

QUYẾT ĐỊNH TÁI CẤU TRÚC CỦA DOANH NGHIỆP VIỆT NAM SAU KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH

● KHÚC THỂ ANH¹ - LƯƠNG NHẬT ANH²

¹ Đại học Kinh tế Quốc dân

² Đại học Công nghiệp Hà Nội

DOI: <https://doi.org/10.62831/202608015>

TÓM TẮT:

Bài viết nghiên cứu ảnh hưởng của kiệt quệ tài chính đến quyết định tái cấu trúc hoạt động của doanh nghiệp (DN) Việt Nam theo chu kỳ sống và khả năng phục hồi sau tái cấu trúc. Dữ liệu được xử lý bằng mô hình hồi quy logistic và dự báo rủi ro tín dụng KMV Merton trên STATA17 và Excel VBA sau khi được thu thập từ báo cáo tài chính của 645 DN Việt Nam niêm yết giai đoạn 2010-2022. Kết quả nghiên cứu cho thấy, trong mối quan hệ với chu kỳ sống, các công ty kiệt quệ tài chính có xu hướng cắt giảm giá vốn hàng bán ở giai đoạn khởi sự và thực hiện ngược lại với giai đoạn tăng trưởng. Việc cắt giảm hoạt động đầu tư giúp tăng khả năng phục hồi và DN kiệt quệ tài chính ở giai đoạn khởi sự có sống sót cao hơn khi cắt giảm giá vốn hàng bán.

Từ khóa: chu kỳ sống, kiệt quệ tài chính, tái cấu trúc hoạt động, phục hồi.

1. Đặt vấn đề

Theo dữ liệu của Tổng cục Thống kê, tính chung trong năm 2023 (thời điểm nền kinh tế vừa trải qua ảnh hưởng của đại dịch Covid-19), số DN rút lui khỏi thị trường tăng 20,5% so với năm 2022, nhưng lượng DN thành lập mới và quay trở lại hoạt động chỉ tăng 4,5%. Kết hợp với bối cảnh có đến 97% tổng số DN toàn quốc là vừa và nhỏ, thu hút 32% nguồn vốn (Tổng cục Thống kê, 2023), nền kinh tế trở nên dễ bị ảnh hưởng do DN gặp hạn chế về huy động vốn, gia tăng khó khăn khi những yếu tố ngoại lai tác động đến tình hình kinh tế và dẫn tới kiệt quệ tài chính. Chính phủ đã có những chính sách hỗ trợ; tuy nhiên, đến thời điểm thực hiện nghiên cứu vẫn còn nhiều trở ngại cho hoạt động hồi phục DN. Đây là thách thức đối với cả DN lẫn chính phủ để các DN dù nhỏ hay lớn đều có phương thức tiếp cận vốn phù

hợp. Ngược lại, cũng là cơ hội để các DN nhỏ và vừa nâng cao chất lượng DN thông qua quá trình tự cải tổ hoạt động.

Tại Việt Nam, các nghiên cứu tiền nhiệm về vấn đề kiệt quệ tài chính chưa chú trọng vào mối liên hệ với chu kỳ sống (Phạm Thị Hồng Vân, 2018). Huỳnh Thị Cẩm Hà (2019) từng nghiên cứu về yếu tố chu kỳ sống nhưng chưa đưa ra nhiều kết luận về mối quan hệ này. Mặt khác, dữ liệu về giá cổ phiếu chưa đầy đủ trong khoảng thời gian quan sát, phương pháp tính toán dựa hoàn toàn vào dữ liệu báo cáo tài chính, có thể gây sai lệch. Nghiên cứu này sẽ khắc phục các khuyết điểm trên và bao trùm cả thời kỳ COVID-19 khi các DN Việt bắt đầu gặp nhiều khó khăn tài chính, điều mà chưa từng có nghiên cứu nào tại Việt Nam công bố.

Phần tiếp theo của nghiên cứu gồm 4 phần. 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 DN

Về khía cạnh tạo ra lợi nhuận, theo Li & cộng sự (2019), kiệt quệ tài chính là khi lợi nhuận ròng âm trong 2 năm liên tiếp hoặc vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu của cổ đông thấp hơn mệnh giá của cổ phiếu do thua lỗ lớn trong một năm.

Về khả năng đáp ứng các nghĩa vụ tài chính, theo Sanz & Ayca (2006), kiệt quệ tài chính xảy ra bất cứ khi nào công ty đó đáp ứng cả 2 điều kiện sau: (1) thu nhập trước lãi vay, khấu hao và khấu trừ thuế thấp hơn chi phí tài chính của công ty đó trong 2 năm liên tiếp; (2) sự sụt giảm giá trị thị trường của công ty xảy ra giữa 2 thời kỳ liên tiếp.

Về dòng tiền, Purnanandam (2008) cho rằng, kiệt quệ tài chính là khi trạng thái dòng tiền thấp, công ty phải chịu thua lỗ vì hoạt động kém hiệu quả nhưng không dẫn đến bị vỡ nợ.

Lý thuyết chu kỳ sống cho thấy, các DN 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, 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 DN

Tái cấu trúc DN là sự sắp xếp, tổ chức lại công ty sao cho phù hợp với từng giai đoạn. Chiến lược tái cấu trúc hoạt động được BARKER III & Duhaime (1997) kết luận bao gồm các phương án: gia tăng doanh thu, cắt giảm chi phí và cắt giảm tài sản hoạt động.

Tuy nhiên, khi tái cấu trúc, các DN cần lựa chọn cẩn trọng vì còn phụ thuộc vào từng giai đoạn trong chu kỳ sống. Bởi vì các công ty trải qua các giai đoạn phát triển có thể dự đoán được trước và có những đặc điểm về rủi ro khác nhau (Xu, 2007).

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

Đối với phương án gia tăng doanh thu, Ozali

(2023) khẳng định tối ưu hóa doanh thu là mục tiêu hàng đầu thông qua những chiến lược tiếp thị hiệu quả và thực hiện đa dạng hóa kinh doanh.

Đối với phương án cắt giảm tài sản hoạt động, Kim (2023) nhận thấy, các DN kiệt quệ tài chính ở Hàn Quốc không có xu hướng cắt giảm tài sản hoạt động trong suốt giai đoạn khủng hoảng tài chính châu Á, tuy nhiên lại sử dụng chiến lược này trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Nghiên cứu của Alan & cộng sự (2006) cho thấy, phương án cắt giảm chi phí là cách tiếp cận hiệu quả, giúp tri hoãn việc chi tiêu vốn. Tuy nhiên, nhóm tác giả Barbero & cộng sự (2020) kết luận, việc cắt giảm quá mạnh có tác động tiêu cực đến hiệu quả phục hồi. Nhóm nghiên cứu đưa ra giả thuyết:

H1: Kiệt quệ tài chính thúc đẩy việc thực hiện chiến lược tái cấu trúc hoạt động tại các DN Việt Nam.

2.4. Tổng quan các nghiên cứu về chiến lược tái cấu trúc hoạt động và chu kỳ sống DN

Nghiên cứu của Sari (2022) kết luận, công ty thực hiện tái cấu trúc ở hầu hết các giai đoạn của chu kỳ sống bằng các phương án khác nhau. Tái cấu trúc hoạt động được ưu tiên thực hiện ở giai đoạn phát triển khi xảy ra kiệt quệ tài chính.

Nhóm tác giả Robbins & Pearce (1992) kết luận, việc cắt giảm lao động là cách thức phổ biến nhất trong tất cả các giai đoạn của chu kỳ sống do tính thuận tiện, tiết kiệm và khả thi. Mặt khác, nghiên cứu của Barker & Mone (1994) cảnh báo công ty trong giai đoạn suy thoái cần cân nhắc kỹ vì điều này ảnh hưởng trực tiếp đến uy tín của công ty.

Như vậy, mối liên hệ giữa chu kỳ sống và quyết định tái cấu trúc hoạt động đã được tìm thấy, tuy nhiên, bằng chứng về mối liên hệ giữa lý thuyết chu kỳ sống và kiệt quệ vẫn chưa được phát hiện. Theo đó, 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 DN.

2.5. Tổng quan các nghiên cứu về khả năng phục hồi của DN khi thực hiện tái cấu trúc hoạt động

Nghiên cứu của Hambrick & Schecter (1983) đưa ra 3 chiến lược giúp nhiều DN trong giai đoạn bão hòa tái cấu trúc thành công: tái cấu trúc chi phí, lựa

chọn tập trung vào sản xuất - kinh doanh các loại sản phẩm hoặc kinh doanh trên thị trường đem lại hiệu quả sinh lời cao và tăng năng suất lao động.

Nghiên cứu của Kang & Shivdasani (1997) đưa ra quan điểm: công ty thường tập trung thu hẹp hoạt động, sa thải công nhân và giám đốc thuê ngoài khi đối mặt với khó khăn tài chính

Nghiên cứu của Sudarsanam & Lai (2001) đưa ra kết luận khác. Nhóm các DN phục hồi tốt ưu tiên sử dụng các biện pháp dài hạn nhằm mở rộng thị trường. Vì thế, chúng tôi đưa ra giả thuyết:

H3: Chiến lược tái cấu trúc hoạt động được công ty kiệt quệ tài chính sử dụng có tác động cùng chiều đến việc phục hồi DN.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Nghiên cứu lấy dữ liệu từ 645 công ty niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, phân loại theo hệ thống phân nhóm ngành chuẩn Industry Classification Benchmark phân cấp 2, cung cấp bởi FiinPro-X. 2 ngành bị loại trừ khỏi quan sát là ngành viễn thông vì không đủ dữ liệu và ngành tài chính do khác biệt khi áp dụng các chính sách kế toán (Rego, 2003). Thời gian quan sát là từ năm 2010 đến 2022.

3.2. Mô tả biến và phương pháp nghiên cứu

3.2.1. Biến độc lập

* Biến kiệt quệ tài chính

Xác định kiệt quệ tài chính dựa trên số liệu tài chính thực tế của DN

Tại năm quan sát t , công ty được coi là xảy ra kiệt quệ tài chính khi:

Hoặc, thu nhập hoạt động của DN bị âm ít nhất trong 3 năm liên tục (Denis & Kruse, 2000).

Hoặc, doanh thu trước thuế và lãi vay của DN nhỏ hơn chi phí lãi vay trong 2 năm liên tục (Asquith & cộng sự, 1994).

Nghiên cứu không bình luận thêm về tính an toàn khi sử dụng kết quả báo cáo tài chính đại chúng; thông thường, báo cáo kế toán nội bộ được sử dụng nhiều hơn trong mục đích nghiên cứu chiến lược và cấu trúc DN (Napier, 2023). Tuy nhiên, dữ liệu kế toán chỉ ghi chép lịch sử, không thể hiện kỳ vọng nên sử dụng để đánh giá khả năng vỡ nợ trong tương lai có phần không hợp lý. Việc chỉ sử dụng 2 phương thức trên để xác định kiệt quệ tài chính sẽ là không đủ do dựa hoàn toàn vào dữ liệu kế toán. Vì vậy, nhóm

tác giả nghiên cứu và so sánh thêm với mô hình xác định khả năng vỡ nợ thông qua lý thuyết định giá quyền chọn.

* Xác định kiệt quệ tài chính bằng mô hình KMV - Merton

Nghiên cứu sử dụng mô hình KMV - Merton (Bharath & Shumway, 2008): kết hợp giữa lý thuyết 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 tương trưng cho xác suất kiệt quệ tài chính bằng cách coi giá trị vốn cổ phần như một quyền chọn mua. Lựa chọn mô hình của Bharath & Shumway (2008) là hợp lý, đủ tính tin cậy trong diện nghiên cứu do có một số giả định về tính toán giá trị sổ sách nợ và xác suất vỡ nợ thuộc độc quyền của Moody's, không thể minh họa chính xác lại mô hình.

Bản chất khoảng cách tới vỡ nợ không thể hiện thời điểm kiệt quệ tài chính nên nhóm nghiên cứu phân loại một DN là “kiệt quệ tài chính” khi có 2 năm liên tục giảm khoảng cách tới vỡ nợ (Koh & cộng sự, 2015). Nhóm tác giả chọn tính toán khoảng cách tới vỡ nợ thông qua thuật toán Excel VBA của Loeffler & 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, μ là tỷ lệ sinh lời kỳ vọng trên tài sản, σ_A 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), nghiên cứu 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 kỳ sống theo điểm cắt phân vị.

3.2.2. Biến phụ thuộc

Kế thừa nghiên cứu của Koh & cộng sự (2015), chiến lược tái cấu trúc hoạt động được thực hiện bằng các phương án: giảm hoạt động đầu tư (INV) hoặc giảm giá vốn hàng bán (COG).

3.2.3. Biến kiểm soát

Tham khảo nghiên cứu của Koh & cộng sự (2015), nhóm tác giả 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.

Mô hình nghiên cứu ảnh hưởng của kiệt quệ tài chính đến chiến lược tái cấu trúc hoạt động trong mối liên hệ với chu kỳ sống được thể hiện như sau (Chi tiết tại Bảng 1).

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

Mô hình nghiên cứu khả năng hồi phục từ chiến lược tái cấu trúc hoạt động của các DN kiệt quệ tài chính được xem xét như sau (Chi tiết tại Bảng 1).

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

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	Bảng 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	Bảng 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}	Bảng 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}	Bảng 1 nếu giá vốn hàng bán/doanh thu thuần của DN 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	
Hồi phục từ chiến lược tái cấu trúc hoạt động	Recovery	Bảng 1 nếu công ty kiệt quệ tài chính được phục hồi, ngược lại bằng 0	
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	+/-

Tên biến	Ký hiệu	Mô tả biến	Kì vọng
Biến kiểm soát			
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 DN. Trong trường hợp này, phương pháp sẽ được áp dụng với hiệu ứng ngẫu nhiên do giảm sự biến thiên của mẫu nghiên cứu theo từng DN và khoảng thời gian. Dữ liệu được thực hiện trên phần mềm Stata.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả biến (Bảng 2)

Tổng số mẫu 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 tỷ lệ cao kiệt quệ tài chính là

phương pháp đo lường số liệu thực tế không thể hiện được tất cả các trường hợp và khoảng thời gian nghiên cứu bao gồm 2 thời kỳ có nhiều công ty gặp khó khăn tài chính 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 hoạt động trong mối liên hệ với chu kỳ sống

Bảng 3 và Bảng 4 thể hiện kết quả hệ số hồi quy và tỷ số Odds của các biến trong mô hình.

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

Bảng 3. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, kiệt quệ tài chính đến chiến lược tái cấu trúc hoạt động dựa trên hệ số hồi quy

	INV		COG	
	FD KMV (1)	FD thucte (2)	FD KMV (3)	FD thucte (4)
Birth	-0.488***	-0.508***	-0.0900	0.0457
Growth	-0.271***	-0.290***	-0.00240	-0.00270
Mature	-0.189**	-0.220**	0.350**	0.363***
FD	0.110	0.352	-0.106	-0.0129
Birth*FD	0.105	0.318	0.358*	-0.399
Growth*FD	0.0155	0.0759	-0.221*	-0.760*
Mature*FD	-0.0382	0.137	-0.223	-0.965
CashFlow	-1.575***	-1.516***	0.714***	0.701**
Leverage	-0.154	-0.197	0.361	0.418
LnAsset	-0.0809***	-0.0733***	-0.0179	-0.0300
Return	-9.141	-6.325	-21.85	-24.45*
TobinsQ	-0.0349	-0.0342	0.297***	0.302***
Volatility	0.000850	0.0133	0.595**	0.545**

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

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 4. Tỷ số Odds

	INV		COG	
	FD KMV (1)	FD thucte (2)	FD KMV (3)	FD thucte (4)
Birth	0.614***	0.601***	0.914	1.047
Growth	0.763***	0.748***	0.998	0.997
Mature	0.828**	0.802**	1.419**	1.437***
FD	1.117	1.421	0.900	0.987
Birth*FD	1.111	1.375	1.430*	0.671
Growth*FD	1.016	1.079	0.802*	0.468*
Mature*FD	0.962	1.146	0.800	0.381
CashFlow	0.207***	0.219***	2.042***	2.016**
Leverage	0.858	0.821	1.435	1.518
LnAsset	0.922***	0.929***	0.982	0.970
Return	0.000107	0.00179	3.23e-10	2.41e-11*
TobinsQ	0.966	0.966	1.345***	1.353***
Volatility	1.001	1.013	1.812**	1.725**

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

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Ở góc độ nghiên cứu độc lập về mối liên hệ giữa chu kỳ sống, hệ số hồi quy âm và tỷ số Odds nhỏ hơn 1 đối với cả 3 biến Birth, Growth, Mature của chiến lược INV; chứng tỏ ở cả 3 giai đoạn, DN hạn chế cắt giảm hoạt động đầu tư. Bởi, ở giai đoạn đầu, công ty cần tập trung mở rộng đầu tư để cạnh tranh và chiếm lĩnh thị trường. Điều này đồng nhất với nghiên cứu của Sari (2022). Đối với phương án cắt giảm giá vốn hàng bán, ở giai đoạn bão hòa, DN Việt Nam tích cực sử dụng phương án tái cấu trúc này khi hệ số hồi quy và tỷ số Odds lần lượt mang dấu dương và lớn hơn 1.

Tuy nhiên, khi xem xét ảnh hưởng của kiệt quệ tài chính đến quyết định lựa chọn chiến lược tái cấu trúc hoạt động, nhóm nghiên cứu không thấy bất kỳ mối liên hệ nào tồn tại. Giả thuyết H1 chưa được chứng minh. Kết quả này phù hợp với quan điểm của Koh & cộng sự (2015): các chính sách cắt giảm có thể không hiệu quả đối với các công ty kiệt quệ tài chính, cần áp dụng các chính sách chủ động tăng doanh thu.

Khi kiểm định giả thuyết H2, nghiên cứu phát hiện bằng chứng thuyết phục về tác động của chu kỳ sống của DN kiệt quệ tài chính lên quyết định cắt giảm giá vốn hàng bán. Bằng cách tiếp cận KMV Merton, hệ số hồi quy và tỷ số odds của biến Birth*FD đều có ý nghĩa thống kê. Bên cạnh đó, hệ số hồi quy của biến Growth*FD dương, tỷ số Odds lớn hơn 1. Điều này hàm ý, các DN kiệt quệ tài chính trong giai đoạn khởi sự có nhiều khả năng lựa chọn phương án cắt giảm giá vốn hàng bán, nhưng ở giai đoạn tăng trưởng, phương án này ít được ưa chuộng. Quan điểm này khác với kết quả nghiên cứu của Kim (2023), nhóm tác giả này không tìm thấy bất kỳ mối liên hệ nào giữa chu kỳ sống, kiệt quệ tài chính và lựa chọn tái cấu trúc hoạt động.

4.3. Kết quả kiểm định khả năng phục hồi của công ty kiệt quệ tài chính sau khi thực hiện chiến lược tái cấu trúc hoạt động

Kết quả ước lượng khả năng phục hồi sau tái cấu trúc hoạt động được thể hiện ở Bảng 5 và Bảng 6.

Theo đó, hệ số hồi quy của biến Restructuring ở cột (1), (2) Bảng 5 có giá trị dương, tỷ số Odds lớn hơn 1. Việc cắt giảm đầu tư làm tăng cơ hội sống sót cho các DN kiệt quệ tài chính tại Việt Nam. Như vậy, giả thuyết H3 được chứng minh đối với phương án cắt giảm hoạt động đầu tư nhưng không đúng với

phương án cắt giảm giá vốn hàng bán. Hai tác giả Denis & Kruse (2000) giải thích, phương án này khiến các DN phải thu hẹp phạm vi sản xuất nên chỉ được sử dụng như một công cụ ngắn hạn.

Khi xem xét mối liên hệ giữa chu kỳ sống, tái cấu trúc và khả năng phục hồi, hệ số hồi quy ở cột (3) Bảng 5 của biến Birth*Restructuring mang dấu dương, tỷ số Odds lớn hơn 1. Chứng tỏ DN kiệt quệ tài chính ở giai đoạn khởi sự có khả năng phục hồi tốt hơn khi áp dụng chiến lược cắt giảm giá vốn hàng bán. Ngược lại, đối với phương án cắt giảm hoạt động đầu tư phương án cắt giảm đầu tư, nhóm tác giả không tìm thấy bất kỳ mối liên hệ nào tồn tại. Kết quả trên đồng nhất với phát hiện của Koh & cộng sự (2015), và không đồng nhất với Kim (2023) khi nghiên cứu khẳng định việc cắt giảm hoạt động đầu tư là không hiệu quả.

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 thông qua kết quả của bài nghiên cứu như sau:

Thứ nhất, chu kỳ sống có mối quan hệ chặt chẽ với chiến lược tái cấu trúc hoạt động. Phương án cắt giảm giá vốn hàng bán được khuyến khích sử dụng trong giai đoạn bão hòa nhưng phương án giảm hoạt động đầu tư lại ít được sử dụng trong 3 giai đoạn đầu của chu kỳ sống.

Thứ hai, các DN kiệt quệ tài chính ở giai đoạn khởi sự có khả năng cao thực hiện chiến lược tái cấu trúc hoạt động bằng phương án cắt giảm giá vốn hàng bán. Ngược lại, các công ty có xu hướng ít thực hiện phương án này trong giai đoạn tăng trưởng của công ty.

Thứ ba, phương án cắt giảm hoạt động đầu tư giúp tăng khả năng vượt qua kiệt quệ tài chính. Đồng thời, mối liên hệ giữa chu kỳ sống, khả năng phục hồi và tái cấu trúc hoạt động của công ty kiệt quệ tài chính đã được tìm thấy, DN sẽ phục hồi tốt hơn nếu thực hiện cắt giảm giá vốn hàng bán ở giai đoạn khởi sự.

5.2. Hàm ý chính sách

Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả đề xuất một số ý kiến góp phần nâng cao chất lượng quản trị các DN tại Việt Nam như sau:

Thứ nhất, ban lãnh đạo công ty đề cao vai trò của yếu tố chu kỳ sống trong việc xây dựng đề án tái cấu trúc hoạt động DN. Theo đó, với mỗi giai đoạn của

Bảng 5. Kết quả kiểm định khả năng phục hồi của DN kiệt quệ tài chính khi thực hiện chiến lược tái cấu trúc hoạt động dựa trên hệ số hồi quy

	INV		COG	
	FD KMV (1)	FD thucte (2)	FD KMV (3)	FD thucte (4)
Birth	-0.342	0.862***	-0.498***	0.944***
Growth	-0.203	0.902***	-0.172	0.853***
Mature	0.0709	0.587*	-0.154	0.786***
Restructuring	0.402**	0.466**	-0.330	-0.250
Birth*Restructuring	-0.00303	0.171	0.925**	-0.0359
Growth*Restructuring	0.122	-0.124	0.345	-0.771
Mature*Restructuring	-0.317	0.206	0.102	-0.703
CashFlow	0.355	-0.839*	0.254	-0.948*
Leverage	0.948***	2.139***	0.910***	2.159***
LnAsset	-0.0513	-0.312***	-0.0534	-0.330***
Return	6.465	-88.30***	4.886	-92.99***
TobinsQ	-0.235**	-0.727**	-0.244**	-0.706**
Volatility	3.582***	0.971*	3.580***	1.010**

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

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 6. Tỷ số Odds

	INV		COG	
	FD KMV (1)	FD thucte (2)	FD KMV (3)	FD thucte (4)
Birth	0.710	2.368***	0.608**	2.570***
Growth	0.817	2.465***	0.842	2.347***
Mature	1.073	1.798*	0.857	2.194***
Restructuring	1.494**	1.594**	0.719	0.779
Birth*Restructuring	0.997	1.186	2.522**	0.965
Growth*Restructuring	1.129	0.883	1.413	0.463
Mature*Restructuring	0.729	1.229	1.107	0.495
CashFlow	1.426	0.432*	1.289	0.388*
Leverage	2.579***	8.488***	2.485***	8.665***
LnAsset	0.950	0.732***	0.948	0.719***
Return	642.5	4.48e-89***	132.4	4.13e-41***
TobinsQ	0.791**	0.484**	0.783**	0.494**
Volatility	35.95***	2.641*	35.86***	2.746**

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

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

chu kỳ sống, cần cân nhắc kỹ lưỡng để tích cực thực hiện hoặc hạn chế thực hiện các phương án liên quan đến tái cấu trúc hoạt động.

Thứ hai, khi xem xét khả năng phục hồi sau khi thực hiện tái cấu trúc hoạt động, các DN xây dựng

nhiều kế hoạch và phương án khác nhau theo từng chu kỳ sống; đồng thời lưu ý các nhân tố liên quan đến quy mô, thị phần, dòng tiền, đòn bẩy tài chính và khả năng tăng trưởng để linh hoạt đối phó với các biến động của thị trường trong giai đoạn sắp tới ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- 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", *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 255, 32-41.
- Huỳnh Thị Cẩm Hà (2020), *Kiệt quệ tài chính, chu kỳ sống, các chiến lược tái cấu trúc và khả năng hồi phục doanh nghiệp*. Luận án tiến sĩ, Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh.
- Tổng cục Thống kê, (2023). *Niên giám thống kê 2023*.
- Adizes, I. (1979), 'Organizational passages-diagnosing and treating lifecycle problems of organizations', *Organizational dynamics*, 8(1), 3-25.
- Alan, C., So, S. & Sin, L. (2006), 'Crisis management and recovery: How restaurants in Hong Kong responded to SARS', *International Journal of Hospitality Management*, 25(1), 3-11.
- 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.
- 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.
- BARKER III, V. L. & Duhaime, I. M. (1997), 'Strategic change in the turnaround process: Theory and empirical evidence', *Strategic management journal*, 18(1), 13-38.
- Barker, V. L. & Mone, M. A. (1994), 'Retrenchment: cause of turnaround or consequence of decline?', *Strategic management journal*, 15(5), 395-405.
- Bharath, S. T. & Shumway, T. (2008), 'Forecasting default with the Merton distance to default model', *The Review of Financial Studies*, 21(3), 1339-1369.
- Crosbie, P. & Bohn, J. (2019), 'Modeling default risk', Trong *World Scientific Reference on Contingent Claims Analysis in Corporate Finance: Volume 2: Corporate Debt Valuation with CCA*, Nhà xuất bản World Scientific, 471-506.
- Denis, D. J. & Kruse, T. A. (2000), 'Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines', *Journal of financial economics*, 55(3), 391-424.
- Hambrick, D. C. & Schecter, S. M. (1983), 'Turnaround strategies for mature industrial-product business units', *Academy of Management journal*, 26(2), 231-248.
- Huỳnh, T. C. H. (2019), 'Kiệt quệ tài chính, chu kỳ sống, các chiến lược tái cấu trúc và khả năng hồi phục doanh nghiệp'.
- Kang, J.-K. & Shivdasani, A. (1997), 'Corporate restructuring during performance declines in Japan', *Journal of financial economics*, 46(1), 29-65.
- Kim, J.-m. (2023), 'A Tail of Two Crises: Financial Crises and Corporate Restructuring-Focusing on the Corporate Lifecycle', *회계학연구*, 48(3), 59-99.
- Koh, S., Durand, R. B., Dai, L. & Chang, M. (2015), 'Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring', *Journal of Corporate Finance*, 33, 19-33.
- Li, H., Chen, Q. X., Hong, L. Y. & Zhou, Q. (2019), 'Asset restructuring performance prediction for failure firms', *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(4), 25-42.
- Löffler, G. & Posch, P. N. (2011), *Credit risk modeling using Excel and VBA*, John Wiley & Sons,
- Merton, R. C. (1974), 'On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates', *The Journal of finance*, 29(2), 449-470.
- Napier, C. J. (2023), '10. Using accounting records as historical data sources', *Handbook of Historical Methods for Management*, 140.

- Ozali, I. (2023), 'Garuda Indonesia restructuring strategy due to company performance enhancement', *Journal of Management Science (JMAS)*, 6(3), 324-330.
- Purnanandam, A. (2008), 'Financial distress and corporate risk management: Theory and evidence', *Journal of Financial Economics*, 87(3), 706-739.
- Rego, S. O. (2003), 'Tax-avoidance activities of US multinational corporations', *Contemporary Accounting Research*, 20(4), 805-833.
- Robbins, D. K. & Pearce, J. A. (1992), 'Turnaround: Retrenchment and recovery', *Strategic management journal*, 13(4), 287-309.
- Sanz, L. J. & Ayca, J. (2006), 'Financial distress costs in Latin America: A case study', *Journal of Business Research*, 59(3), 394-395.
- Sari, N. A. (2022), 'The Effect of Corporate Life Cycle on Corporate Restructuring', *Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 7(1), 16-25.
- Sudarsanam, S. & Lai, J. (2001), 'Corporate financial distress and turnaround strategies: An empirical analysis', *British Journal of Management*, 12(3), 183-199.
- Xu, B. (2007), 'Life cycle effect on the value relevance of common risk factors', *Review of Accounting and Finance*, 6(2), 162-175.

Ngày nhận bài: 3/1/2026

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 18/1/2026

Ngày chấp nhận đăng bài: 5/2/2026

RESTRUCTURING DECISIONS OF VIETNAMESE FIRMS FOLLOWING FINANCIAL DISTRESS

● KHUC THE ANH¹

● LUONG NHAT ANH²

¹National Economics University

²Hanoi University of Industry

ABSTRACT:

This study examines the impact of financial distress on corporate restructuring decisions across different life-cycle stages and assesses firms' post-restructuring recovery capacity in Vietnam. The analysis is based on data from 645 listed companies over the period 2010 - 2022, employing logistic regression and credit risk forecasting models (KMV–Merton), implemented using STATA 17 and Excel VBA. The findings indicate that restructuring strategies vary by life-cycle stage: financially distressed firms tend to reduce the cost of goods sold during the start-up phase but increase it during the growth phase. Additionally, a reduction in investment activities is associated with improved recovery prospects, while distressed firms in the start-up phase exhibit higher survival rates when cost of goods sold is curtailed.

Keywords: life cycle, financial exhaustion, operational restructuring, recovery.