

Chiến lược tái cấu trúc theo chu kì sống của các công ty Việt Nam dưới tác động của kiệt quệ tài chính

HUỲNH THỊ CẨM HÀ

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - hatcdn@ueh.edu.vn

NGUYỄN THỊ UYÊN UYÊN

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - uyentcdn@ueh.edu.vn

LÊ THỊ HỒNG MINH

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - minhhtcdn@ueh.edu.vn

Ngày nhận:

16/06/2017

Ngày nhận lại:

21/07/2017

Ngày duyệt đăng:

31/07/2017

Mã số:

0617-G34-V06

Mục đích của nghiên cứu nhằm kiểm định các chiến lược tái cấu trúc theo chu kì sống của các công ty Việt Nam dưới tác động của kiệt quệ tài chính và hiệu quả từ các chiến lược này trong giai đoạn 2005–2015 bằng mô hình hồi quy Logistic. Kết quả chỉ ra kiệt quệ tài chính khiến các công ty tăng khả năng cắt giảm lao động, cắt giảm tài sản và cắt giảm chi trả cổ tức. Ở giai đoạn khởi sự, tăng trưởng và bão hòa, công ty bị kiệt quệ tài chính có nhiều khả năng thay thế nhân sự quản lí và phát hành nợ. Chiến lược cắt giảm đầu tư, cắt giảm chi trả cổ tức có mối quan hệ cùng chiều với khả năng hồi phục của công ty bị kiệt quệ tài chính nhưng hiệu quả từ các chiến lược tái cấu trúc ít bị ảnh hưởng bởi chu kì sống của công ty. Cơ hội tăng trưởng, quy mô công ty có ảnh hưởng đến khả năng thực hiện các chiến lược tái cấu trúc. Tỷ lệ sở hữu từ các tổ chức, dòng tiền hoạt động được xem là lợi thế làm tăng khả năng hồi phục của các công ty bị kiệt quệ tài chính.

Abstract

This study examines the impact of financial distress on restructuring strategies of Vietnamese firms by lifecycle and the effectiveness of these strategies in the period of 2005–2015 using logistic regression. The results show that firms under financial distress are likely to engage in laying off employees, cutting down on assets, and reducing dividends. During birth, growth, and maturity phases, firms in distress are likely to change their management and issue debt. We find that reducing investment and dividends have positive associations with recovery for distress firms, but lifecycle exerts little impact on effectiveness of restructuring strategies. While growth opportunities and firm size have effects on corporate restructuring, institutional investors' proportion of shares and cash flows from operations are advantages to distress firms in their recovery.

Từ khóa:

Chu kì sống; Logistic; Kiệt quệ tài chính; Tái cấu trúc; Công ty.

Keywords:

Lifecycle; Logistic; Financial distress; Restructuring; Firm.

1. Giới thiệu

Việt Nam đang trong quá trình hội nhập sâu rộng vào nền kinh tế khu vực và thế giới, đây là điều kiện mở ra không ít những cơ hội nhưng cũng không kém phần thách thức khi các công ty Việt Nam ngày càng phải đối mặt với nhiều đối thủ cạnh tranh ở trong và ngoài nước. Với đặc thù của một nền kinh tế đang phát triển, đa phần các công ty Việt Nam có quy mô vừa và nhỏ nên cơ hội đầu tư không cao, khả năng cạnh tranh thấp và trên hết là thị trường vốn chưa hoàn thiện nên dưới tác động của các cú sốc khó lường trước, kinh tế Việt Nam rất dễ đối mặt với những khó khăn như: Khan hiếm về vốn, bất ổn trong dòng tiền, hạn chế cơ hội đầu tư, nguy cơ mất khả năng thanh khoản đối với các khoản nợ đến hạn tăng cao và đặc biệt là kiệt quệ tài chính (KQTC), khi mà giá trị thị trường của công ty sụt giảm liên tục, hoạt động kinh doanh thua lỗ hoặc các khoản thu nhập không đủ bù đắp chi phí.

KQTC là trạng thái thể hiện khó khăn, hạn chế tài chính trong các giai đoạn chu kỳ sống của công ty. Trước tình trạng này, nhà đầu tư có thể gây sức ép buộc giám đốc công ty phải đưa ra chiến lược tái cấu trúc để hồi phục công ty. Tuy nhiên, các chiến lược tái cấu trúc cần được lựa chọn cẩn trọng vì còn phụ thuộc vào từng giai đoạn chu kỳ sống của công ty: Khởi sự, tăng trưởng, bão hòa và suy thoái (Pashley & Philippatos, 1990; Pastor & Veronesi, 2003) do có sự khác biệt về tình hình hoạt động, chiến lược tài chính, chiến lược tổ chức và cấu trúc của công ty. Việc đề xuất các chiến lược tái cấu trúc không phù hợp sẽ làm cho tình hình hoạt động của công ty càng trở nên trầm trọng hơn, thậm chí không thể phục hồi và có thể khiến công ty nộp đơn xin tuyên bố phá sản. Phá sản có thể là một cơ chế tích cực của thị trường nhằm thanh lọc, giữ lại những công ty hoạt động tốt; tuy nhiên, hiện tượng nhiều công ty phá sản cũng có thể trở thành một mối nguy hại cho nền kinh tế của một quốc gia. Tại Việt Nam, các nghiên cứu về mối quan hệ giữa KQTC, các chiến lược tái cấu trúc và chu kỳ sống của công ty chưa được khai thác nhiều trong thời gian qua. Tác giả muốn biết liệu rằng có sự khác biệt giữa các chiến lược tái cấu trúc mà các công ty Việt Nam sử dụng ở các giai đoạn chu kỳ sống của công ty dưới tác động của KQTC hay không? Các chiến lược tái cấu trúc liệu có mang lại hiệu quả hồi phục cho các công ty bị KQTC? Nghiên cứu này sẽ trả lời các câu hỏi trên bằng việc phân tích mẫu 526 công ty Việt Nam niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam (TTCK) giai đoạn 2005–2015.

Với mục tiêu trên, phần 2 của nghiên cứu sẽ trình bày cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm; phần 3 trình bày dữ liệu và phương pháp nghiên cứu; phần 4 liệt kê các kết quả nghiên cứu và thảo luận; cuối cùng là phần 5, kết luận.

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

2.1. Cơ sở lí thuyết

Lí thuyết chu kì sống hay vòng đời công ty được đề cập trong nghiên cứu của Penrose (1952), Posey (1961) cho rằng chu kì sống của công ty cũng giống như chu kì sinh học của con người, đều phát triển từ giai đoạn hình thành đến khi ngừng hoạt động. Tuy nhiên, mỗi giai đoạn trong chu kì sống của công ty đều có sự khác biệt đáng kể về rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính, tình hình hoạt động, triển vọng phát triển, các chiến lược tài chính, chiến lược tổ chức, và cấu trúc (Miller & Friesen, 1984; Quinn & Cameron, 1983; Gray & Ariss, 1985). Công ty ở giai đoạn khởi sự (Birth Stage) thường có quy mô nhỏ, mức độ sở hữu tập trung cao bởi các nhóm nhỏ cổ đông sáng lập, cơ cấu tổ chức hoạt động đơn giản. Rủi ro kinh doanh ở giai đoạn này rất cao (Pastor & Veronesi, 2003) do công ty chỉ mới chính thức đưa sản phẩm ra thị trường, do đó thường đòi hỏi các chi phí hoạt động ở mức độ cao trong khi các dòng tiền thu vào từ tiêu thụ sản phẩm không chỉ thấp mà còn chậm nên dòng tiền thuần của giai đoạn khởi sự thường bị âm, công ty thường rơi vào tình trạng lỗ trong kinh doanh (Miller & Friesen, 1984). Cấu trúc vốn thường không sử dụng nợ và công ty khởi sự sẽ thực hiện một chính sách chi trả cổ tức gần như bằng 0. Công ty ở giai đoạn tăng trưởng (Growth Stage) thường có quy mô trung bình, được sở hữu bởi nhiều cổ đông, các giám đốc công ty chịu trách nhiệm cao hơn đối với các quyết định và có sự phân chia quyền kiểm soát và quyền sở hữu giữa các cổ đông (Miller & Friesen, 1984; Mueller, 1972). Rủi ro kinh doanh có giảm bớt so với giai đoạn khởi sự nhưng vẫn còn cao do công ty phải nhanh chóng giành thị phần, chiếm lĩnh thị trường. Dòng tiền thuần ở giai đoạn này đã dương nhưng không ổn định. Các công ty tăng trưởng sẽ thực hiện chính sách chi trả cổ tức danh nghĩa nhằm duy trì vị thế (Pashley & Philippatos, 1990). Công ty ở giai đoạn bão hòa (Maturity Stage) đã có vị thế nhất định trên thị trường, doanh số ổn định và biên độ dao động thấp. Dòng tiền thuần của công ty ở giai đoạn này đã chuyển sang dương, mục tiêu ở giai đoạn này là duy trì thị phần và cải tiến hiệu quả hoạt động, gia tăng kiểm soát lợi nhuận (Miller & Friesen, 1984). Tuy nhiên, lợi nhuận của công ty bão hòa đã có phần sụt giảm do có sự cạnh tranh về giá với nhiều đối thủ (Pashley & Philippatos, 1990). Tài trợ bên ngoài, đặc biệt là nợ vay là chiến lược được công ty bão hòa sử dụng nhằm mục tiêu khuếch đại thu nhập cho chủ sở hữu, do đó cổ tức sẽ được chi trả ở mức cao so với giai đoạn trước. Công ty ở giai đoạn suy thoái (Decline Stage) chịu nhiều áp lực khi khả năng sinh lợi của công ty bị suy giảm do sự đổi mới từ các đối thủ cạnh tranh trong khi công ty lại thiếu các chiến lược cải tiến, từ đó làm cho các hoạt động kinh doanh của công ty suy thoái rơi vào trì trệ. Nhu cầu trên thị trường đối với sản phẩm của công ty giảm dần. Quyết định quan trọng của công ty bây giờ là cho phép công ty tồn tại bao lâu nữa bằng

các chiến lược tái cấu trúc hay là tuyên bố phá sản. Thietart và Vivas (1984) đã tìm thấy bằng chứng các công ty ở giai đoạn cuối chu kỳ hoạt động ngoài việc thực hiện chiến lược tái cấu trúc nhằm “trì hoãn cái chết cho công ty” thì còn có thể thực hiện chiến lược “một cái chết không đau cho công ty” nhằm giúp cho chủ sở hữu công ty thu hồi được vốn từ các hoạt động hiện hữu càng nhiều càng tốt.

Theo Ross và cộng sự (1999), Altman và Hotchkiss (2006), có nhiều quan điểm khác nhau diễn tả tình trạng KQTC của công ty, như: Tỷ suất sinh lợi trên vốn đầu tư liên tục thấp hơn tỷ suất sinh lợi của các khoản đầu tư tương đương trên thị trường; hoặc thấp hơn chi phí sử dụng vốn; hoặc công ty có doanh thu thấp hơn chi phí. KQTC cũng được định nghĩa là tình trạng công ty vi phạm điều khoản hợp đồng, không thanh toán được các khoản nợ đến hạn, do đó nó được xem là mất thanh khoản, có thể vỡ nợ và phá sản. Như vậy, các quan điểm khác nhau cho thấy tình trạng KQTC đi từ trạng thái công ty gặp thất bại, khi dòng tiền của công ty không đủ để đáp ứng nghĩa vụ tài chính hiện tại (Altman & Hotchkiss, 2006) dẫn đến trạng thái mất thanh khoản (Insolvency) khi công ty khó khăn không thanh toán được các khoản nợ đến hạn (Shrader & Hickman, 1993), rồi đến trạng thái vỡ nợ (Default) khi công ty vi phạm điều khoản hợp đồng (Altman & Hotchkiss, 2006) và trạng thái xấu nhất là công ty nộp đơn chính thức xin phá sản (Bankruptcy) (Altman & Hotchkiss, 2006). Nhiều nghiên cứu khác lại dựa vào các động thái của công ty như cắt giảm hay ngưng chi trả cổ tức, hủy niêm yết, nộp đơn xin phá sản hoặc thực hiện mua bán sáp nhập với công ty khác. Như vậy, KQTC là một thuật ngữ rộng, diễn tả các trạng thái khó khăn tài chính khác nhau mà công ty phải đối diện trong quá trình hoạt động.

2.2. Các chiến lược tái cấu trúc khi công ty rơi vào KQTC

Khi thấy được nguy cơ có thể rơi vào KQTC, công ty sẽ có nhiều chiến lược điều chỉnh nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động và kiểm soát chi phí. Sudarsanam và Lai (2001), Koh và cộng sự (2015) đưa ra 4 chiến lược tái cấu trúc công ty: (1) Tái cấu trúc nhân sự quản lý; (2) Tái cấu trúc hoạt động; (3) Tái cấu trúc tài sản; và (4) Tái cấu trúc nguồn tài trợ. Chiến lược tái cấu trúc nhân sự quản lý là việc thay thế nhân sự ở ban điều hành cấp cao. Lohrke và cộng sự (2004) cho rằng việc giám đốc đưa ra các định hướng và quyết định được thực hiện trước đây mà không mang lại hiệu quả được xem là nguyên nhân gây ra KQTC. Vì vậy, công ty phải thay thế người quản lý mới để đánh giá lại nguyên nhân KQTC và thực hiện các chiến lược khôi phục lại công ty (Pearce & Robbins, 1993). Chiến lược tái cấu trúc hoạt động với mục tiêu duy trì hiệu quả hoạt động công ty bằng việc kiểm soát chi phí, đặc biệt là cắt giảm chi phí hoạt động cố định, giảm các chi phí đầu vào, sử dụng các khả năng của công ty để tối đa hóa nguồn thu từ đó công ty có thể tạo ra dòng tiền để nâng cao hiệu quả hoạt động, ít nhất là có thể duy

trì trong ngắn hạn. Tuy nhiên, nếu chiến lược này được thực hiện mà không có sự phối hợp với các hình thức tái cấu trúc khác thì sẽ không đủ cho việc phục hồi công ty (Sudarsanam & Lai, 2001). Chiến lược tái cấu trúc tài sản xem xét lại các tài sản hoặc các danh mục đầu tư hiện có mà không được sử dụng hoặc không tạo ra hiệu quả lợi nhuận cần được bán đi. Koh và cộng sự (2015) cho rằng khi một công ty bán các giá trị tài sản hoặc các dự án không mang lại hiệu quả lợi nhuận hoặc không tạo ra giá trị cốt lõi cho công ty là công ty đã thực hiện chiến lược tái cấu trúc tài sản. Điều này sẽ giúp công ty định hướng lại các danh mục đầu tư để gia tăng cạnh tranh trên thị trường. Chiến lược tái cấu trúc tài sản được Atanasov và Kim (2009) xem như là chiến lược mang lại giá trị tăng thêm cho công ty vì nó không những mang lại nguồn vốn cho công ty mà còn giúp các chủ nợ kiểm soát tài sản (Brown & cộng sự, 1994). Chiến lược tái cấu trúc nguồn tài trợ thường liên quan đến việc thay đổi chính sách chi trả cổ tức hoặc thay đổi cấu trúc vốn công ty (Koh & cộng sự, 2015) nhằm giảm áp lực thanh toán cho công ty, sử dụng lợi nhuận giữ lại, thay thế giữa tài trợ bằng vốn cổ phần và nợ bao gồm cả việc điều chỉnh lãi suất vay, kì hạn thanh toán nợ hoặc thay đổi mức độ sử dụng nợ. DeAngelo và DeAngelo (1990) tìm thấy bằng chứng các công ty có quy mô lớn khi rơi vào KQTC thường có xu hướng cắt giảm mạnh việc chi trả cổ tức.

2.3. Các chiến lược tái cấu trúc khi công ty bị KQTC và mối quan hệ với chu kì sống

Các công ty thường có hành động ngay lập tức khi rơi vào tình trạng KQTC. Koh và cộng sự (2015) cho rằng có nhiều yếu tố ảnh hưởng đến sự thành công của chiến lược tái cấu trúc công ty, trong đó lí thuyết chu kì sống có ảnh hưởng đến việc lựa chọn giữa các chiến lược tái cấu trúc của công ty. Chẳng hạn, các công ty có xu hướng cắt giảm lao động ở hai giai đoạn đầu, đây được xem như là chính sách thắt lưng buộc bụng nhằm cắt giảm chi phí, ổn định nguồn tài chính trong ngắn hạn cho đến khi có các chiến lược khác tốt hơn để cải thiện dòng tiền. Ở giai đoạn bão hòa, các công ty sẽ thực hiện chiến lược tái cấu trúc tài sản. Trong khi chiến lược tái cấu trúc nguồn tài trợ được công ty thực hiện ở hầu hết các giai đoạn trong chu kì sống. Denis và Kruse (2000) chứng minh việc cắt giảm chi phí hay sa thải nhân viên là các phương thức được thực hiện nhằm cải thiện hoạt động công ty. Nghiên cứu của Miller và Friesen (1984) cho thấy các công ty ở giai đoạn khởi sự có mức độ sở hữu tập trung cao, các giám đốc đồng thời cũng là chủ sở hữu ít chịu áp lực từ bên ngoài để thay đổi nhân sự quản lí khi đối diện KQTC. Tuy nhiên, khi công ty tiến đến các giai đoạn sau với cấu trúc hoạt động của công ty trở nên phức tạp hơn thì chiến lược tái cấu trúc nhân sự quản lí sẽ được công ty sử dụng nhiều hơn.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Tác giả sử dụng dữ liệu của các công ty phi tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2005–2015. Các công ty được phân loại theo hệ thống phân nhóm ngành tiêu chuẩn ICB (Industry Classification Benchmark). Dữ liệu thị trường công ty được lấy từ cơ sở dữ liệu của công ty chứng khoán Tài Việt (Vietstock), công ty chứng khoán FPT, trang web cophieu68. Dữ liệu tài chính công ty được thu thập từ các báo cáo tài chính công ty đã được kiểm toán. Dữ liệu lãi suất trái phiếu chính phủ kì hạn 1 năm được thu thập từ cơ sở dữ liệu IFS (International Financial Statistics) của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF). Nghiên cứu loại ra các công ty thiếu nhiều thông tin, nên mẫu cuối cùng là dữ liệu bảng cho 526 công ty. Ngoài ra, để giảm bớt tác động của giá trị ngoại lai, tất cả dữ liệu được lượt bớt giá trị ở mức 1% (winsorized) ở mỗi đuôi phân phối.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Dựa trên nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015), tác giả đặt mục tiêu kiểm định việc lựa chọn chiến lược tái cấu trúc gắn với từng giai đoạn chu kì sống của công ty Việt Nam dưới tác động của KQTC và hiệu quả từ các chiến lược tái cấu trúc công ty. Các trình tự được tiến hành như sau:

Bước 1: Ước lượng mối quan hệ giữa chu kì sống của công ty, KQTC và các chiến lược tái cấu trúc.

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

Trong đó:

Biến phụ thuộc (biến giả) Restructuring lần lượt đại diện cho các chiến lược tái cấu trúc nhân sự quản lí (CEO); tái cấu trúc hoạt động (INV và EMP); tái cấu trúc tài sản (ASSET); và chiến lược tái cấu trúc nguồn tài trợ (DIV, NetDebt và NetEquity).

Biến CEO nhận giá trị bằng 1, nếu trong năm t , công ty có thay đổi vị trí tổng giám đốc (giám đốc) điều hành, ngược lại bằng 0. Tác giả không xét trường hợp thay đổi CEO do bệnh tật, đột tử hoặc đến tuổi về hưu.

Biến INV đề cập đến việc công ty cắt giảm các khoản đầu tư, bằng 1, nếu dòng tiền từ hoạt động đầu tư giảm hơn 15% từ năm $t-1$ đến năm t hoặc năm $t+1$, ngược lại bằng 0.

Biến EMP đề cập việc công ty cắt giảm lao động, bằng 1 nếu số lượng lao động giảm hơn 20% từ năm $t-1$ đến năm t hoặc năm $t+1$, ngược lại bằng 0.

Biến ASSET bằng 1 nếu giá trị tài sản cố định hữu hình của công ty giảm hơn 15% từ năm $t-1$ đến năm t hoặc năm $t+1$, ngược lại bằng 0.

Biến DIV đề cập việc công ty cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức, bằng 1 nếu tổng giá trị cổ tức chi trả giảm hơn 25% từ năm $t-1$ đến năm t hoặc năm $t+1$, ngược lại bằng 0.

Biến NetDebt đề cập việc công ty vay nợ mới, bằng 1 nếu giá trị nợ ròng vào năm t vượt quá 5% giá trị sổ sách (GTSS) của tổng tài sản ở thời điểm năm t hoặc năm $t+1$, ngược lại bằng 0. Nợ ròng được xác định bằng tiền vay hoặc tiền thu được từ các khoản đi vay trừ cho tiền chi trả các khoản nợ vay.

Biến NetEquity đề cập việc công ty phát hành vốn cổ phần, bằng 1 nếu giá trị vốn cổ phần ròng vào năm t vượt quá 5% GTSS của tổng tài sản ở thời điểm năm t hoặc năm $t+1$, ngược lại bằng 0. Vốn cổ phần ròng được xác định bằng tiền thu từ phát hành cổ phiếu và nhận vốn góp của chủ sở hữu trừ cho tiền chi trả vốn góp cho các chủ sở hữu, mua lại cổ phiếu mà công ty đã phát hành.

Các dữ liệu để tính biến CEO, EMP được thu thập từ báo cáo thường niên, biến INV, DIV, NetDebt, NetEquity được tính toán từ báo cáo lưu chuyển tiền tệ. Biến ASSET được tính toán từ bảng cân đối kế toán. Như vậy, phương trình (1) lần lượt được hồi quy 7 lần tương ứng cho từng chiến lược tái cấu trúc.

Biến độc lập FD là biến giả, đo lường KQTC của công ty, nhận giá trị bằng 1, nếu quan sát (năm – công ty) bị rơi vào KQTC, ngược lại bằng 0. Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả xác định tình trạng KQTC bằng hai hướng tiếp cận: Sử dụng dữ liệu thị trường công ty theo mô hình KMV-Merton của Merton (1974) và dữ liệu kế toán theo mô hình của Taffler (1983)¹.

Mô hình KMV - Merton của Merton (1974) dựa trên lý thuyết định giá quyền chọn của Black và Scholes (1973), xem giá trị vốn chủ sở hữu là một quyền chọn trên giá trị tài sản công ty (GTTSDN) trong một khoảng thời gian nhất định. Mô hình xem xét sự biến động tài sản, với 2 giả định:

¹Mô hình của Taffler (1983) dựa trên 4 khía cạnh tài chính, gồm: Hiệu quả hoạt động, vị thế vốn luân chuyển, rủi ro tài chính và tính thanh khoản của công ty, được xây dựng như sau:

$$Z = 3,20 + 12,18X_1 + 2,50X_2 - 10,68X_3 + 0,029X_4$$

X_1 là lợi nhuận trước thuế trên cho nợ ngắn hạn; X_2 là tài sản ngắn hạn trên tổng nợ; X_3 là nợ ngắn hạn trên tổng tài sản và X_4 được xác định bằng $\frac{\text{Tài sản ngắn hạn} - \text{Hàng tồn kho} - \text{Nợ ngắn hạn}}{\text{Doanh thu} - \text{Lợi nhuận trước thuế} - \text{Khấu hao}}$

Điểm cắt của giá trị Z là bằng 0. Công ty ở thời điểm t được xem là KQTC khi giá trị Z ở thời điểm t có giá trị nhỏ hơn 0, trước đó 2 năm liên tiếp ($t-2$ và $t-1$) các giá trị $Z > 0$.

Giả định 1: Tổng GTTSDN chuyển động theo hình học Brown

$$dV = \mu_A V dt + \sigma_A dZ \quad (2)$$

V: Tổng GTTSDN;

μ_A : Tỷ suất sinh lợi kỳ vọng trên tổng tài sản tức thời;

σ_A : Độ biến động của GTTSDN; và

Z: Quá trình chuyển động Brown theo cấp số nhân.

Giả định 2: Công ty chỉ có một loại nợ là phát hành trái phiếu chiết khấu có thời gian đến hạn là T.

Từ hai giả định này, giá trị thị trường (GTTT) vốn chủ sở hữu (E) được xem là một quyền chọn mua trên tổng GTTSDN với giá thực hiện là giá trị sổ sách của khoản nợ của công ty với thời gian đến hạn là T. Giá trị E được xác định từ phương trình (3):

$$E = VN(d_1) - e^{-rT} DN(d_2) \quad (3)$$

D: Giá trị sổ sách (GTSS) của các khoản nợ;

T: Thời gian đáo hạn nợ. Tác giả cũng giả định khoảng thời gian cho đến khi nợ đáo hạn là 1 năm (Bharath & Shumway, 2004).

Biến r: Lãi suất phi rủi ro (lãi suất trái phiếu chính phủ có kỳ hạn 1 năm); và

$N(\cdot)$: Hàm xác suất theo phân phối chuẩn tắc tích lũy.

Có rất nhiều nghiên cứu đánh giá khác nhau về mô hình KMV-Merton, phần lớn tập trung vào hai giả định quan trọng của Merton. Bharath và Shumway (2004) đề xuất các nghiên cứu mở rộng từ mô hình KMV-Merton bằng cách đưa ra mô hình tính toán rút gọn cho xác suất KQTC mà không cần dựa nhiều vào việc tính theo theo phương trình (3) và (5). Cụ thể, Bharath và Shumway (2004) vẫn sử dụng phương trình (3) để đánh giá độ biến động khoản nợ của một công ty thông qua những tính toán cố định dựa trên GTSS của nợ ngắn hạn và nợ dài hạn.

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{V}{D}\right) + \left(r + \frac{\sigma_A^2}{2}\right)T}{\sigma_A \sqrt{T}} \quad \text{và} \quad d_2 = d_1 - \sigma_A \sqrt{T} \quad (4)$$

$$\sigma_E = \frac{V}{E} N(d_1) \sigma_A \quad (5)$$

Phương trình (5) tính độ lệch chuẩn vốn chủ sở hữu σ_E . Sau khi đã có được V và σ_E từ các phương trình (2), (3), (4) và (5), xác suất KQTC tại thời điểm T, kí hiệu $N(-$

d_2) được tính từ phương trình (6).

$$N(-d_2) = N\left(-\frac{\ln\left(\frac{V}{D}\right) + (\mu_A - 0,5\sigma_A^2)T}{\sigma_A\sqrt{T}}\right) \quad (6)$$

Để tính khoảng cách KQTC (d_2) và xác suất KQTC, tác giả thay lãi suất phi rủi ro r bởi giá trị μ_A (do tổng tài sản công ty là tài sản cơ bản có rủi ro (Bharath & Shumway, 2004)). Khi đó công thức tính xác suất KQTC được viết lại bởi phương trình (5). Giá trị $N(-d_2)$ càng cao thì xác suất KQTC càng lớn. Điểm cắt (Cut Off) của mô hình có giá trị là 0,5. Nếu năm quan sát công ty có $N(-d_2) \geq 0,5$ được xem là có KQTC, ngược lại được xem là không có KQTC. Các số liệu từ phương trình (1) đến (5) được xử lý trên phần mềm MATLAB thông qua thuật toán Newton Raphson của Haidar (2010) để tính toán KQTC tại từng thời điểm. Mô hình KMV–Merton cũng có điểm hạn chế khi hai giả định phải được thỏa mãn, tất cả thông tin trên thị trường đều được phản ánh vào giá cổ phiếu thị trường là hiệu quả.

Biến độc lập BIRTH, GROWTH và MATURE (biến giả) đại diện cho chu kỳ sống của công ty, nhận giá trị bằng 1 nếu quan sát lần lượt thuộc giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, bão hòa, ngược lại nhận giá trị bằng 0 (giai đoạn suy thoái được chọn là nhóm cơ sở). Bài viết sử dụng phương pháp phân vị của Anthony và Ramesh (1992), Koh và cộng sự (2015) để phân nhóm các giai đoạn, bằng việc dựa trên 4 biến đặc điểm riêng của công ty, cụ thể:

Biến DP dựa trên giá trị cổ tức trên lợi nhuận sau thuế. Biến SG dựa trên tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm. Biến CEV dựa trên tỉ lệ chi tiêu vốn trên GTTT của công ty. GTTT của công ty được xác định bằng GTTT vốn cổ phần cộng với GTSS của tổng nợ. Biến AGE là khoảng thời gian hoạt động của công ty trên TTCK.

Ứng với mỗi biến trong 4 biến, tác giả thu thập giá trị quan sát theo từng nhóm ngành. Đầu tiên, tác giả 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 biến DP và AGE: Nếu giá trị quan sát nhỏ hơn tứ phân vị thứ nhất Q1 thì có điểm số 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 biến SG và CEV: 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 của công ty,

cụ thể: giá trị quan sát < tứ phân vị thứ nhất Q1 (điểm số nhỏ nhất) thì quan sát thuộc giai đoạn khởi sự; Q1 < giá trị quan sát < Q2 thì quan sát thuộc giai đoạn tăng trưởng; Q2 < 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 kiểm soát ở phương trình (1), gồm:

TobinsQ: (GTTT vốn chủ sở hữu + tổng tài sản – GTSS vốn chủ sở hữu) trên tổng tài sản);

LnAsset: Logarit của tổng tài sản;

Volatility: Độ lệch chuẩn của tỉ suất sinh lợi hàng tháng của cổ phiếu trong năm);

Return: Tỉ suất sinh lợi trung bình (tháng) trong năm;

Leverage: Nợ dài hạn trên (GTTT vốn chủ sở hữu và nợ dài hạn);

CashFlow: Dòng tiền hoạt động trên tổng tài sản; và

Institutional: Lần lượt kiểm soát cơ hội tăng trưởng của công ty, quy mô công ty, biến động rủi ro, tỉ suất sinh lợi trên TTCK, đòn bẩy tài chính, dòng tiền hoạt động của công ty, và tỉ lệ sở hữu từ nhà đầu tư tổ chức.

Bước 2: Kiểm định hiệu quả của chiến lược tái cấu trúc đối với các công ty bị KQTC

Để kiểm định hiệu quả từ các chiến lược tái cấu trúc mà các công ty bị KQTC sử dụng, tác giả lựa chọn các công ty bị KQTC trong tổng mẫu quan sát, tiếp đó từ các công ty bị KQTC, tác giả lựa chọn tiếp các công ty được xem là hồi phục sau KQTC nếu như khoảng cách đến điểm KQTC gia tăng trong 2 năm liên tiếp sau năm KQTC (mô hình Merton (1974)), hoặc giá trị $Z > 0$ trong 2 năm liên tiếp sau năm KQTC (mô hình Taffler, 1983). Mô hình thực nghiệm cho hướng nghiên cứu này như sau:

$$\begin{aligned} \text{Recovery}_i = & \alpha_1 + \alpha_2 \text{BIRTH}_{i\text{FD}} + \alpha_3 \text{GROWTH}_{i\text{FD}} + \alpha_4 \text{MATURE}_{i\text{FD}} + \alpha_5 \text{Restructuring}_{i\text{FD}} \\ & + \alpha_6 \text{BIRTH} * \text{Restructuring}_{i\text{FD}} + \alpha_7 \text{GROWTH} * \text{Restructuring}_{i\text{FD}} + \\ & \alpha_8 \text{MATURE} * \text{Restructuring}_{i\text{FD}} + \alpha_9 \text{TobinsQ}_{i\text{FD}} + \alpha_{10} \text{LnAsset}_{i\text{FD}} + \alpha_{11} \text{Institutional}_{i\text{FD}} + \\ & \alpha_{12} \text{Volatility}_{i\text{FD}} + \alpha_{13} \text{Return}_{i\text{FD}} + \alpha_{14} \text{Leverage}_{i\text{FD}} + \alpha_{15} \text{CashFlow}_{i\text{FD}} + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (7)$$

Biến Recovery ở phương trình (7) là biến giả, nhận giá trị bằng 1 nếu công ty bị KQTC được phục hồi, ngược lại bằng 0. Biến Restructuring đo lường các chiến lược tái cấu trúc được công ty bị KQTC thực hiện, lần lượt là các chiến lược tái cấu trúc nhân sự quản lý (CEO), chiến lược tái cấu trúc hoạt động (INV và EMP), chiến lược tái cấu trúc tài sản (ASSET), chiến lược tái cấu trúc nguồn tài trợ (DIV, NetDebt, NetEquity). Do đó phương trình (7) sẽ được hồi quy làm 7 lần.

Để ước lượng kết quả phương trình (1) và (7) cho dữ liệu bảng với biến phụ thuộc là nhị phân, tác giả lần lượt sử dụng mô hình hồi quy Logistic với hiệu ứng cố định (Fixed

Effect) và hiệu ứng ngẫu nhiên (Random Effect). Bảng kiểm định Hausman (Hausman Test), tác giả lựa chọn ước lượng Logistic với hiệu ứng ngẫu nhiên là phù hợp nhất cho mẫu nghiên cứu, đồng thời tác giả xử lý ước lượng sai số chuẩn bằng phương pháp bootstrapped để đảm bảo độ tin cậy cho các hệ số hồi quy. Các dữ liệu được xử lý từ phần mềm Stata 14.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1

Thống kê mô tả các biến

Biến	N	Giá trị trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
CEO	3.503	0,2050	0	0,4037	0	1
INV	4.506	0,6105	1	0,4877	0	1
EMP	3.549	0,1843	0	0,3878	0	1
ASSET	4.739	0,3467	0	0,4760	0	1
DIV	3.017	0,4451	0	0,4971	0	1
NetDebt	4.619	0,5737	1	0,4946	0	1
NetEquity	5.374	0,2953	0	0,4562	0	1
BIRTH	3.732	0,1758	0	0,3807	0	1
GROWTH	3.729	0,2279	0	0,4196	0	1
MATURE	3.732	0,2803	0	0,4492	0	1
FD_Merton	4.198	0,1441	0	0,3512	0	1
FD_Taffler	5.288	0,3790	0	0,4852	0	1
TobinsQ	5.290	0,9995	0,8942	0,5567	0,1141	3,9567
LnAsset	5.290	26,6317	26,5887	1,4523	23,5302	30,4353
Institutional	4.299	0,4196	0,4760	0,2480	0,0000	0,9452
Volatility	4.005	0,1419	0,1251	0,0776	0,0348	0,4448
Return	4.005	−0,0004	0,0039	0,0573	−0,1534	0,1546
CashFlow	5.290	0,0487	0,0304	0,1493	−0,3453	0,5733
Leverage	4.251	0,2104	0,0839	0,2582	0,0000	0,9192

Các giá trị ở Bảng 1 cho thấy các công ty Việt Nam đã từng sử dụng ít nhất một chiến lược tái cấu trúc, nhưng khác nhau ở từng chiến lược. Cụ thể, việc cắt giảm đầu tư, vay thêm nợ trung bình thường được các công ty sử dụng (giá trị trung bình và trung vị lần

lượt lớn hơn 0,5 và xoay quanh giá trị 1). Ngược lại, chiến lược tái cấu trúc nhân sự quản lí, cắt giảm lao động, chiến lược tái cấu trúc tài sản, cắt giảm cổ tức, phát hành cổ phần trung bình ít được các công ty thực hiện thường xuyên. Ở cả hai cách đo lường KQTC đều cho thấy số quan sát KQTC ít hơn so với quan sát không KQTC.

Bảng 2

Số quan sát KQTC và không KQTC theo chu kì sống

Giai đoạn	Số quan sát KQTC		Số quan sát không KQTC		Tổng	
	Merton	Taffler	Merton	Taffler	Merton	Taffler
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Khởi sự (BIRTH)	78	216	576	440	654	656
Tăng trưởng (GROWTH)	107	312	742	538	849	850
Bão hòa (MATURE)	170	409	874	635	1.044	1.044
Suy thoái (DECLINE)	193	448	985	731	1.178	1.179
Tổng	548	1.385	3.177	2.344	3.725	3.729

Bảng 2 cho thấy KQTC của công ty có thể xuất hiện ở bất kì giai đoạn nào của chu kì sống, điều này đúng với nhận định ban đầu của nhóm tác giả, xuất hiện ít ở giai đoạn khởi sự nhưng tập trung nhiều ở hai giai đoạn sau trong chu kì sống của công ty, nhiều nhất là ở giai đoạn suy thoái.

4.2. Kết quả ước lượng mối quan hệ giữa chu kì sống, KQTC và chiến lược tái cấu trúc

Ở chiến lược tái cấu trúc nhân sự quản lí (CEO), tác giả tìm thấy hệ số ước lượng có ý nghĩa thống kê của BIRTH và MATURE ở cột 2 Bảng 3, dấu âm cho thấy các công ty ở giai đoạn khởi sự, bão hòa ít có khả năng thay thế nhân sự CEO, nhưng các công ty bị KQTC ở ba giai đoạn đầu có khả năng thay thế người quản lí hơn ở giai đoạn suy thoái (hệ số hồi quy của biến tương tác $FD \cdot$ biến chu kì đều dương) dưới áp lực của tình trạng KQTC mà công ty đối mặt. Tác giả cho rằng trước biến động lớn về tình hình tài chính, công ty buộc phải xem xét lại cơ cấu nhân sự ban điều hành, thay thế bằng các nhà quản lí có năng lực để có thể thực hiện các chiến lược khôi phục tình hình hoạt động của công ty trước khi quá trễ.

Ở chiến lược tái cấu trúc hoạt động (INV và EMD): Tác giả tìm thấy KQTC khiến các công ty thực hiện ngay việc cắt giảm lao động (hệ số biến FD ở cột (6) dương, có ý nghĩa thống kê). Lí giải chính sách này không những được các công ty trên thế giới và ngay tại Việt Nam sử dụng vì cắt giảm lao động thường đòi hỏi ít vốn hoặc gần như không cần nguồn vốn, được mô tả như chính sách "thắt lưng buộc bụng" nhằm ổn định nguồn tài chính trong ngắn hạn (Koh & cộng sự, 2015). Chính điều này giúp các công ty bị KQTC Việt Nam duy trì hoạt động và có thời gian tìm kiếm các chiến lược tốt hơn để cải thiện dòng tiền. Khi liên hệ với chu kỳ sống, kết quả cho thấy việc sa thải người lao động được các công ty bị KQTC hạn chế ở giai đoạn khởi sự, bão hòa (hệ số biến BIRTH*FD, MATURE*FD âm có ý nghĩa thống kê). Ngoài ra, với phương án cắt giảm đầu tư (INV), tác giả tìm thấy các công ty ở ba giai đoạn trước có khả năng tham gia chiến lược này nhiều hơn so với giai đoạn suy thoái do hệ số ước lượng các biến chu kỳ sống ở cột (3) và (4) đều dương và có ý nghĩa thống kê. Kết quả tìm thấy ủng hộ phát hiện của Koh và cộng sự (2015) khi cho rằng việc giảm bớt khoản mục không hiệu quả trong quá trình đầu tư sẽ giúp công ty kiểm soát được chi phí, đặc biệt là giảm chi phí hoạt động cố định. Ngoài ra, yếu tố đòn bẩy tài chính và tỉ suất sinh lợi cũng được công ty cân nhắc khi thực hiện chiến lược tái cấu trúc hoạt động. Tuy nhiên, nghiên cứu này không tìm mối quan hệ giữa KQTC với chu kỳ sống ở chiến lược cắt giảm đầu tư.

Ở chiến lược tái cấu trúc tài sản (ASSET): Tác giả tìm thấy tình trạng bị KQTC khiến các công ty thực hiện ngay chiến lược cắt giảm tài sản (hệ số biến FD cột (8) là 0,6654 có ý nghĩa thống kê), điều này giúp công ty sắp xếp, bán bớt các tài sản không mang lại hiệu quả, đồng thời định hướng và xác định lại các danh mục đầu tư cốt lõi để tạo sự cạnh tranh trên thị trường (Shleifer & Vishny, 1992; Koh & cộng sự, 2015). Khi xét mối liên hệ giữa KQTC và chu kỳ sống của công ty, tác giả nhận thấy các công ty bị KQTC ở giai đoạn bão hòa ít tham gia vào việc cắt giảm tài sản so với các giai đoạn khác (hệ số MATURE*FD cột (8) là âm có ý nghĩa thống kê). Tuy nhiên, khi xét ở khía cạnh độc lập chu kỳ sống công ty, thì các công ty ở các giai đoạn đầu ít có khả năng thực hiện chiến lược cắt giảm tài sản so với giai đoạn suy thoái (hệ số ước lượng âm có ý nghĩa thống kê của các biến chu kỳ sống ở cột (7) và (8)). Bên cạnh đó, yếu tố cơ hội tăng trưởng, quy mô, biến động rủi ro thị trường, tỉ suất sinh lợi được công ty xem xét khi thực hiện chiến lược cắt giảm tài sản.

Ở chiến lược tái cấu trúc nguồn tài trợ (DIV, Netdebt, NetEquity): Hệ số biến FD từ cột (10) đến (14) đều có ý nghĩa thống kê, hàm ý các công ty bị KQTC gia tăng chiến lược cắt giảm cổ tức chi trả (DIV) để tận dụng nguồn vốn nội bộ giúp giảm chi phí sử dụng vốn (Koh & cộng sự, 2015), nhưng các công ty bị KQTC giảm việc vay thêm nợ (NetDebt) và giảm chiến lược phát hành vốn cổ phần (NetEquity) khi đối diện với

KQTC. Lí giải cho điều này, tác giả cho rằng phương án vay nợ khó khả thi cho các công ty bị KQTC khi mà các ngân hàng sẽ đưa ra các chính sách hạn chế cho vay để kiểm soát rủi ro, trong khi đó phương án phát hành vốn cổ phần bị hạn chế vì việc phát hành ở thời điểm KQTC sẽ khiến các công ty cân nhắc về giá phát hành ra thị trường phải thật sự cạnh tranh để thu hút nhà đầu tư, ngoài ra chi phí phát hành sẽ làm tổn kém thêm chi phí cho công ty. Khi đưa biến tương tác chu kỳ sống và KQTC, tác giả chỉ tìm thấy kết quả từ chiến lược phát hành nợ, cụ thể các công ty bị KQTC ở ba giai đoạn trước của chu kỳ sống có nhiều khả năng thực hiện chiến lược tái cấu trúc nguồn tài trợ đến từ nợ vay so với các công ty bị KQTC ở giai đoạn suy thoái (cột (11) và (12)). Khi xét độc lập ở khía cạnh chu kỳ sống công ty (các yếu tố còn lại không thay đổi), tác giả tìm thấy phần lớn các công ty ở giai đoạn khởi sự tăng khả năng sử dụng các chiến lược tái cấu trúc nguồn tài trợ so với các giai đoạn còn lại (Hệ số ước lượng dương và có ý nghĩa thống kê đối với biến BIRTH từ cột (9) đến (14)). Ngoài ra, các yếu tố kiểm soát như: Cơ hội tăng trưởng, quy mô, tỉ lệ sở hữu vốn từ tổ chức, đòn bẩy tài chính, dòng tiền hoạt động được các công ty xem xét khi thực hiện các chiến lược tái cấu trúc nguồn tài trợ.

Bảng 3

Kết quả ước lượng mối quan hệ giữa chu kì sống, KQTC và chiến lược tái cấu trúc

Biến số	CEO		INV		EMP		ASSET		DIV		NetDebt		NetEquity	
	Merton	Taffler	Merton	Taffler	Merton	Taffler	Merton	Taffler	Merton	Taffler	Merton	Taffler	Merton	Taffler
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
_cons	-1,3059 (1,199)	-0,9698 (0,985)	-0,0725 (0,518)	-0,3015 (0,654)	3,8589** (1,755)	4,8578*** (1,796)	5,3563*** (1,440)	5,9518*** (1,411)	1,2099 (1,068)	1,792* (0,968)	-2,3996** (1,153)	-2,6102** (1,111)	-5,6685*** (1,099)	-5,9751*** (1,460)
BIRTH	-0,1572 (0,143)	-0,3754** (0,166)	0,4592*** (0,104)	0,4471*** (0,114)	-0,6824*** (0,242)	-0,4504* (0,266)	-1,4132*** (0,160)	-1,2927*** (0,161)	0,2701* (0,144)	0,3217* (0,173)	0,6124*** (0,134)	0,5635*** (0,185)	1,0151*** (0,170)	0,8482*** (0,200)
GROWTH	0,0009 (0,155)	-0,1697 (0,173)	0,2520*** (0,092)	0,2724** (0,116)	-0,3422* (0,195)	-0,1675 (0,258)	-0,9296*** (0,116)	-0,8340*** (0,166)	0,1063 (0,117)	0,0496 (0,151)	0,5093*** (0,135)	0,4473*** (0,154)	0,3040* (0,162)	0,2217 (0,207)
MATURE	-0,2108 (0,131)	-0,2991** (0,148)	0,1466* (0,082)	0,2305** (0,091)	-0,3430* (0,175)	-0,0213 (0,188)	-0,5352*** (0,115)	-0,4304*** (0,137)	0,0597 (0,090)	0,0089 (0,140)	-0,0087 (0,095)	-0,1392 (0,141)	0,1398 (0,113)	0,0965 (0,158)
FD	-0,0964 (0,223)	-0,0933 (0,219)	0,0213 (0,187)	-0,1123 (0,120)	0,2938 (0,235)	1,2580*** (0,168)	-0,0908 (0,227)	0,6654*** (0,152)	0,1008 (0,194)	0,3940*** (0,142)	-0,8834*** (0,197)	-0,6118*** (0,195)	-0,5152** (0,268)	-0,5909** (0,241)
BIRTH*FD	0,0282 (0,430)	0,6759** (0,293)	0,5692 (0,350)	0,1599 (0,187)	0,1456 (0,500)	-0,2502 (0,329)	0,0503 (0,376)	-0,1618 (0,286)	-0,6302 (0,383)	-0,2922 (0,308)	1,2044*** (0,315)	0,5258* (0,282)	-0,3053 (0,438)	0,3015 (0,319)
GROWTH*FD	-0,0587 (0,373)	0,4545* (0,247)	0,2184 (0,284)	0,0022 (0,181)	-0,6161 (0,507)	-0,4973* (0,284)	0,1842 (0,319)	-0,1259 (0,230)	-0,2513 (0,294)	0,1098 (0,244)	0,8702** (0,370)	0,4558* (0,263)	0,2312 (0,465)	0,2685 (0,310)
MATURE*FD	0,6041* (0,348)	0,5028** (0,253)	-0,0629 (0,249)	-0,2543 (0,177)	-0,2730 (0,364)	-0,7439*** (0,256)	-0,1429 (0,294)	-0,3216* (0,172)	-0,2890 (0,308)	0,0554 (0,259)	0,6733*** (0,285)	0,5694** (0,230)	0,4151 (0,361)	0,2773 (0,300)

Biến số	CEO		INV		EMP		ASSET		DIV		NetDebt		NetEquity	
	Merton	Taffler	Merton	Taffler	Merton	Taffler	Merton	Taffler	Merton	Taffler	Merton	Taffler	Merton	Taffler
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
TobinsQ	-0,0488 (0,172)	-0,0371 (0,117)	0,1821** (0,079)	0,1717** (0,081)	-0,8837** (0,378)	-0,8484** (0,399)	-0,5846*** (0,154)	-0,5533*** (0,123)	-0,3289*** (0,105)	-0,2965*** (0,091)	0,5114*** (0,134)	0,4956*** (0,128)	0,7705*** (0,145)	0,7353*** (0,124)
LnAsset	-0,0071 (0,048)	-0,0196 (0,041)	0,0133 (0,021)	0,0221 (0,026)	0,1700*** (0,062)	-0,2274*** (0,068)	-0,1731** (0,054)	-0,2052*** (0,053)	-0,0460 (0,039)	-0,0715** (0,036)	0,0945** (0,043)	0,1088*** (0,041)	0,1126*** (0,042)	0,1333** (0,055)
Institutional	0,0906 (0,214)	0,1368 (0,222)	-0,1429 (0,147)	-0,1625 (0,163)	-1,2774*** (0,417)	-1,1470*** (0,407)	0,1119 (0,237)	0,1774 (0,270)	-0,3289 (0,203)	-0,2761* (0,209)	-0,1554 (0,244)	-0,1948 (0,286)	-0,7943*** (0,224)	-0,8222*** (0,241)
Leverage	0,2474 (0,228)	0,1265 (0,267)	-0,6925*** (0,129)	-0,5795*** (0,147)	1,0993*** (0,279)	0,7516*** (0,270)	0,3129 (0,271)	0,0722 (0,230)	0,7787*** (0,205)	0,5680*** (0,202)	-0,7886*** (0,271)	-0,7400*** (0,226)	-0,8452*** (0,258)	-0,7435*** (0,245)
CashFlow	-0,0574 (0,373)	0,0123 (0,346)	0,1624 (0,281)	0,1046 (0,257)	-0,6841* (0,395)	-0,3954 (0,368)	0,0220 (0,375)	0,1962 (0,385)	-0,3211 (0,331)	-0,1297 (0,387)	-3,9811*** (0,333)	-4,0251*** (0,405)	-0,9221** (0,396)	-1,0943** (0,456)
Return	0,2757 (0,927)	-0,0395 (0,975)	3,7407*** (0,868)	3,4375*** (0,808)	-2,1924* (1,165)	-2,4752* (1,325)	3,5789*** (0,926)	3,8772*** (0,876)	0,3339 (1,162)	0,6848 (0,847)	-0,9977 (0,838)	-0,0184 (0,887)	-1,4632 (1,113)	-0,4916 (1,022)
Volatility	0,6816 (0,768)	0,6843 (0,765)	-0,3471 (0,540)	-0,0434 (0,520)	1,5257 (1,047)	1,5764 (0,997)	-1,5919* (0,726)	-1,8538** (0,831)	0,9488 (0,728)	0,5430 (0,642)	-0,7972 (0,663)	-1,0693 (0,785)	4,4693*** (0,709)	4,0763*** (0,884)
N	2948	2947	3488	3488	3142	3142	3503	3503	2462	2462	3269	3269	3509	3509
χ^2	16,46	24,08**	245,00***	131,80***	86,98***	174,02***	249,33***	355,03***	80,96***	81,29***	368,41***	229,54***	361,19***	210,89***

Ghi chú: Sai số chuẩn bootstrapped trong ngoặc đơn ();

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

Restructuring	(0,696)	(1,155)	(0,610)	(0,841)	(0,770)	(3,287)	(0,556)	(0,761)	(0,593)	(1,408)	(0,656)	(1,227)	(1,057)	(5,548)
TobinsQ	-3,6982*** (1,226)	-1,0626 (1,720)	-3,8950*** (1,026)	-1,8961 (1,195)	-3,7665*** (1,079)	-1,5999 (1,347)	-3,8794*** (0,902)	-1,9014* (1,148)	-2,1851* (1,168)	-1,4936 (2,299)	-3,5629*** (0,915)	-1,9179 (2,145)	-4,1506*** (1,057)	-2,2308* (1,252)
LnAsset	0,2345** (0,101)	-0,4622* (0,245)	0,3075** (0,132)	-0,4567** (0,184)	0,2102 (0,135)	-0,3284* (0,176)	0,2698*** (0,099)	-0,417** (0,186)	0,2684 (0,167)	-1,1371*** (0,423)	0,3040*** (0,117)	-0,4015 (0,246)	0,3148** (0,122)	-0,3853* (0,221)
Institutional	1,2886*** (0,512)	0,5308 (1,025)	0,8283* (0,450)	0,8964 (0,851)	1,0947** (0,527)	0,3709 (0,587)	0,8794* (0,488)	0,6965 (1,194)	1,0940* (0,587)	2,5441 (1,784)	0,9663* (0,544)	0,7065 (1,208)	0,9121* (0,504)	0,6807 (0,950)
Leverage	-0,4920 (0,520)	-1,3975 (0,899)	-0,3734 (0,421)	-1,2989* (0,684)	-0,4368 (0,545)	-1,3922* (0,784)	-0,3829 (0,445)	-1,3823** (0,672)	-0,1457 (0,555)	-1,3161 (1,466)	-0,4239*** (0,467)	-1,3525 (0,950)	-0,5162 (0,461)	-1,4095* (0,767)
CashFlow	-0,8062 (1,009)	2,9090** (1,384)	-0,7124 (0,818)	3,381*** (1,231)	-0,9151 (0,754)	2,6460** (1,175)	-0,7559 (0,756)	3,3159*** (1,216)	-0,4939 (0,987)	4,0073* (2,239)	-0,5390 (0,962)	2,5738 (1,749)	-0,9129 (0,983)	3,4238** (1,325)
Return	1,1516 (2,495)	5,9328 (4,938)	0,6484 (1,928)	5,1925 (3,844)	-0,1839 (2,439)	4,9714 (4,103)	0,9113 (2,379)	5,4197 (4,120)	1,3481 (2,828)	3,3887 (6,200)	0,4500 (1,983)	4,9952 (5,565)	0,4736 (1,948)	5,5593** (2,398)
Volatility	-4,3256*** (1,574)	2,7513 (2,810)	-4,7320** (1,924)	3,5928 (2,419)	-4,1066* (2,474)	3,525 (2,441)	-4,5340** (1,750)	3,2966 (2,227)	-5,7175*** (1,845)	1,2268 (3,762)	-5,1012*** (1,929)	2,5545 (2,870)	-4,6531*** (1,794)	3,24* (1,813)
N	436	1094	517	1298	424	1169	518	1302	342	806	510	1289	517	1303
x ²	42,49***	27,54**	41,08***	73,32***	48,21***	38,22***	55,42***	46,07***	29,19***	31,26***	45,37***	22,29*	50,83***	41,73***

Ghi chú: Restructuring tương ứng với chiến lược CEO, INV, COGS, EMP, ASSET, DIV, NetDebt và NetEquity;

Sai số chuẩn bootstrapped trong ngoặc đơn ();

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

5. Kiểm định hiệu quả từ chiến lược tái cấu trúc của công ty bị KQTC

Ở phần này, tác giả trình bày một số ghi nhận chú ý thể hiện ở Bảng 4. Nghiên cứu tìm thấy chính sách cắt giảm đầu tư và cắt giảm cổ tức có ảnh hưởng cùng chiều đến khả năng hồi phục của các công ty bị KQTC, khi hệ số ước lượng Restructuring ở cột (4) và (9) (Bảng 4) dương và có ý nghĩa thống kê. Kết quả này cho thấy với nỗ lực cắt giảm chi phí từ các khoản đầu tư không mang lại hiệu quả, cũng như việc thoả thuận với các cổ đông trong việc giảm áp lực thanh toán cổ tức đã giúp công ty khôi phục lại tình hình tài chính, vượt qua được giai đoạn khó khăn của KQTC. Tuy nhiên, ở chiến lược tái cấu trúc, nguồn tài trợ từ việc vay thêm nợ, phát hành cổ phần và chiến lược tái cấu trúc hoạt động từ việc giảm lao động sẽ không giúp công ty bị KQTC hồi phục được (hệ số ước lượng Restructuring ở cột (12), (13) và cột (5) là âm có ý nghĩa thống kê). Ở phương án sa thải lao động chỉ là chính sách trong ngắn hạn, tạm thời giúp công ty cắt giảm chi phí, nhưng nếu sử dụng thường xuyên sẽ gây ra tác động tiêu cực cho công ty. Bên cạnh đó, khi rơi vào tình trạng KQTC, nguồn vốn nội bộ khan hiếm thì việc huy động vốn bên ngoài của công ty chỉ có kênh phổ biến nhất là phát hành chứng khoán mới. Tuy nhiên, do đảm bảo tính cạnh tranh và hấp dẫn so với các chứng khoán khác trên thị trường nên các chi phí để thực hiện điều này là khá cao trong khi dòng tiền của công ty không đủ cung cấp để có thể đảm bảo cho việc hồi phục công ty. Tác giả còn phát hiện hiệu quả từ các chiến lược tái cấu trúc của công ty ít bị ảnh hưởng bởi các giai đoạn trong chu kỳ sống. Bên cạnh đó, tác giả tìm thấy cơ hội tăng trưởng, đòn bẩy tài chính, biến động rủi ro trên TTCK có ảnh hưởng ngược chiều đến khả năng hồi phục công ty phần lớn từ các chiến lược tái cấu trúc, trong khi đó tỉ lệ sở hữu tổ chức, dòng tiền hoạt động có ảnh hưởng cùng chiều đến khả năng hồi phục của công ty bị KQTC từ các chiến lược tái cấu trúc.

6. Kết luận

Thông qua việc kiểm định các chiến lược tái cấu trúc theo chu kỳ sống của công ty Việt Nam dưới tác động của KQTC và hiệu quả từ các chiến lược tái cấu trúc giai đoạn 2005–2015, nghiên cứu tìm thấy các bằng chứng thực nghiệm như sau:

Thứ nhất, KQTC khiến các công ty tăng khả năng thực hiện cắt giảm lao động, chiến lược tái cấu trúc tài sản và cắt giảm cổ tức nhưng giảm khả năng vay thêm nợ và phát hành vốn cổ phần. Việc cắt giảm lao động ở một số bộ phận không mang lại hiệu quả

mà nó chỉ giúp công ty ổn định và duy trì nguồn tài chính tạm thời để vượt qua khó khăn. Việc cắt giảm tài sản giúp công ty tập trung nguồn vốn để phân bổ vào danh mục đầu tư hiệu quả hơn. Chính sách cắt giảm cổ tức giúp công ty duy trì nguồn vốn, giữ lại lợi nhuận, tận dụng nguồn lực nội bộ hiện có để giảm bớt chi phí sử dụng vốn, từ đó giúp công ty vượt qua trong giai đoạn khó khăn tài chính.

Thứ hai, chiến lược tái cấu trúc mà công ty bị KQTC thực hiện chịu tác động bởi lý thuyết chu kỳ sống, nhưng không phải ở tất cả các chiến lược tái cấu trúc. Ở các giai đoạn khởi sự, tăng trưởng và bão hòa, công ty bị KQTC có nhiều khả năng thay thế nhân sự quản lý và vay thêm nợ. Việc thay thế nhân sự quản lý ở các giai đoạn này cho thấy trước biến động lớn của tình hình tài chính, công ty buộc phải xem xét lại cơ cấu nhân sự ban điều hành, thay thế các nhà quản lý tốt hơn để khôi phục tình hình hoạt động của công ty trước khi quá trễ. Việc vay thêm nợ sẽ không dễ dàng cho các công ty bị KQTC ở giai đoạn suy thoái khi mà các tổ chức tín dụng đánh giá mức độ rủi ro cao nhất ở giai đoạn cuối vòng đời công ty.

Thứ ba, chính sách cắt giảm các khoản đầu tư, cắt giảm cổ tức mang lại hiệu quả hồi phục cho các công ty bị KQTC. Điều này cho thấy khi các công ty bị KQTC tận dụng tốt từ các chiến lược này sẽ giúp giảm chi phí hoạt động cố định, giảm chi phí đầu vào của công ty và phát huy các nguồn vốn nội bộ với chi phí thấp hơn, từ đó có thể kiểm soát được rủi ro, đưa công ty trở về trạng thái hoạt động bình thường. Trong khi đó, cắt giảm lao động, vay thêm nợ và phát hành vốn cổ phần làm giảm khả năng hồi phục cho các công ty bị KQTC. Kết quả này hàm ý cho nhà quản trị cần định hướng lựa chọn chiến lược phù hợp để hồi phục, giúp công ty vượt qua tình trạng KQTC. Tuy nhiên, hiệu quả thành công từ các chiến lược tái cấu trúc ít bị ảnh hưởng bởi các giai đoạn trong chu kỳ sống.

Thứ tư, tác giả còn tìm thấy các yếu tố như: Cơ hội tăng trưởng của công ty, quy mô công ty có ảnh hưởng đến khả năng thực hiện các chiến lược tái cấu trúc của công ty. Tỷ lệ sở hữu từ các tổ chức, dòng tiền hoạt động của công ty được xem xét như là yếu tố làm tăng khả năng phục hồi của các công ty bị KQTC ■

Tài liệu tham khảo

- Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (2006). *Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt* (3rd ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.
- 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(2–3), 203–227.
- Atanasov, J., & Kim, E. H. (2009). Labor and corporate governance: International evidence from restructuring decisions. *The Journal of Finance*, 64(1), 341–373.
- Bharath, S. T., & Shumway, T. (2004). Forecasting default with the KMV-Merton model. *AFA 2006 Boston Meeting Paper*. Retrieved from: <https://ssrn.com/abstract=637342>. doi: 10.2139/ssrn.637342
- Black, F., & Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637–654.
- Brown, D. T., James, C. M., & Mooradian, R. M. (1994). Asset sales by financially distressed firms. *Journal of Corporate Finance*, 1(2), 233–257.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (1990). Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms. *The Journal of Finance*, 45(5), 1415–1431.
- Denis, D. J., & Kruse, T. A. (2000). Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines. *Journal of Finance Economics*, 55(3), 391–424.
- Gray, B., & Ariss, S. S. (1985). Politics and strategic change across organizational life cycles. *Academy of Management*, 10(4), 707–723
- Haidar, H. (2010). *KMV Credit Risk Model - Probability of Default - Default risk*. Retrieved from <http://www.mathworks.com/matlabcentral/fileexchange/34529-kmv-credit-risk-model-probability-of-default-default-risk?focused=5235626&tab=function>
- Koh, S., Durand, R. B., Dai, L., & Chang, M. (2015). Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring. *Journal of Corporate Finance*, 33, 19–33.
- Lohrke, F. T., Bedeian, A. G., & Palmer, T. B. (2004). The role of top management teams in formulating and implementing turnaround strategies: A review and research agenda. *International Journal of Management Reviews*, 5–6(2), 63–90.
- Merton, R. C. (1974). On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates. *The Journal of Finance*, 29(2), 449–470.
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1984). A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management Science*, 30(10), 1161–1183.
- Mueller, D. C. (1972). A life cycle theory of the firm. *The Journal of Industrial Economics*, 20(3), 199–219.
- Pashley, M. M., & Philippatos, G. C. (1990). Voluntary divestitures and corporate life-cycle: Some empirical evidence. *Applied Economics*, 22(9), 1181–1196.
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2003). Stock valuation and learning about profitability. *The Journal of Finance*, 58(5), 1749–1990.

- Pearce, J. A., & Robbins, K. (1993). Toward hnproved theory and research on business turnaround. *Journal of Management*, 19(3), 613–636.
- Penrose, E. T. (1952). Biological analogies in the theory of the firm. *The American Economic Review*, 42(5), 804–819.
- Posey, R. B. (1961). Modern organization theory. *Administrative Science Quarterly*, 5(4), 609–611.
- Quinn, R. E., & Cameron, K. (1983). Organizational life cycles and shifting criteria of effectiveness: Some preliminary evidence. *Management Science*, 29(1), 33–51.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (1999). *Corporate finance* (5th ed.). Boston: Irwin/McGraw-Hill Press.
- Shleifer, A., & Vishny , R. W. (1992). Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach. *The Journal of Finance*, 47(4), 1343–1366.
- Shrader, M. J., & Hickman, K. A. (1993). Economic issues in bankruptcy and reorganization. *Journal of Applied Business Research*, 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. doi: 10.1111/1467-8551.00193
- Taffler, R. J. (1983). The assessment of company solvency and performance using a statistical model. *Accounting and Business Research*, 13(52), 295–308.
- Thietart, R. A., & Vivas, R. (1984). An empirical investigation of success strategies for businesses along the product life cycle. *Management Science*, 30(12), 1405–1423. doi: 10.1287/mnsc.30.12.1405