

# KIỆT QUỆ TÀI CHÍNH: VÒNG ĐỜI VÀ CHIẾN LƯỢC TÁI CẤU TRÚC CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

● LƯU VĂN ANH DŨNG

## TÓM TẮT:

Nghiên cứu xác định tình trạng kiệt quệ tài chính (KQTC) của 518 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2007-2015 dựa trên khoảng cách vỡ nợ (DD) của Merton (1974) và Bharath & Shumway (2008); đồng thời xác định các giai đoạn phát triển của doanh nghiệp dựa trên nghiên cứu của Anthony & Ramesh (1992) để mô hình dự báo được chính xác hơn. Sau đó, tác giả sử dụng mô hình hồi quy nhị phân logit với phương pháp bootstrap và dữ liệu bảng để kiểm tra các chiến lược tái cấu trúc mà doanh nghiệp có xu hướng sử dụng khi KQTC xảy ra.

**Từ khóa:** Kiệt quệ tài chính, lý thuyết vòng đời, tái cấu trúc.

## 1. Đặt vấn đề

Trong khoảng 30 năm trở lại đây, thế giới đã trải qua 3 chu kỳ khủng hoảng, suy thoái nghiêm trọng (năm 1987, 1997, 2008) và năm 2020 - Đại dịch Covid-19 cũng đang có nguy cơ tác động tiêu cực mạnh hơn đến toàn bộ nền kinh tế thế giới so với 3 cuộc khủng hoảng trước, chịu ảnh hưởng nghiêm trọng nhất chính là khối doanh nghiệp.

Theo Wruck (1990): mỗi công ty đều sẽ có 3 giai đoạn phải trải qua trước khi bị xem là đã chết bao gồm: KQTC, vỡ nợ và phá sản. Do đó, những vấn đề xoay quanh KQTC luôn là mối quan tâm hàng đầu trong chiến lược kinh doanh của mỗi công ty. Đây chính là trọng tâm của bài nghiên cứu này. Bên cạnh đó, Miller & Friesen (1984) cho biết

mỗi công ty đều trải qua các giai đoạn khác nhau trong vòng đời để tồn tại và phát triển bao gồm: sinh trưởng, phát triển, ổn định và suy thoái. Công ty ở mỗi giai đoạn sẽ có những đặc tính khác nhau, điều này bắt buộc những nhà quản trị phải nắm bắt rõ tình hình trước khi đưa ra quyết định nhằm tránh đưa công ty tới bờ vực phá sản.

Cuối cùng, theo Sudarsanam & Lai (2001), quá trình tái cấu trúc của công ty khi gặp KQTC được thể hiện qua 4 chiến lược liên quan tới quản trị, hoạt động, tài sản và tài chính được gọi là 4 chiến lược tái cấu trúc. Mỗi chiến lược này phối hợp với từng công ty theo các giai đoạn phát triển khác nhau có lẽ sẽ mang lại những kết quả khác nhau đáng kể.

## 2. Đối tượng và phương pháp nghiên cứu

### 2.1. Giả thuyết nghiên cứu

Bài nghiên cứu kiểm định 3 giả thuyết sau:

**H1:** Công ty có giai đoạn phát triển càng trẻ thì càng có xu hướng ít thay đổi CEO khi KQTC xảy ra.

**H2:** Yếu tố vòng đời có tác động đến việc công ty lựa chọn các chiến lược hoạt động hay tài sản khi đối mặt với KQTC.

**H3:** Yếu tố vòng đời có tác động đến việc công ty lựa chọn các chiến lược tài chính khi rơi vào KQTC.

### 2.2. Phương pháp nghiên cứu

Mô hình hồi quy nhị phân logit với phương pháp bootstrap và dữ liệu bảng.

### 2.3. Mô hình nghiên cứu

Để xem xét mối quan hệ giữa yếu tố vòng đời và các chiến lược tái cấu trúc doanh nghiệp sẽ thực hiện khi đối mặt KQTC, tác giả dùng mô hình:

$$Restructuring_{it}$$

$$= \alpha_1 + \alpha_2 Birth_{it} + \alpha_3 Growth_{it} + \alpha_4 Mature_{it} + \alpha_5 FD_{it} + \alpha_6 Birth * FD_{it} + \alpha_7 Growth * FD_{it} + \alpha_8 Mature * FD_{it} + \alpha_9 TobinsQ_{it} + \alpha_{10} LnTA_{it} + \alpha_{11} Insti_{it} + \alpha_{12} Vol_{it} + \alpha_{13} Retu_{it} + \alpha_{14} Lev_{it} + \alpha_{15} CF_{it} + \varepsilon_i$$

Trong đó, biến phụ thuộc Restructuring<sub>it</sub> sẽ lần lượt được thay thế bởi các biến: CEO<sub>it</sub>, INV<sub>it</sub>, COGS<sub>it</sub>, EMP<sub>it</sub>, ASSET<sub>it</sub>, DIV<sub>it</sub>, NetD<sub>it</sub> và NetE<sub>it</sub>, đây đều là các biến nhị phân đại diện cho các chiến lược quản trị (CEO), chiến lược hoạt động (INV, COGS, EMP), chiến lược tài sản (ASSET) và chiến lược tài chính (DIV, NetD, NetE). Các biến số: TobinsQ<sub>it</sub>, LnTA<sub>it</sub>, Insti<sub>it</sub>, Vol<sub>it</sub>, Retu<sub>it</sub>, Lev<sub>it</sub> và CF<sub>it</sub> là các biến kiểm soát của mô hình.

## 3. Dữ liệu nghiên cứu

### 3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu bao gồm 518 công ty phi tài chính trong giai đoạn 2007 - 2015 được thu thập trên hai sàn chứng khoán là Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).

### 3.2. Xác định vòng đời doanh nghiệp

Theo Anthony & Ramesh (1992) với lý thuyết vòng đời gồm 4 giai đoạn: Khởi sự, Tăng trưởng, Ổn định và Suy thoái. Trong đó, doanh nghiệp sẽ

được phân loại vòng đời dựa trên 4 chỉ tiêu: cổ tức, tăng trưởng doanh số, chi tiêu vốn và tuổi đời:

Cổ tức hàng năm (DP):

$$DP_t = (DIV_t / IBED_t) * 100$$

Tăng trưởng doanh số (SG):

$$SG_t = (SG_t / SG_{t-1}) * 100$$

Chi tiêu vốn (CEV):

$$CEV_t = (CE_t / VALUE_t) * 100$$

Tuổi của công ty (Age).

Trong đó:  $DIV_t$  là cổ tức tiền mặt của công ty trong năm  $t$ ;  $IBED_t$  là thu nhập trước các khoản mục bất thường và hoạt động đã dừng của công ty trong năm  $t$ ;  $SG_t$  là tăng trưởng doanh số của công ty trong năm  $t$ ;  $CE_t$  là chi tiêu vốn của công ty trong năm  $t$ ;  $VALUE_t$  là giá trị công ty, được tính bằng tổng giá trị vốn hóa thị trường của vốn chủ sở hữu cộng với giá trị sổ sách của nợ trong năm  $t$ ;  $AGE_t$  là số năm kể từ khi công ty được niêm yết trên sàn HOSE hoặc HNX.

### 3.3. Xác định KQTC

Năm 2008, hai tác giả Bharath & Shumway đã dựa trên mô hình xác định KQTC - DD của Merton (1974) nhưng không cần phải giải quyết các phương trình phi tuyến phức tạp, họ đưa ra một mô hình đơn giản hơn mang tên mô hình Naïve DD.

$$Naïve DD = \frac{\ln\left(\frac{E+F}{F}\right) + (r_{i,t-1} - 0,5naïve \sigma_v^2)T}{naïve \sigma_v \sqrt{T}}$$

Trong đó: Giá trị của vốn chủ sở hữu (E); Giá trị các khoản nợ của doanh nghiệp (F); Độ biến động của giá trị công ty (Naïve  $\sigma_v$ ); Tỷ suất sinh lợi từ cổ phiếu của công ty trong năm trước ( $r_{i,t-1}$ ); Thời gian đáo hạn của quyền chọn (T) hay còn gọi là thời gian tính toán DD trong trường hợp này là 1 (năm).

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Với chiến lược quản trị (Bảng 1)

Bảng 1 cho thấy giá trị  $X^2$  của mô hình đạt 74.84 và có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 1% nên mô hình hoàn toàn phù hợp. Đối với biến giả FD có hệ số hồi quy bằng 0.61789 và có ý nghĩa thống kê tại mức ý nghĩa 5%, chứng tỏ rằng tại Việt Nam các công ty khi rơi vào KQTC có xu hướng thay đổi CEO như một giải pháp tái cấu trúc cho sự phục hồi. Odd ratio (OR) của biến FD bằng

**Bảng 1. Kết quả hồi quy với chiến lược quản trị**

Các biến độc lập	CEO	Odd Ratio	Các biến độc lập	CEO
Hệ số chặn	-4.0759***		TobinsQ	-0.19844
Birth	-0.44737**	0.639	LnTA	0.08105**
Growth	-0.28052*	0.755	Institu	0.00047
Mature	-0.16686	0.846	Vol	1.57398**
FD	0.61789**	1.855	Retu	2.9073***
FD*Birth	0.3956	1.485	Lev	0.27686
FD*Growth	0.25268	1.287	CF	-0.12898
FD*Mature	0.07198	1.075	Chi bình phương - X <sup>2</sup>	74.84***

1.855, so với các công ty không bị KQTC thì các công ty kiệt quệ có xác suất thay đổi CEO cao hơn khoảng 1,8 lần.

Hệ số hồi quy của biến Birth và Growth lần lượt -0.44737, -0.28052 và cả hai đều có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa tương ứng 5%, 10%, điều này hàm ý khi công ty đang trong giai đoạn sinh trưởng và phát triển thì khả năng họ thay đổi CEO sẽ ít hơn công ty trong giai đoạn suy thoái.

**4.2. Với chiến lược tài sản (Bảng 2)**

Bảng 2 cho thấy, Hệ số hồi quy của các biến vòng đời: Birth, Growth và Mature lần lượt là -0.3624, -1.0063, -0.4836 và đều có ý nghĩa thống kê 1%. Hàm ý khi so sánh với các công ty đang

suy thoái thì các công ty trong giai đoạn khởi sự, tăng trưởng và trưởng thành đều không có ý định sẽ cắt giảm, thu hồi bớt hoạt động kinh doanh.

Biến FD với hệ số hồi quy là 0.6238 tại mức ý nghĩa 1%. Điều này có ý nghĩa thực tiễn khá cao, khi các doanh nghiệp rơi vào KQTC, trước bờ vực vỡ nợ thì xác suất họ lựa chọn chiến lược tài sản sẽ gia tăng, nhằm mục đích thanh lý bớt tài sản để thanh toán nợ vay và thu hẹp sản xuất - kinh doanh, chỉ tập trung vào những hoạt động chính của công ty để mang lại lợi nhuận vượt trội và vượt qua khó khăn. Phương châm của các doanh nghiệp kiệt quệ khi áp dụng chiến lược tài sản đều xoay quanh câu nói “trọng chất lượng hơn số lượng”.

**Bảng 2. Kết quả hồi quy với chiến lược tài sản**

Các biến độc lập	ASSETS	Odd Ratio	Các biến độc lập	ASSETS
Hệ số chặn	4.3495***		TobinsQ	-0.9184***
Birth	-0.3624***	0.696	LnTA	-0.1462***
Growth	-1.0063***	0.366	Institu	0.0009
Mature	-0.4836***	0.617	Vol	0.542
FD	0.6238***	1.866	Retu	2.9973***
FD*Birth	0.1284	1.137	Lev	-0.4951***
FD*Growth	-0.8236**	0.439	CF	0.0275
FD*Mature	-0.1636	0.849	Chi bình phương - X <sup>2</sup>	196.23***

## 4.3. Với chiến lược hoạt động (Bảng 3)

Bảng 3. Kết quả hồi quy với chiến lược hoạt động

Các biến độc lập	INV	COGS	EMP	OPS
Hệ số chặn	1.1626	-2.1609	0.2571	1.9687**
Birth	-0.2656**	-0.1978	-0.1288	-0.3857***
	(0.767)	(0.821)	(0.879)	(0.68)
Growth	-0.3666***	-0.6074*	-0.4862***	-0.5384***
	(0.693)	(0.545)	(0.615)	(0.584)
Mature	-0.1983**	0.7441***	-0.3432***	-0.3393***
	(0.82)	(2.105)	(0.709)	(0.712)
FD	0.4052	0.3231	0.6849***	0.5933*
	(1.5)	(1.381)	(1.984)	(1.81)
FD*Birth	0.8441**	0.5754	-0.2409	0.3783
	(2.326)	(1.778)	(0.786)	(1.46)
FD*Growth	0.1074	0.3819	-0.2476	-0.3028
	(1.113)	(1.465)	(0.781)	(0.739)
FD*Mature	-0.1695	0.9017	-0.2236	-0.5736
	(0.844)	(2.464)	(0.8)	(0.563)
TobinsQ	-0.2895**	-0.6137	0.0582	-0.2659**
LnTA	-0.0136	-0.0255	-0.0629**	-0.035
Institu	0.0009	-0.0016	-0.0007	0.0012
Vol	-1.2738**	2.1268*	2.9072***	0.9719
Retu	1.7422***	2.8977**	0.0097	1.6**
Lev	0.2186	-0.1282	0.2819	0.1964
CF	-0.3166	0.0885	-0.9895***	-0.4447*
Chi bình phương - X <sup>2</sup>	65.63***	112.55***	116.68***	87.79***

Bảng 3 cho thấy trong trường hợp KQTC xảy ra, hệ số hồi quy của biến FD luôn dương, nhưng chỉ có ý nghĩa thống kê 1%, 10% tương ứng với biến EMP và chiến lược tổng thể (OPS) - hàm ý các công ty luôn sử dụng ít nhất 1 trong số các chiến lược hoạt động khi KQTC xảy ra và ưu tiên cắt giảm nhân sự. Nói cách khác, càng gần đến trạng thái vỡ nợ thì áp lực trả nợ sẽ gia tăng, cùng với đó là áp lực từ phía chủ nợ, cổ đông làm cho doanh nghiệp bất buộc phải thắt chặt chi tiêu,

không còn đủ nguồn vốn để chi trả lương cho nhân viên, do đó sa thải nhân viên là giải pháp nhanh chóng nhất.

Đa số kết quả hồi quy đối với từng biến phụ thuộc INV, COGS và EMP riêng lẻ đều cho kết quả tương tự với biến OPS, điều này chứng minh rằng các doanh nghiệp Việt Nam nếu không do điều kiện ép buộc (như KQTC, suy thoái) họ không hề thích sử dụng các chiến lược cắt giảm hoạt động.

**4.4. Với chiến lược tài chính (Bảng 4)**

**Bảng 4. Kết quả hồi quy với chiến lược tài chính**

Các biến độc lập	DIV	NetD	NetE	FIN
Hệ số chặn	-0.6868	-3.6683***	-6.8753***	-1.4893**
Birth	-0.0429	0.2739*	0.1071	0.1167
	(0.958)	(1.315)	(1.113)	(1.124)
Growth	-0.2205*	0.8046***	0.4623***	0.3756***
	(0.802)	(2.236)	(1.588)	(1.456)
Mature	-0.0338	0.5601***	0.4429**	0.3701***
	(0.967)	(1.751)	(1.557)	(1.448)
FD	0.491**	-0.2549	0.6961*	0.4527*
	(1.634)	(0.775)	(2.006)	(1.573)
FD*Birth	0.2029	0.4044	-0.6649	-0.0034
	(1.225)	(1.498)	(0.514)	(0.997)
FD*Growth	0.1989	0.3337	0.1359	0.2806
	(1.22)	(1.396)	(1.146)	(1.324)
FD*Mature	0.4468	0.4277	-0.577	0.6976*
	(1.563)	(1.534)	(0.562)	(2.009)
TobinsQ	-0.0883	1.0044***	0.4851***	0.5599***
LnTA	-0.0014	0.0475	0.1383***	0.0298

Các biến độc lập	DIV	NetD	NetE	FIN
Institu	-0.0011	0.0006	-0.0055***	-0.0016
Vol	-1.048	-0.2474	3.6401***	0.4333
Retu	-1.8285***	-0.4967	-1.8839**	-2.1932***
Lev	0.4811***	1.4235***	-0.7057***	0.8672***
CF	-1.053***	-8.2229***	-2.5289***	-4.4759***
Chi bình phương - X <sup>2</sup>	96.76***	460.49***	168.10***	319.15***

Bảng 4 cho thấy mô hình hồi quy với biến DIV cho hệ số của biến Growth âm (-0.2205) hàm ý khi so sánh với các công ty suy thoái thì doanh nghiệp trong giai đoạn phát triển luôn ưu tiên giữ ổn định dòng cổ tức nhằm tạo ra bước phát triển bền vững. Việc giảm cổ tức chi trả sẽ mang hiệu ứng thông tin bất lợi cho doanh nghiệp, chẳng hạn khi doanh nghiệp đang phát triển ổn định quyết định cắt giảm cổ tức năm nay, ngay lập tức sẽ làm cho thị trường nghĩ rằng có thể doanh nghiệp đang làm ăn thua lỗ, lợi nhuận thấp dẫn tới không đủ khả năng giữ mức cổ tức ổn định (nguyên nhân của việc này là do lý thuyết thông tin bất cân xứng). Cụ thể, các doanh nghiệp tăng trưởng có xác suất áp dụng chiến lược cắt giảm cổ tức tiền mặt hàng năm thấp hơn các doanh nghiệp suy thoái 1,25 lần.

Khi quan sát biến FD, hầu như tất cả hệ số hồi quy đều có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%, 10%, chỉ có đối với biến NetD là không có ý nghĩa thống kê. Điều này thể hiện các công ty khi rơi vào KQTC (gần đến rủi ro vỡ nợ) thì việc vay

nợ thêm từ bên ngoài là không khả thi vì chiến lược dùng nợ để trả nợ không phải là chiến lược bền vững, thay vào đó họ sẽ cắt giảm cổ tức và phát hành vốn cổ phần.

### 5. Kết luận

Bằng chứng thực nghiệm cho thấy các công ty càng trẻ thì càng ít khả năng thực hiện chiến lược quản trị. Bởi vì cơ chế quyền lực tập trung nên việc thay đổi Ban Giám đốc trở nên bất khả thi đối với các doanh nghiệp khởi sự. Bên cạnh đó, đa phần các doanh nghiệp dù là ở giai đoạn nào cũng không thích phải bán bớt tài sản hay thu hẹp hoạt động sản xuất - kinh doanh. Đáng chú ý là trong khi kiệt quệ, với các chiến lược hoạt động sẵn có, doanh nghiệp luôn dành sự quan tâm đặc biệt cho chiến lược cắt giảm nhân sự.

Kết quả hồi quy chứng minh các doanh nghiệp Việt Nam đặc biệt ưa thích các chiến lược tài chính, theo lý thuyết trật tự phân hạng thì mức độ ưu tiên sẽ giảm dần từ huy động vốn bằng lợi nhuận giữ lại, phát hành nợ và phát hành vốn cổ phần ■

### TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Anthony, J. & K. Ramesh. (1992). Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices: A Test of the Life Cycle Hypothesis. *Journal of Accounting & Economics*, 15, 203-227.
2. Bharath, S.; Shumay. (2008). Forecasting Default with the Merton Distance to Default Model. *Rev. Financ. Stud.*, 21, 1339-1369.

3. Black, F., Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *J. Polit. Econ*, 81, 637-659.
4. Geng, Z., Tan, L., Gao, X., Ma, Y., Feng, L., & Zhu, J. (2011). *Financial distress prediction models of listed companies by using non-financial determinants in Bayesian criterion*. In Proceedings of the international conference on management and service science, Wuhan, China.
5. Merton, R. C. (1974). On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates. *Journal of Finance*, 29, 449-470.
6. Miller, D., & Friesen, P. H. (1984). A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management Science*, 30, 1161-1183.
7. Sudarsanam, S., Lai, J. (2001). Corporate financial distress and turnaround strategies: an empirical analysis. *Br. J. Manag.*, 12, 183-199.
8. S. Koh, Durand, L. Dai & Chang. (2015). Financial Distress: Lifecycle and corporate restructuring. *Journal of Corporate Finance*, 33, 19-33.
9. Wruck, K. (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of Financial Economics*, 27, 419-444.

**Ngày nhận bài: 18/8/2020**

**Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 28/8/2020**

**Ngày chấp nhận đăng bài: 7/9/2020**

*Thông tin tác giả:*

**ThS. LƯU VĂN ANH DŨNG**

**Trường Đại học Khoa học Xã hội và Nhân văn,**

**Đại học Quốc gia TP. Hồ Chí Minh**

## **THE FINANCIAL EXHAUSTION: THE LIFE CYCLE AND THE RESTRUCTURING STRATEGY OF LISTED COMPANIES IN VIETNAM**

● **Master. LUU VAN ANH DUNG**

University of Social Sciences and Humanities,  
Vietnam National University -Ho Chi Minh City

### **ABSTRACT:**

This research is to determine the financial exhaustion of 518 listed companies in Vietnam in the period 2007-2015 by using the Distance to Default (DD) of Merton (1974) and Bharath & Shumway (2008). This research also determines the development stages of the business based on the research of Anthony & Ramesh (1992) to improve the accuracy of forecasting model. In addition, the logistic binary regression model with the bootstrap method and panel date are used to test the restructuring strategies that businesses tend to use when they face the financial exhaustion situation.

**Keywords:** Financial exhaustion, theory of life cycle, restructuring.