

KIỆT QUỆ TÀI CHÍNH, CHU KỲ SỐNG, CÁC CHIẾN LƯỢC TÁI CẤU TRÚC VÀ KHẢ NĂNG HỒI PHỤC DOANH NGHIỆP

Huỳnh Thị Cẩm Hà
Trường Đại học Kinh tế TP.HCM
Email: hatcdn@ueh.edu.vn

Ngày nhận: 17/10/2018
Ngày nhận bản sửa: 06/12/2018
Ngày duyệt đăng: 25/01/2019

Tóm tắt:

Bài viết kiểm định tác động của kiệt quệ tài chính, chu kỳ sống đến chiến lược tái cấu trúc tài sản, chiến lược tái cấu trúc hoạt động và khả năng hồi phục của doanh nghiệp Việt Nam từ năm 2005 - 2016 bằng mô hình hồi quy Logistic. 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 khiến các doanh nghiệp tăng khả năng cắt giảm tài sản, cắt giảm hoạt động đầu tư và cắt giảm lao động. Ở giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, công ty kiệt quệ tài chính hạn chế cắt giảm hoạt động đầu tư. Ở giai đoạn bão hòa, công ty kiệt quệ tài chính hạn chế cắt giảm lao động. Chiến lược tái cấu trúc tài sản, cắt giảm đầu tư mang lại khả năng hồi phục cho doanh nghiệp kiệt quệ tài chính, nhưng hiệu quả từ các chiến lược tái cấu trúc ít ảnh hưởng bởi chu kỳ sống.

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

Mã JEL: G34

Financial Distress, Lifecycle, Corporate Restructuring Strategies and the Likelihood of Re-recovery

Abstract:

This study investigates the impact of financial distress on assets and operational restructuring strategies of firms by lifecycle and the likelihood of recovery of these strategies, by running a panel logistic regression in the period of 2005-2016. Financial distress can occur at any stage of corporate lifecycle, and it almost occurs in decline stage. The results show that firms are likely to engage assets restructuring, reduce investments, lay off employees when they approach financial distress. Compared with distress firms at other stages of lifecycle, those in the birth and growth stages are less likely to reduce investments. Mature firms in distress are less likely to lay off employees. We find evidence that assets restructuring and reducing investments have a positive association with recovery for distress firms, but there is no influence of lifecycle.

Keywords: Lifecycle, financial distress, restructuring.

JEL Code: G34

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh kinh tế thế giới ngày càng hội nhập sâu sắc và thị trường Việt Nam ngày càng phát triển, các doanh nghiệp có nhiều cơ hội hơn khi đầu tư và tiếp cận thị trường vốn. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng chịu nhiều thách thức từ các đối thủ cạnh tranh, từ cú sốc của các cuộc khủng hoảng tài chính. Điều này khiến cho dòng tiền doanh nghiệp không ổn định và chịu áp lực từ các nghĩa vụ thanh toán, dễ rơi vào kiệt quệ tài chính và xấu hơn là đi đến phá sản. Ở khía cạnh tích cực, kiệt quệ tài chính giúp doanh nghiệp nhận thấy hậu quả từ quyết định tài chính không phù hợp để kịp thời đề xuất chiến lược tái cấu trúc doanh nghiệp. Tuy nhiên, không phải tất cả chiến lược tái cấu trúc sử dụng đều mang lại thành công. Bên cạnh đó, các chiến lược tái cấu trúc cần được lựa chọn cẩn trọng vì còn phụ thuộc vào từng giai đoạn trong chu kỳ sống của doanh nghiệp do có sự khác biệt về tình hình hoạt động, chiến lược tổ chức (Pashley & Philippatos, 1990).

Đến nay, các nghiên cứu về mối liên hệ giữa kiệt quệ tài chính và chiến lược tái cấu trúc đã được thực hiện trên thế giới. Tuy nhiên, vẫn còn ít các nghiên cứu đưa yếu tố chu kỳ sống khi phân tích với kiệt quệ tài chính và các chiến lược tái cấu trúc. Tại Việt Nam, hướng nghiên cứu về chủ đề này chưa được khai thác nhiều. Vì vậy, mục tiêu của bài viết nhằm cung cấp bằng chứng về ảnh hưởng của kiệt quệ tài chính đến các chiến lược tái cấu trúc doanh nghiệp trong mối liên hệ với lý thuyết chu kỳ sống. Đồng thời, bài viết kiểm định khả năng hồi phục từ các chiến lược tái cấu trúc. Các chứng cứ đạt được sẽ có ích cho nhà quản trị tài chính doanh nghiệp. Để thực hiện mục tiêu, bài viết khảo sát mẫu dữ liệu của 526 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2005 – 2016.

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

2.1. Cơ sở lý thuyết

Thuật ngữ kiệt quệ tài chính (financial distress) được đề cập ở lý thuyết đánh đổi cấu trúc, giải thích việc doanh nghiệp tài trợ một phần nợ vay trong cấu trúc vốn là do có sự đánh đổi giữa lợi ích tấm chắn thuế của lãi vay và chi phí kiệt quệ tài chính. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính giúp gia tăng giá trị doanh nghiệp nhưng rủi ro có thể xảy ra khi thu nhập không đủ thanh toán các nghĩa vụ nợ vay, khi

đó doanh nghiệp sẽ rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính. Wruck (1990) lập luận kiệt quệ tài chính xảy ra khi dòng tiền doanh nghiệp không đủ đáp ứng các nghĩa vụ tài chính hiện tại. Denis & Denis (1995) thì cho rằng kiệt quệ tài chính là khi thu nhập hoạt động doanh nghiệp bị âm ít nhất trong 3 năm liên tục hay lợi nhuận trước thuế cộng chi phí lãi vay và khấu hao (EBITDA) nhỏ hơn chi phí lãi vay trong 2 năm liên tục (Asquith & cộng sự, 1994). Như vậy, kiệt quệ tài chính có thể xảy ra ở bất kỳ thời điểm nào trong quá trình tồn tại nếu như doanh nghiệp không đáp ứng các nghĩa vụ tài chính. Quá trình tồn tại của doanh nghiệp xảy ra từ lúc thành lập cho đến khi doanh nghiệp ngừng hoạt động, được xem là một chu kỳ sống của doanh nghiệp.

Lý thuyết chu kỳ sống doanh nghiệp được đề cập trong nghiên cứu của Penrose (1952) khi cho rằng chu kỳ sống của doanh nghiệp giống như chu kỳ sinh học con người, phát triển từ lúc sinh trưởng đến khi ngừng hoạt động. So với con người thì chu kỳ sống doanh nghiệp có đặc trưng riêng và khác nhau ở từng giai đoạn và cũng khác nhau giữa các ngành. Các nghiên cứu sau này cho thấy sự phát triển của lý thuyết chu kỳ sống tập trung vào hai điểm chính: số giai đoạn trong chu kỳ và đặc trưng của từng giai đoạn. Phần lớn các nghiên cứu này đều hướng đến các giai đoạn: khởi sự, tăng trưởng, bão hòa và giai đoạn suy thoái. Công ty ở giai đoạn khởi sự được sở hữu bởi một nhóm nhỏ cổ đông sáng lập, quyền lực tập trung, quy mô doanh nghiệp nhỏ, cơ cấu tổ chức hoạt động đơn giản. Rủi ro kinh doanh ở giai đoạn này lại rất cao vì doanh nghiệp chỉ mới đưa sản phẩm ra thị trường, dòng tiền thu vào còn thấp nhưng chi phí hoạt động đầu tư rất cao, nên dòng tiền thuần của giai đoạn khởi sự thường bị âm và âm rất cao (Miller & Friesen, 1984). Ở giai đoạn tăng trưởng, doanh nghiệp có sự phân chia quyền kiểm soát và quyền sở hữu giữa các cổ đông (Miller & Friesen, 1984). Nhà quản lý sẽ được giao nhiều trách nhiệm và quyền quyết định hơn. Rủi ro kinh doanh ở giai đoạn này tuy có giảm so với giai đoạn khởi sự nhưng vẫn còn cao. Các quyết định đầu tư ở giai đoạn này hướng đến phát triển thị trường, mở rộng thị phần và đa dạng hóa sản phẩm. Trong khi đó, ở giai đoạn bão hòa, doanh nghiệp đã có vị trí ổn định trên thị trường, nhưng lợi nhuận có phần sụt giảm do có sự cạnh tranh về giá cả với nhiều đối thủ (Pashley & Philippatos, 1990). Ưu tiên hàng đầu của

doanh nghiệp ở giai đoạn này là duy trì thị phần và cải tiến hiệu quả hoạt động. Ở giai đoạn suy thoái, nhu cầu sản phẩm của doanh nghiệp trên thị trường giảm dần, thị phần bị thu hẹp, doanh nghiệp lại thiếu các chiến lược cải tiến. Chính những điều này làm cho hoạt động kinh doanh rơi vào trì trệ và có lợi nhuận thấp (Miller & Friesen, 1984). Quyết định quan trọng của doanh nghiệp bây giờ là cho phép doanh nghiệp tồn tại bao lâu nữa bằng các chiến lược tái cấu trúc hay là tuyên bố phá sản.

2.2. Kiệt quệ tài chính và chiến lược tái cấu trúc tài sản, tái cấu trúc hoạt động

Mục tiêu của chiến lược tái cấu trúc nhằm định hướng lại cơ cấu tổ chức, các nguồn tài trợ của doanh nghiệp để cải thiện và nâng cao hiệu quả hoạt động. Jensen (1989) lập luận kiệt quệ tài chính là động cơ khiến các doanh nghiệp phải đưa ra hành động khắc phục nhằm cải thiện tình hình hoạt động. Asquith & cộng sự (1994) cho rằng bán tài sản cũng là phương án để tái cấu trúc doanh nghiệp để tránh nguy cơ phá sản. Mở rộng hơn, chiến lược tái cấu trúc tài sản đánh giá lại các tài sản không được sử dụng hoặc sử dụng nhưng không hiệu quả, không tạo ra giá trị cốt lõi nên cần bán đi (Koh & cộng sự, 2015). Mục đích của việc bán bớt tài sản là định hướng lại các tài sản cốt lõi cho doanh nghiệp, gia tăng sức cạnh tranh trên thị trường. Atanassov & Kim (2009) cho rằng chiến lược này mang lại giá trị tăng thêm cho doanh nghiệp, không những mang lại nguồn vốn cho doanh nghiệp mà còn giúp các chủ nợ kiểm soát tài sản. Brown & cộng sự (1994) cho rằng kiệt quệ tài chính xảy ra khiến giá trị thanh khoản của tài sản có thể thấp hơn giá trị các khoản nợ của doanh nghiệp. Các cổ đông thì ít có động cơ bán tài sản để trả nợ, trong khi các chủ nợ sẽ gây áp lực yêu cầu thanh lý tài sản để thu hồi các khoản nợ.

Chiến lược tái cấu trúc hoạt động hướng đến mục tiêu khôi phục, duy trì hiệu quả hoạt động doanh nghiệp và ổn định hoạt động kinh doanh bằng cách theo đuổi chiến lược tăng cường kiểm soát chi phí, đặc biệt là giảm chi phí hoạt động cố định, giảm các chi phí đầu vào: như cắt giảm hoạt động đầu tư (Koh & cộng sự, 2015), hoặc cắt giảm bớt lao động làm việc (Atanassov và Kim, 2009; Koh & cộng sự, 2015). Tuy nhiên, đây chỉ là các phương án chữa cháy nhằm tạo ra dòng tiền cho doanh nghiệp tức thời, khác với chiến lược tái cấu trúc trong dài hạn là hướng đến duy trì lợi thế cạnh tranh và hiệu quả

hoạt động. Vì vậy, nếu chiến lược này không có sự phối hợp với chiến lược tái cấu trúc khác thì không đủ phục hồi doanh nghiệp.

2.3. Ảnh hưởng của chu kỳ sống đến các chiến lược tái cấu trúc của công ty kiệt quệ tài chính

Miller & Friesen (1984), Koh & cộng sự (2015) cho thấy có nhiều yếu tố ảnh hưởng đến việc lựa chọn các chiến lược tái cấu trúc, cũng như khả năng hồi phục doanh nghiệp sau kiệt quệ tài chính. Trong đó, lý thuyết chu kỳ sống có ảnh hưởng đến việc lựa chọn các chiến lược tái cấu trúc doanh nghiệp. Brown & cộng sự (1994) cho rằng ban đầu các cổ đông của doanh nghiệp kiệt quệ tài chính ít có động cơ để bán tài sản vì cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp lúc này là sở hữu tập trung. Cấu trúc vốn trong giai đoạn đầu gần như không sử dụng nợ. Tuy nhiên ở các giai đoạn sau của chu kỳ, khi cấu trúc vốn có sử dụng nợ vay thì chiến lược này được sử dụng nhiều hơn. Chủ nợ sẽ gây áp lực bán tài sản để thu hồi các khoản nợ đến hạn. Kang & Shivdasani (1997) tìm thấy xác suất doanh nghiệp sử dụng chiến lược tái cấu trúc tài sản và cắt giảm lao động gia tăng khi có quyền sở hữu của các cổ đông lớn bên ngoài. Koh & cộng sự (2015) tìm thấy ở giai đoạn bão hòa, các doanh nghiệp kiệt quệ tài chính tăng sử dụng chiến lược tái cấu trúc tài sản nhiều hơn so với các giai đoạn còn lại. Ngoài ra, chiến lược tái cấu trúc hoạt động từ việc cắt giảm lao động được các doanh nghiệp kiệt quệ tài chính thực hiện thường xuyên ở các giai đoạn khởi sự, tăng trưởng và bão hòa. Trong khi đó, phương án cắt giảm đầu tư không tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ giữa lý thuyết chu kỳ sống và kiệt quệ tài chính. Các nghiên cứu còn mở rộng kiểm định khả năng hồi phục doanh nghiệp từ các chiến lược tái cấu trúc, nhưng kết quả đạt được thì khác nhau. Koh & cộng sự (2015) tìm thấy việc cắt giảm hoạt động đầu tư giúp doanh nghiệp phục hồi sau kiệt quệ tài chính, nhưng chiến lược tái cấu trúc cắt giảm lao động và cắt giảm tài sản không tác động đến khả năng phục hồi doanh nghiệp. Trong khi đó, Denis & Kruse (2000) cho thấy việc cắt giảm chi phí, tinh giảm lao động cải thiện hoạt động doanh nghiệp.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Dựa theo mô hình nghiên cứu của Koh & cộng sự (2015), bài viết kiểm định các chiến lược tái cấu trúc

khí doanh nghiệp Việt Nam rơi vào kiệt quệ tài chính trong mối liên hệ với lý thuyết chu kỳ sống, đồng thời kiểm định khả năng hồi phục doanh nghiệp. Chiến lược tái cấu trúc tài sản và chiến lược tái cấu trúc hoạt động được bài viết sử dụng làm nghiên cứu. Trình tự các bước được thực hiện như sau:

Bước 1: Kiểm định ảnh hưởng của chu kỳ sống, kiệt quệ tài chính đến các chiến lược tái cấu trúc

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

Ở bước 1, trước hết bài viết xác định tình trạng kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp. Bài viết sử dụng điều kiện thu nhập hoạt động, điều kiện thanh toán các nghĩa vụ nợ vay. Tức là trong năm quan sát, doanh nghiệp được xem là kiệt quệ tài chính khi xảy ra: (i) thu nhập hoạt động của doanh nghiệp bị âm ít nhất trong 3 năm liên tục (Denis & Denis, 1995), tức là ở năm t, năm t-1 và năm t-2; hoặc (ii) EBITDA của doanh nghiệp nhỏ hơn chi phí lãi vay trong 2 năm liên tục (Asquith & cộng sự, 1994), tức là ở năm t, năm t-1. Biến giả FD_{it} đại diện cho tình trạng kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp i tại thời điểm t, nhận giá trị bằng 1 nếu quan sát t rơi vào kiệt quệ tài chính, ngược lại bằng 0. Hệ số biến FD được kỳ vọng dương với hàm ý kiệt quệ tài chính sẽ khiến các doanh nghiệp tăng khả năng thực hiện chiến lược tái cấu trúc.

Tiếp đến, để xác định các giai đoạn trong chu kỳ sống doanh nghiệp, tác giả sử dụng phương pháp phân vị của Anthony & Ramesh (1992), Koh & cộng sự (2015) khi dựa trên bốn đặc điểm riêng của doanh nghiệp: (i) cổ tức trên lợi nhuận sau thuế; (ii) tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm; (iii) tỷ lệ chi tiêu vốn trên giá trị thị trường doanh nghiệp và (iv) thời gian hoạt động của doanh nghiệp (chênh lệch giữa năm quan sát và năm thành lập). Giá trị thị trường doanh nghiệp = giá trị thị trường vốn cổ phần cộng với giá trị sổ sách của tổng nợ.

Anthony & Ramesh (1992) cho rằng doanh nghiệp ở giai đoạn khởi sự, tăng trưởng có thời gian hoạt động ngắn, thường ít chi trả cổ tức để giữ lại thu nhập cho cơ hội đầu tư, nhưng lại có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao và chi tiêu vốn nhiều hơn so

với giai đoạn bão hòa và suy thoái. Theo đó, ứng với mỗi đặc điểm, bài viết thu thập giá trị quan sát theo từng nhóm ngành. Số liệu các quan sát của mỗi đặc điểm của từng doanh nghiệp 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. Đối với 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 có điểm số là 1; $Q1 < \text{giá trị của quan sát} < \text{tứ phân vị thứ hai } Q2$ thì có điểm số là 2; $Q2 < \text{giá trị của quan sát} < Q3$ thì có điểm số là 3; giá trị quan sát $\geq Q3$ thì có điểm số là 4. Ngược lại, với đặc điểm tốc độ tăng trưởng doanh thu và chi tiêu vốn trên giá trị thị trường: nếu giá trị quan sát $< \text{tứ phân vị thứ nhất } Q1$ thì có điểm số là 4; $Q1 < \text{giá trị quan sát} < Q2$ thì có điểm số là 3; $Q2 < \text{giá trị quan sát} < Q3$ thì có điểm số là 2; giá trị quan sát $\geq Q3$ thì có điểm số là 1. Sau đó, ứng với mỗi quan sát, tác giả tính tổng số điểm của 4 biến đặc điểm trên rồi lại tiếp tục một lần nữa chia các quan sát đó theo từng năm thành các 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 doanh nghiệp. Cụ thể: giá trị quan sát $< \text{tứ phân vị thứ nhất } Q1$ (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 giả BIRTH, GROWTH, MATUTE lần lượt đại diện cho từng giai đoạn trong chu kỳ sống.

Biến BIRTH bằng 1 khi quan sát của doanh nghiệp i thuộc giai đoạn khởi sự, ngược lại bằng 0.

Biến GROWTH bằng 1 khi quan sát thuộc giai đoạn tăng trưởng, ngược lại bằng 0.

Biến MATURE bằng 1 khi quan sát thuộc giai đoạn bão hòa, ngược lại bằng 0 (giai đoạn suy thoái được chọn là nhóm cơ sở). Hệ số dương của các biến cho thấy giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, bão hòa khiến các doanh nghiệp tăng khả năng thực hiện chiến lược tái cấu trúc so với các giai đoạn còn lại.

Các biến tương tác Birth*FD, Growth*FD, Mature*FD nhằm kiểm định mối liên hệ giữa kiệt quệ tài chính và các giai đoạn chu kỳ sống. Hệ số

hồi quy so sánh khả năng thực hiện chiến lược tái cấu trúc ở từng giai đoạn chu kỳ của doanh nghiệp kiệt quệ tài chính.

Biến giả $ASSET_{it}$ đại diện cho doanh nghiệp kiệt quệ tài chính sử dụng chiến lược tái cấu trúc tài sản. Để đo lường biến, bài viết thu thập giá trị tài sản cố định hữu hình ròng của tất cả quan sát ở từng doanh nghiệp trong cùng ngành. Sau đó tác giả tính giá trị tài sản cố định hữu hình ròng trung bình theo ngành của các quan sát. Ở năm t xảy ra kiệt quệ tài chính, nếu doanh nghiệp i có giá trị tài sản cố định hữu hình ròng thấp hơn giá trị tài sản cố định hữu hình ròng trung bình của ngành thì biến $ASSET$ nhận giá trị bằng 1 (doanh nghiệp kiệt quệ tài chính được xem là có sử dụng chiến lược tái cấu trúc tài sản), ngược lại bằng 0.

Ở chiến lược tái cấu trúc hoạt động, bài viết sử dụng các phương án: cắt giảm các hoạt động đầu tư (INV), cắt giảm lao động (EMP).

Biến giả INV_{it} đại diện doanh nghiệp kiệt quệ tài chính sử dụng chiến lược tái cấu trúc hoạt động từ việc cắt giảm hoạt động đầu tư. Để đo lường biến, bài viết thu thập dòng tiền thuần hoạt động đầu tư của tất cả quan sát ở từng doanh nghiệp trong cùng ngành. Sau đó tác giả tính dòng tiền thuần hoạt động đầu tư trung bình theo ngành của các quan sát. Ở

năm t xảy ra kiệt quệ tài chính, nếu doanh nghiệp i có dòng tiền thuần hoạt động đầu tư thấp hơn dòng tiền thuần hoạt động đầu tư trung bình của ngành thì biến INV nhận giá trị bằng 1 (doanh nghiệp kiệt quệ tài chính được xem là có cắt giảm hoạt động đầu tư), ngược lại bằng 0.

Biến giả EMP_{it} đại diện doanh nghiệp kiệt quệ tài chính sử dụng chiến lược tái cấu trúc hoạt động từ việc cắt giảm lao động. Để đo lường biến, bài viết thu thập số liệu lao động của tất cả quan sát ở từng doanh nghiệp trong cùng ngành. Sau đó tác giả tính số lao động trung bình theo ngành của các quan sát. Ở năm t xảy ra kiệt quệ tài chính, nếu doanh nghiệp i có số lượng lao động thấp hơn mức lao động trung bình ngành thì biến EMP nhận giá trị bằng 1 (doanh nghiệp kiệt quệ tài chính được xem là có cắt giảm lao động), ngược lại bằng 0. Số liệu lao động được thu thập từ báo cáo thường niên.

Biến giả $Restructuring_{it}$ đại diện cho từng chiến lược tái cấu trúc mà doanh nghiệp kiệt quệ tài chính sử dụng ($ASSET$, INV và EMP). Như vậy, phương trình (1) được hồi quy 3 lần tương ứng với từng chiến lược tái cấu trúc.

Ngoài ra, mô hình còn có các biến kiểm soát:

TobinsQ: kiểm soát cơ hội tăng trưởng doanh nghiệp, $TobinsQ = (\text{Giá trị thị trường vốn chủ sở}$

Bảng 1: Thông kê mô tả các biến

Biến số	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
FD	6.312	0,2514	0,000	0,4339	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
ASSET	6.312	0,1402	0,000	0,3472	0,000	1,000
INV	6.312	0,0177	0,000	0,1320	0,000	1,000
EMP	6.312	0,1439	0,000	0,3510	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

Ghi chú: *FD* là biến kiệt quệ tài chính. *BIRTH*, *GROWTH*, *MATURE* là biến đại diện cho giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, bão hòa. *ASSET*, *INV*, *EMP* là biến đại diện cho chiến lược tái cấu trúc tài sản, cắt giảm đầu tư, cắt giảm lao động. *TobinsQ*, *LnAsset*, *Institutional*, *Volatility*, *Return*, *CashFlow*, *Leverage* là các biến kiểm soát.

hữu cộng với giá trị sổ sách của nợ) / tổng tài sản.

LnAsset: đại diện cho quy mô doanh nghiệp, là logarit của tổng tài sản.

Volatility: đại diện rủi ro doanh nghiệp, là độ lệch chuẩn tỷ suất sinh lợi trung bình cổ phiếu trong năm.

Return: phản ánh tỷ suất sinh lợi trung bình (tháng) trong năm của cổ phiếu.

Institutional: phản ánh tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư là tổ chức trong doanh nghiệp.

CashFlow: kiểm soát dòng tiền doanh nghiệp, đo bằng dòng tiền hoạt động trên tổng tài sản.

Leverage: kiểm soát mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính, $Leverage = \text{nợ dài hạn} / (\text{Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu} + \text{giá trị sổ sách nợ dài hạn})$.

Bước 2: Kiểm định khả năng hồi phục từ các chiến lược tái cấu trúc của công ty kiệt quệ tài chính

Để kiểm định khả năng hồi phục từ các chiến lược tái cấu trúc, tác giả chọn mẫu các doanh nghiệp kiệt quệ tài chính trong tổng mẫu quan sát. Từ mẫu quan sát này, bài viết lựa chọn các doanh nghiệp được xem là hồi phục khi sau năm xảy ra kiệt quệ tài chính không xảy ra thu nhập hoạt động bị âm trong 3 năm liên tục (năm t+1, t+2 và năm t+3) hoặc EBITDA không nhỏ hơn chi phí lãi vay trong 2 năm liên tiếp (năm t+1, t+2). Việc sử dụng khoảng cách từ 2 đến 3 năm nhằm đảm bảo tính nhất quán khi xác định kiệt quệ tài chính ở bước 1. Mô hình thực nghiệm như sau:

$$\begin{aligned} \text{Recovery}_i = & \alpha_1 + \alpha_2 \text{BIRTH}_{iFD} + \alpha_3 \text{GROWTH}_{iFD} + \alpha_4 \text{MATURE}_{iFD} + \alpha_5 \text{Restructuring}_{iFD} + \alpha_6 \text{Birth*Restructuring}_{iFD} \\ & + \alpha_7 \text{Growth*Restructuring}_{iFD} + \alpha_8 \text{Mature*Restructuring}_{iFD} + \alpha_9 \text{TobinsQ}_{iFD} + \alpha_{10} \text{LnAsset}_{iFD} + \alpha_{11} \text{Institutional}_{iFD} + \alpha_{12} \text{Volatility}_{iFD} \\ & + \alpha_{13} \text{Return}_{iFD} + \alpha_{14} \text{Leverage}_{iFD} + \alpha_{15} \text{CashFlow}_{iFD} + \end{aligned}$$

ε_i (2)

Biến Recovery (biến giả) đại diện việc hồi phục của doanh nghiệp kiệt quệ tài chính i, bằng 1 nếu doanh nghiệp kiệt quệ tài chính được phục hồi, ngược lại bằng 0.

Restructuring (biến giả) đại diện cho các chiến lược tái cấu trúc được doanh nghiệp kiệt quệ tài chính sử dụng, là các chiến lược tái cấu trúc tài sản (ASSET), chiến lược tái cấu trúc hoạt động (INV, EMP). Phương trình (2) sẽ được hồi quy làm 3 lần. Hệ số Restructuring được kỳ vọng dương hàm ý chiến lược tái cấu trúc làm tăng khả năng hồi phục doanh nghiệp sau kiệt quệ tài chính.

Ở từng phương trình (1) và (2), bài viết lần lượt sử dụng mô hình hồi quy Logistic với hiệu ứng cố định và hiệu ứng ngẫu nhiên. Bằng kiểm định Hausman, bài viết lựa chọn ước lượng Logistic với hiệu ứng ngẫu nhiên là phù hợp nhất cho mẫu nghiên cứu. Đồng thời, 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. Dữ liệu được xử lý trên phần mềm Stata.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Bài viết sử dụng dữ liệu bảng của 526 công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam từ 2005 đến 2016, sau khi đã loại ra các doanh nghiệp thiếu nhiều dữ liệu. Các doanh nghiệp được phân loại theo hệ thống phân nhóm ngành tiêu chuẩn ICB (Industry Classification Benchmark). Dữ liệu thị trường doanh nghiệp, dữ liệu tài chính để tính toán các biến được thu thập từ các báo cáo tài chính, báo cáo thường niên trên website vietstock. Ngoài ra để giảm bớt tác động của giá trị ngoại lai, tất cả dữ liệu được lược bớt giá trị ở mức 1% (winsorized) ở mỗi đuôi phân phối.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

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

Giai đoạn	Số quan sát	Số quan sát không	Tổng
	kiệt quệ tài chính	kiệt quệ tài chính	
	(1)	(2)	(3)
Khởi sự (Birth)	62	943	1.005
Tăng trưởng (Growth)	71	915	986
Bão hòa (Mature)	136	1.434	1.570
Suy thoái (Decline)	169	1.476	1.645
Tổng	438	4.768	5.206

Nguồn: số liệu tính toán của tác giả.

Bảng 3: Kết quả mối quan hệ giữa chiến lược tái cấu trúc, kiệt quệ tài chính và chu kỳ sống

	ASSET (1)	INV (2)	EMP (3)
_cons	11,4644*** (2,8832)	-10,0276*** (2,7250)	10,9450*** (2,4664)
BIRTH	-0,8356** (0,3446)	1,1491*** (0,4009)	-0,7073** (0,3177)
GROWTH	-0,1269 (0,3579)	0,7526* (0,4203)	-0,3067 (0,3301)
MATURE	0,0156 (0,2447)	0,5938 (0,3840)	-0,0437 (0,2386)
FD	0,7253** (0,3680)	1,4107*** (0,4611)	0,7604** (0,3031)
Birth*FD	0,2171 (0,6390)	-1,5217* (0,8112)	-0,1736 (0,6572)
Growth*FD	-0,2981 (0,5496)	-1,9194** (0,8095)	-0,2378 (0,6053)
Mature*FD	-0,4921 (0,4685)	-1,2951 (0,7834)	-0,6510* (0,3738)
TobinsQ	-0,5806 (0,6160)	-0,6596 (0,4254)	-0,4778 (0,5616)
LnAsset	-0,5613*** (0,1067)	0,1885* (0,1067)	-0,5459*** (0,0915)
Institutional	-1,6861*** (0,5543)	-0,9333** (0,3690)	-1,8170*** (0,5193)
Leverage	2,5048*** (0,4098)	1,3335*** (0,4360)	3,1081*** (0,4202)
CashFlow	0,0457 (0,6180)	0,9483** (0,5608)	-0,0874 (0,6547)
Return	-3,2908*** (1,0649)	-6,6940*** (2,1905)	-3,1913** (1,2688)
Volatility	2,1980* (1,1248)	2,9748** (1,1472)	2,3868*** (0,8903)
Số quan sát	4.300	4.300	4.300
χ^2	205,92***	55,84***	210,09***

Ghi chú: Sai số chuẩn Bootstrap trong (.). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

4.1. Thống kê mô tả

Số liệu thống kê Bảng 1 cho thấy các doanh nghiệp Việt Nam từng sử dụng ít nhất một trong các chiến lược tái cấu trúc, nhưng khác nhau ở từng chiến lược. Chiến lược tái cấu trúc tài sản, cắt giảm lao động trung bình được sử dụng nhiều hơn so với chiến lược cắt giảm hoạt động đầu tư. 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.

Bảng 2 cho thấy kiệt quệ tài chính có thể xảy ra ở bất kỳ giai đoạn nào của chu kỳ sống, ít xuất hiện ở giai đoạn khởi sự nhưng tập trung nhiều ở hai giai đoạn sau của chu kỳ sống, nhiều nhất là ở giai đoạn suy thoái.

4.2. Kết quả hồi quy mối quan hệ giữa chiến lược tái cấu trúc, kiệt quệ tài chính và chu kỳ sống

Bảng 3 trình bày kết quả ảnh hưởng của kiệt quệ tài chính đến các chiến lược tái cấu trúc theo chu kỳ sống. Ở cột (1), bài viết tìm thấy hệ số biến BIRTH

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

	ASSET	INV	EMP
	(1)	(2)	(3)
_cons	-0,0681 (1,5274)	0,2114 (1,4827)	-0,0967 (1,9044)
BIRTH	-0,1766 (0,2186)	-0,2872 (0,2388)	-0,3891* (0,2201)
GROWTH	0,0205 (0,2167)	-0,0081 (0,2111)	0,0627 (0,1972)
MATURE	-0,1406 (0,1728)	-0,1686 (0,1509)	-0,3124* (0,1879)
Restructuring	0,5106* (0,3049)	0,7582** (0,3632)	-0,3270* (0,1894)
Birth* Restructuring	-1,1385 (0,7510)	-0,0975 (0,7368)	0,1629 (0,4962)
Growth* Restructuring	-0,0394 (0,6312)	0,3010 (0,6833)	0,2500 (0,3888)
Mature* Restructuring	-0,4855 (0,6767)	-0,7368 (0,8789)	0,2617 (0,3441)
TobinsQ	-0,0456 (0,1253)	-0,0331 (0,1433)	-0,1196 (0,1188)
LnAsset	-0,0293 (0,0570)	-0,0383 (0,0571)	-0,0274 (0,0733)
Institutional	0,4618 (0,2846)	0,4245 (0,2792)	0,6422** (0,3122)
Leverage	0,1517 (0,2476)	0,1924 (0,2655)	0,3038 (0,3419)
CashFlow	-0,8563 (0,5394)	-0,8490 (0,5511)	-0,4823 (0,6294)
Return	3,6691** (1,5823)	3,5987** (1,5703)	2,9738** (1,4029)
Volatility	0,8136 (0,9222)	0,8138 (0,8369)	1,0421 (0,9599)
Số quan sát	1.064	1.064	860
χ^2	27,86**	25,64**	22,9*

*Ghi chú: Restructuring là tương ứng với chiến lược tái cấu trúc ASSET, INV, EMP. Sai số chuẩn Bootstrap trong (.). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

âm (-0,8356); hàm ý các doanh nghiệp Việt Nam ở giai đoạn khởi sự ít khả năng dùng chiến lược tái cấu trúc tài sản so với các giai đoạn còn lại, phù hợp với luận điểm của Brown & cộng sự (1994). Do các doanh nghiệp ở giai đoạn đầu thường là doanh nghiệp khởi tạo, có cấu trúc sở hữu tập trung, quy

mô sản xuất giới hạn nên hạn chế bán tài sản mà sử dụng để phát triển sản phẩm, gia tăng doanh thu. Nhưng kiệt quệ tài chính xảy ra làm tăng khả năng doanh nghiệp sử dụng chiến lược tái cấu trúc tài sản (hệ số biến FD ở cột (1) là 0,7253); phù hợp với kỳ vọng bài viết và đồng nhất với Koh & cộng

sự (2015), Asquith & cộng sự (1994). Các doanh nghiệp kiệt quệ tài chính quyết định thanh lý bán bớt các tài sản không mang lại hiệu quả, có suất sinh lời thấp hoặc không tạo ra dòng tiền. Điều này giúp doanh nghiệp kiệt quệ tài chính định hướng lại các danh mục tài sản cốt lõi để tạo ra sự cạnh tranh, mà còn có thêm nguồn tiền mặt giải quyết phần nào khó khăn tài chính cho doanh nghiệp.

Ở chiến lược tái cấu trúc hoạt động, tác giả tìm thấy hệ số biến FD ở cột (2) dương (1,4107) cho thấy các doanh nghiệp tăng khả năng cắt giảm hoạt động đầu tư (INV) khi xảy ra kiệt quệ tài chính. Chiến lược này giúp doanh nghiệp tập trung vào các hoạt động đầu tư chủ lực để mang lại hiệu quả, cắt giảm khoản mục đầu tư chưa phải là lợi thế, giúp doanh nghiệp kiểm soát và giảm bớt chi phí hoạt động, cùng quan điểm với Koh & cộng sự (2015), Sudarsanam & Lai (2001). Tuy nhiên, khác với chúng cứ tìm được ở Koh & cộng sự (2015), khi xem xét mối quan hệ tương tác giữa chu kỳ sống với kiệt quệ tài chính, bài viết tìm thấy các doanh nghiệp hạn chế cắt giảm hoạt động đầu tư ở giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, điều này cho thấy các doanh nghiệp kiệt quệ tài chính ở các giai đoạn này vẫn ưu tiên phát triển để mở rộng thị phần.

Kết quả còn tìm thấy hệ số biến FD ở cột (3) dương (0,7604); hàm ý các doanh nghiệp Việt Nam gia tăng phương án cắt giảm lao động (EMP) khi xảy ra kiệt quệ tài chính, đồng nhất với Koh & cộng sự (2015), Kang & Shivdasani (1997). Thực tế, chiến lược sa thải hoặc cắt giảm lao động được xem là chính sách “thắt lưng buộc bụng” vì gần như không đòi hỏi nguồn vốn bỏ ra, giúp doanh nghiệp duy trì hoạt động, ổn định nguồn tài chính trong ngắn hạn, đồng thời có thời gian tìm kiếm các chiến lược tốt hơn để cải thiện dòng tiền. Tuy nhiên, doanh nghiệp kiệt quệ tài chính hạn chế dùng phương án này ở giai đoạn bão hòa (hệ số Mature*FD ở cột (1) là -0,6510). Ngoài ra, đòn bẩy tài chính, rủi ro doanh nghiệp trên thị trường là các yếu tố được doanh nghiệp xem xét khi sử dụng các chiến lược tái cấu trúc, trong khi đó yếu tố sở hữu cổ đông tổ chức, tỷ suất sinh lợi thị trường làm giảm khả năng doanh nghiệp sử dụng các chiến lược tái cấu trúc.

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

Ở bảng 4, tác giả tìm thấy chiến lược tái cấu trúc

tài sản, cắt giảm hoạt động đầu tư đã đem lại phục hồi cho các doanh nghiệp Việt Nam, giúp doanh nghiệp vượt qua tình trạng kiệt quệ tài chính (hệ số biến Restructuring ở cột (1), (2) lần lượt là 0,5106 và 0,7582). Kết quả này cho thấy các chiến lược tái cấu trúc này giúp doanh nghiệp không những định hướng lại các hạng mục đầu tư cốt lõi, hạn chế đầu tư dàn trải vào lĩnh vực vốn không phải là lợi thế của doanh nghiệp, mang lại nguồn tiền tăng thêm cho doanh nghiệp, mà còn giúp doanh nghiệp cắt giảm, tiết kiệm chi phí không cần thiết trong giai đoạn khó khăn tài chính. Tuy nhiên, việc cắt giảm lao động lại không đem lại hồi phục cho doanh nghiệp Việt Nam (hệ số biến Restructuring ở cột (3) là -0,3270), tương đồng với Sudarsanam & Lai (2001) khi nghiên cứu đối với nhóm các doanh nghiệp không phục hồi. Điều này cho thấy, việc tinh giảm lao động có thể giúp doanh nghiệp tạm thời cắt giảm chi phí hoạt động, nhưng nếu thực hiện thường xuyên có thể gây ra tổn thất cho doanh nghiệp về chính sách đào tạo nguồn nhân lực và tâm lý bất an cho người lao động ở lại làm việc, gây ra tác động tiêu cực cho doanh nghiệp. Bài viết tìm thấy khả năng phục hồi từ các chiến lược tái cấu trúc ít có liên hệ với chu kỳ sống. Ngoài ra, tỷ suất sinh lợi thị trường là yếu tố có ảnh hưởng nhiều nhất đến khả năng phục hồi cho doanh nghiệp kiệt quệ tài chính khi thực hiện các chiến lược tái cấu trúc.

5. Kết luận và gợi ý chính sách

Ở khía cạnh tích cực, kiệt quệ tài chính giúp doanh nghiệp nhận thấy hệ quả từ các quyết định tài chính không phù hợp để kịp thời đề xuất các chiến lược tái cấu trúc. Mặc dù vậy, không phải tất cả chiến lược tái cấu trúc sử dụng đều mang lại thành công. Kết quả cho thấy:

Thứ nhất, kiệt quệ tài chính xảy ra khiến các doanh nghiệp Việt Nam tăng cường sử dụng chiến lược tái cấu trúc tài sản, cắt giảm hoạt động đầu tư và cắt giảm lao động;

Thứ hai, các chiến lược tái cấu trúc chịu ảnh hưởng bởi lý thuyết chu kỳ sống, nhưng không phải tất cả. Ở giai đoạn khởi sự, tăng trưởng; các doanh nghiệp kiệt quệ tài chính hạn chế cắt giảm hoạt động đầu tư, trong khi cắt giảm lao động hạn chế thực hiện ở giai đoạn bão hòa;

Thứ ba, chiến lược tái cấu trúc tài sản và cắt giảm hoạt động đầu tư đem lại hồi phục cho doanh nghiệp

nhưng khả năng phục hồi từ các chiến lược tái cấu trúc ít chịu tác động bởi lý thuyết chu kỳ sống.

Đây là hai chiến lược tái cấu trúc mà bài viết cho rằng các doanh nghiệp Việt Nam cần quan tâm trong quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp. Để thực hiện điều này, doanh nghiệp trước hết cần đưa ra tiêu chí cụ thể để đánh giá hiệu quả các hạng mục tài sản và các hoạt động đầu tư đã và đang thực hiện, xác định các khoản đầu tư nào là lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp. Các hạng mục đầu tư, tài sản không phải là

lợi thế nhưng được mở rộng đầu tư để đa dạng hóa, do đó nguồn nhân lực phải thuê thêm bên ngoài do thiếu kinh nghiệm thì doanh nghiệp nên kiên quyết cắt giảm hoặc có thể bán lại cho các đối tác khác. Việc cắt giảm phải đảm bảo không mất đi giá trị vốn có, lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp. Bán thanh lý tài sản cần thực hiện thận trọng, không vội vàng bởi vì điều này sẽ khiến tài sản của doanh nghiệp sụt giảm giá trị và dễ dàng bị đối tác mua lại với giá trị thấp hơn giá trị thực tế.

Tài liệu tham khảo:

- 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.
- 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, H. (2009), 'Labor and Corporate Governance: International Evidence from Restructuring Decisions', *The Journal of Finance*, 64, 341-373.
- Brown, D.T., James, C.M. & Mooradian, R.M. (1994), 'Asset sales by financially distressed firms', *Journal of Corporate Finance*, 1, 233-257.
- Denis, D.J. & Denis, D.K. (1995), 'Causes of financial distress following leveraged recapitalization', *Journal of Financial Economics*, 37, 129-157.
- Denis, D.J. & Kruse, T.A. (2000), 'Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines', *Journal of Finance Economics*, 55, 391-424
- Jensen, M.C. (1989), 'The Eclipse of the Public Corporation', *Havard Business Review*, 67(5), 61-74.
- Kang, J.K. & Shivdasani, A. (1997), 'Corporate restructuring during performance declines in Japan', *Journal of Financial Economics*, 46(1), 29-65.
- Koh, S., Durand, R.B., Dai, L. & Chang, M. (2015), 'Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring', *Journal of Corporate Finance*, 33, 19-33.
- Miller, D. & Friesen, P.H. (1984), 'A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle', *Management Science*, 30(10), 1161-1183.
- Pashley, M.M. & Philippatos, G.C. (1990), 'Voluntary divestitures and corporate life-cycle: some empirical evidence', *Applied Economics*, 22(9), 1181-1196.
- Penrose, E.T. (1952), 'Biological Analogies in the Theory of the Firm', *The American Economic Review*, 42(5), 804-819.
- Sudarsanam, S. & Lai, J. (2001), 'Corporate Financial Distress and Turnaround Strategies: An Empirical Analysis', *British Journal of Management*, 12, 183-199.
- Wruck, K.H. (1990), 'Financial distress, reorganization, and organizational efficiency', *Journal of Financial Economics*, 27, 419-444.