222**	-0,221***	0,0368	0,0511	0,241	0,283*
Mature	-0,204***	-0,241***	-0,189**	-0,220**	0,350**	0,363***	-0,123	-0,153*	-0,0349	-0,0377	0,304*	0,317**
FD	0,365***	0,748**	0,110	0,352	-0,106	-0,0129	0,347***	0,494**	0,159	-0,777**	-0,419**	-0,272
Birth*FD	0,191*	-0,0232	0,105	0,318	0,358*	-0,399	-0,237**	-0,376	-0,00585	-0,0600	-0,152	-0,852
Growth*FD	0,0458	0,0563	0,0155	0,0759	-0,221*	-0,760*	0,0687	-0,0791	0,0788	0,340	-0,128	-0,623
Mature*FD	0,00867	0,112	-0,0382	0,137	-0,223	-0,965	-0,0457	-0,0413	-0,120	-0,204	-0,132	-0,321
CashFlow	0,0166	0,0633	-1,575***	-1,516***	0,714***	0,701**	-0,607***	-0,590***	-9,571***	-9,753***	-2,905***	-2,953***
Leverage	-1,180***	-1,257***	-0,154	-0,197	0,361	0,418	-0,0474	-0,0643	1,689***	1,798***	-0,161	-0,134
LnAsset	-0,0155	0,0106	-0,0809***	-0,0733***	-0,0179	-0,0300	0,0891***	0,0989***	0,126***	0,121***	0,0696	0,0420
Return	-75,42***	-71,99***	-9,141	-6,325	-21,85	-24,45*	-73,76***	-73,01***	45,11***	38,90***	23,29*	22,55
TobinsQ	-0,228***	-0,246***	-0,0349	-0,0342	0,297***	0,302***	0,00923	0,000199	0,285***	0,276***	0,388***	0,413***
Volatility	0,837***	1,105***	0,000850	0,0133	0,595**	0,545**	-0,701***	-0,544***	-0,963***	-0,761***	1,298***	1,012***

, ** và * tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

ở giai đoạn khác của chu kỳ sống, ngược lại doanh nghiệp ở giai đoạn tăng trưởng không thực hiện phương án này khi hệ số hồi quy biến Growth×FD ở cột (5) và (6) Bảng 3 ghi nhận giá trị âm. Kết quả trên không đồng nhất với Kim (2023), Sari (2022) khi nhóm tác giả không tìm thấy bất kì mối liên hệ nào giữa chu kỳ sống, kiệt quệ tài chính đến lựa chọn tái cấu trúc hoạt động bằng phương án cắt giảm giá vốn hàng bán.

Về mối liên hệ giữa chu kỳ sống với chiến lược tái cấu trúc nguồn tài trợ, hệ số hồi quy của các biến Birth, Growth và Mature ở cột (8) Bảng 3 đều mang dấu âm, tỉ số Odds Bảng 4 nhỏ hơn 1. Trong khi đó, hệ số hồi quy của các biến này ở cột (12) Bảng 3 lại mang dấu dương, tỷ số Odds tương ứng ở cột (12) Bảng 4 có giá trị lớn hơn 1, hàm ý rằng các doanh nghiệp tại Việt Nam có xu hướng lựa chọn chiến lược tái cấu trúc nguồn tài trợ đến từ nguồn vốn cổ phần và không áp dụng việc cắt giảm hay ngừng chi trả cổ tức ở cả ba giai đoạn. Khi xác minh giả thiết H1, nhóm tác giả thấy được hệ số hồi quy của biến FD ở cột (8) Bảng 3 là 0,494 mang dấu dương và tỉ số Odds ở Bảng 4 ghi nhận là 2,091 lớn hơn 1 có ý nghĩa thống kê, củng cố bằng chứng kiệt quệ tài chính có tác động cùng chiều đến phương án cắt giảm hoặc ngừng trả cổ tức. Ngoài ra nghiên cứu cũng thấy được tác động ngược giữa kiệt quệ tài chính và các phương án tái cấu trúc nguồn vốn vay, vốn cổ phần khi hệ số hồi quy biến FD cột (10) và (11) Bảng 3 đều mang giá trị âm. Các doanh nghiệp có thể tận dụng nguồn vốn từ việc không chi trả cổ tức nhằm giảm chi phí sử dụng vốn và duy trì vốn hiệu quả hơn, từ đó giúp các doanh nghiệp có thể nhanh chóng đối phó với các khó khăn tài chính và tránh tình trạng kiệt quệ tài chính trở nên trầm trọng hơn. Kết quả này đồng nhất với nghiên cứu của Koh & cộng sự (2015), Sudarsanam & Lai (2001) và John & cộng sự (1992). Ngoài ra, hệ số hồi quy của biến Birth ở cột (7) của Bảng 3 là -0,237 và tỉ số Odds ở Bảng 4 là 0,789 có ý nghĩa thống kê ở mức 5% cho thấy các công ty kiệt quệ tài chính ở giai đoạn khởi sự ít sử dụng phương án cắt giảm cổ tức hơn so với các công ty kiệt quệ tài chính ở các giai đoạn khác.

Bảng 4: Tổng hợp tỷ số Odds

	ASSET		INV		COG		DIV		NetDebt		NetEquity	
	FD KMV (1)	FD thucte (2)	FD KMV (3)	FD thucte (4)	FD KMV (5)	FD thucte (6)	FD KMV (7)	FD thucte (8)	FD KMV (9)	FD thucte (10)	FD KMV (11)	FD thucte (12)
Birth	0,889	0,921	0,614***	0,601***	0,914	1,047	0,877	0,837**	0,863	0,901	1,271	1,310*
Growth	0,804**	0,783***	0,763***	0,748***	0,998	0,997	0,801**	0,802***	1,037	1,052	1,273	1,317*
Mature	0,815***	0,786***	0,828**	0,802**	1,419**	1,437***	0884	0,858*	0,966	0,963	1,355*	1,374**
FD	1,440***	2,112**	1,117	1,421	0,900	0,987	1,415***	1,639**	1,173	0,460**	0,658**	0,762
Birth*FD	1,211*	0,977	1,111	1,375	1,430*	0,671	0,789**	0,687	0,994	0,942	0,859	0,427
Growth*FD	1,047	1,058	1,016	1,079	0,802*	0,468*	1,071	0,924	1,082	1,404	0,880	0,536
Mature*FD	1,009	1,119	0,962	1,146	0,800	0,381	0,955	0,960	0,887	0,816	0,876	0,725
CashFlow	1,017	1,065	0,207***	0,219***	2,042***	2,016**	0,545***	0,554***	0,000068***	0,000058***	0,0548***	0,0522***
Leverage	0,307***	0,285***	0,858	0,821	1,435	1,518	0,954	0,938	5,417***	6,039***	0,852	0,875
LnAsset	0,985	1,011	0,922***	0929***	0,982	0,970	1,093***	1,104***	1,135***	1,129***	1,072	1,043
Return	1,76e-33**	5,44e-32**	0,000107	0,00179	3,23e-10	2,41e-11*	9,24e-33***	1,97e-32***	3,90008e+19***	7,82869e+16***	1,30156e+10*	6,18288e+09
TobinsQ	0,796***	0,782***	0,966	0,966	1,345***	1,353***	1,009	1,000	1,330***	1,318***	1,474***	1,512***
Volatility	2,308***	3,019***	1,001	1,013	1,812**	1,725**	0,496***	0,580***	0,382***	0,467***	3,663***	2,751***

, ** và * tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

5.1. Các phát hiện chính

Một số các phát hiện đáng chú ý được tìm thấy như sau:

Thứ nhất, kiệt quệ tài chính xảy ra có thúc đẩy các công ty sử dụng các chiến lược tái cấu trúc, song điều này là không đúng với tất cả các phương án. Chiến lược tái cấu trúc tài sản; chiến lược tái cấu trúc nguồn tài trợ (bằng cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức) là các phương án được xem xét tăng cường sử dụng khi các công ty gặp khó khăn tài chính.

Thứ hai, khi đánh giá về tác động lẫn nhau của kiệt quệ tài chính và chu kỳ sống, chúng tôi nhận thấy chiến lược tái cấu trúc tài sản, phương án cắt giảm giá vốn hàng bán và cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức được thực hiện bởi công ty kiệt quệ tài chính là 3 phương án có mối liên hệ chặt chẽ nhất với chu kỳ sống của doanh nghiệp Việt Nam. Các doanh nghiệp kiệt quệ tài chính ở giai đoạn khởi sự sẽ có khả năng cao thực hiện chiến lược tái cấu trúc tài sản và tái cấu trúc hoạt động bằng phương án cắt giảm giá vốn hàng bán trong khi chiến lược tái cấu trúc nguồn tài trợ thông qua việc cắt giảm chi trả cổ tức sẽ được hạn chế sử dụng trong giai đoạn này. Ngoài ra, bài viết còn tìm thấy các doanh nghiệp có xu hướng ít hoặc không thực hiện phương án cắt giảm giá vốn hàng bán trong giai đoạn tăng trưởng của công ty.

5.2. Hàm ý chính sách

Đầu tiên, các nhà quản lý nên nâng cao sức ảnh hưởng của chu kỳ sống trong việc xem xét và ra các quyết định đặc biệt là trong các phương án tái cấu trúc của công ty. Theo đó, việc xây dựng chiến lược tái cấu trúc công ty cần xác định rõ thời điểm hoạt động tương ứng với từng giai đoạn trong chu kỳ sống nhằm ưu tiên và hướng tới những chiến lược phù hợp trong từng thời điểm phát triển, đem lại hiệu quả cao trong dài hạn.

Thứ hai, sau khi xem xét ảnh hưởng của chu kỳ sống và lựa chọn được chiến lược tái cấu trúc phù hợp, các doanh nghiệp cần chú ý vào một số nội dung cũng như hướng đi trọng tâm trong quá trình cơ cấu lại công ty. Theo đó cần thiết phải lập một bản kế hoạch chi tiết đối với cả quá trình tái cấu trúc để

nắm rõ được trình tự từng bước nhằm đảm bảo được hiệu quả tối đa mà chiến lược có thể đem lại trong điều kiện của từng chu kỳ.

Thứ ba, các cơ quan quản lý nhà nước nên đưa ra những quy định chi tiết đến các trường hợp doanh nghiệp có thể được ghi nhận rơi vào trạng thái kiệt quệ tài chính xét trên từng chu kỳ sống hay các phương án bảo vệ quyền lợi của các bên có liên quan một khi công ty công bố phá sản nhằm đảm bảo việc tái cấu trúc doanh nghiệp được thực hiện một cách công bằng và hiệu quả.

Thứ tư, Ngân hàng Nhà nước nên phối hợp với các ngân hàng thương mại để cung cấp nguồn vốn vay ưu đãi cho những doanh nghiệp kiệt quệ tài chính có nhu cầu tái cấu trúc, nhất là sau giai đoạn Covid19.

Lời thừa nhận/Cảm ơn: Chúng tôi gửi lời cảm ơn chân thành đến Tiến sĩ Phạm Xuân Nam (Khoa Kinh tế học, Đại học Kinh tế Quốc dân) vì những góp ý về kiệt quệ tài chính đối với các doanh nghiệp.

Tài liệu tham khảo:

Adizes, I. (1979), 'Organizational passages—diagnosing and treating lifecycle problems of organizations', *Organizational dynamics*, 8(1), 3-25.

Akbar, M., Hussain, A., Sokolova, M. & Sabahat, T. (2022), 'Financial distress, firm life cycle, and corporate restructuring decisions: evidence from Pakistan's economy', *Economies*, 10(7), p.175, https://doi.org/10.3390/economies10070175.

Altman, E.I. & Hotchkiss, E. (1993), *Corporate financial distress and bankruptcy*, New York: John Wiley & Sons.

Asquith, P., Gertner, R. & Scharfstein, D. (1994), 'Anatomy of financial distress: An examination of junk-bond issuers', *The quarterly journal of economics*, 109(3), 625-658.

Atanassov, J. & Kim, E.H. (2009), 'Labor and corporate governance: International evidence from restructuring decisions', *The Journal of finance*, 64(1), 341-374.

Barbero, J.L., Martínez, J.A. & Moreno, A.M. (2020), 'Should declining firms be aggressive during the retrenchment process?', *Journal of Management*, 46(5), 694-725.

Bharath, S.T. & Shumway, T. (2008), 'Forecasting default with the Merton distance to default model', *The Review of Financial Studies*, 21(3), 1339-1369.

Cao, Y. & Chen, X.H. (2012), 'An agent-based simulation model of enterprises financial distress for the enterprise of different life cycle stage', *Simulation Modelling Practice and Theory*, 20(1), 70-88.

Chhillar, P. & Lellapalli, R.V. (2022), 'Role of earnings management and capital structure in signalling early stage of financial distress: a firm life cycle perspective', *Cogent Economics & Finance*, 10(1), p.2106634, https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2106634.

Crosbie, P. & Bohn, J. (2019), 'Modeling default risk', in *World Scientific Reference on Contingent Claims Analysis in Corporate Finance:(In 4 Volumes)Volume 1: Foundations of CCA and Equity ValuationVolume 2: Corporate Debt Valuation with CCAVolume 3: Empiri*, World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd.

Denis, D.J. & Kruse, T.A. (2000), 'Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines', *Journal of financial economics*, 55(3), 391-424.

ElBannan, M.A. (2021), 'On the prediction of financial distress in emerging markets: What matters more? Empirical evidence from Arab spring countries', *Emerging Markets Review*, 47, p.100806, https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100806.

Hlávka, J.R. & Adam, R. (2023), *COVID-19's Total Cost to the U.S. Economy Will Reach $14 Trillion by End of 2023*, from <https://healthpolicy.usc.edu/article/covid-19s-total-cost-to-the-economy-in-us-will-reach-14-trillion-by-end-of-2023-new-research/>.

Hovakimian, A., Hovakimian, G. & Tehranian, H. (2004), 'Determinants of target capital structure: The case of dual

debt and equity issues', *Journal of financial economics*, 71(3), 517-540.

Hozhabrie, F. (2019), 'Impact of life cycle on corporate restructuring while in financial distress', *Journal of Accounting Knowledge*, 10(2), 113-135.

Huỳnh Thị Cẩm Hà (2019), 'Kiệt quệ tài chính, chu kỳ sống, các chiến lược tái cấu trúc và khả năng hồi phục doanh nghiệp', *Kinh tế & Phát triển*, 260, 81-90.

John, K., Lang, L.H. & Netter, J. (1992), 'The voluntary restructuring of large firms in response to performance decline', *The journal of finance*, 47(3), 891-917.

Kim, J.M. (2023), 'A tail of two crises: Financial crises and corporate restructuring-focusing on the corporate lifecycle', *Accounting Research*, 48(3), 59-99. (in Korean)

Koh, S., Durand, R.B., Dai, L. & Chang, M. (2015), 'Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring', *Journal of Corporate Finance*, 33, 19-33.

Lê Đạt Chí & Phạm Hoàng Chiến (2016), 'Dự báo khả năng gặp khó khăn tài chính cho các công ty niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh', *Phát triển Kinh tế*, 27(3), 45-63.

Löeffler, G. & Posch, P.N. (2011), *Credit risk modeling using Excel and VBA*, John Wiley & Sons.

Menezes, A. & Gropper, A. (2021), *Overview of insolvency and debt restructuring reforms in response to the COVID-19 pandemic and past financial crises*, from <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/26425805-0577-5c0a-af88-9c575efc22e7/content>.

Merton, R.C. (1974), 'On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates', *The Journal of finance*, 29(2), 449-470.

MSCI (2023), *MSCI USA Index*, from <https://www.msci.com/documents/10199/7f49ee58-c302-487f-b047-16ed-92cf0b5f>.

Napier, C.J. (2023), '10. Using accounting records as historical data sources', in *Handbook of Historical Methods for Management*, Decker, S., Foster, W.M. & Giovannoni, E. (Eds.), Edward Elgar Publishing, DOI: https://doi.org/10.4337/9781800883741.00018.

Ozali, I. (2023), 'Garuda Indonesia restructuring strategy due to company performance enhancement', *Journal of Management Science*, 6(3), 324-330.

Pashley, M.M. & Philippatos, G.C. (1990), 'Voluntary divestitures and corporate life cycle: Some empirical evidence', *Applied economics*, 22(9), 1181-1196.

Phạm Thị Hồng Vân (2018), 'Đo lường khả năng kiệt quệ tài chính tại các công ty cổ phần ngành công nghiệp ở Việt Nam', *Kinh tế & Phát triển*, 255, 32-41.

Primc, K. & Čater, T. (2016), 'Environmental strategies in different stages of organisational evolution: theoretical foundations', *Australasian Journal of Environmental Management*, 23(1), 100-117.

Sari, N.A. (2022), 'The effect of corporate life cycle on corporate restructuring', *Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 7(1), 16-25.

Shrader, M.J. & Hickman, K.A. (1993), 'Economic issues in bankruptcy and reorganization', *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 9(3), 110-118.

Sudarsanam, S. & Lai, J. (2001), 'Corporate financial distress and turnaround strategies: An empirical analysis', *British Journal of Management*, 12(3), 183-199.

Tangpong, C., Abebe, M. & Li, Z. (2015), 'A temporal approach to retrenchment and successful turnaround in declining firms', *Journal of Management Studies*, 52(5), 647-677.