

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**

HUỲNH THỊ CẨM HÀ

**KIỆT QUỆ TÀI CHÍNH VÀ CÁC CHIẾN
LƯỢC TÁI CẤU TRÚC DOANH NGHIỆP
VIỆT NAM THEO CHU KỲ SỐNG**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

TP. HCM - Năm 2020

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH

HUỲNH THỊ CẨM HÀ

**KIỆT QUỆ TÀI CHÍNH VÀ CÁC CHIẾN
LƯỢC TÁI CẤU TRÚC DOANH NGHIỆP
VIỆT NAM THEO CHU KỲ SỐNG**

Chuyên ngành: Tài chính – Ngân hàng

Mã số: 9340201

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Người hướng dẫn khoa học:

1. TS. Nguyễn Thị Uyên Uyên

2. PGS.TS. Trần Thị Hải Lý

TP. HCM - Năm 2020

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan Luận án tiến sĩ với đề tài: “**Kiệt quệ tài chính và các chiến lược tái cấu trúc doanh nghiệp Việt Nam theo chu kỳ sống**” là công trình nghiên cứu độc lập của tôi. Các thông tin, số liệu trong Luận án là trung thực, có nguồn gốc trích dẫn rõ ràng, cụ thể và chưa từng công bố trong bất kỳ công trình nghiên cứu nào khác.

Nghiên cứu sinh

Huỳnh Thị Cẩm Hà

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN	i
MỤC LỤC.....	ii
DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT	vii
DANH MỤC BẢNG.....	viii
DANH MỤC HÌNH	x
TÓM TẮT	xi
ABSTRACT	xii
CHƯƠNG 1: GIỚI THIỆU	1
1.1. Bối cảnh nghiên cứu và tính cấp thiết của đề tài	1
1.2. Khoảng trống từ các nghiên cứu trước.....	4
1.3. Mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu	5
1.4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu.....	6
1.4.1. Đối tượng nghiên cứu.....	6
1.4.2. Phạm vi nghiên cứu.....	6
1.5. Phương pháp nghiên cứu.....	7
1.6. Tóm tắt kết quả đạt được.....	8
1.7. Đóng góp của luận án.....	9
1.8. Kết cấu của luận án	10
CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU TRƯỚC	11
Giới thiệu chương 2.....	11
2.1. Cơ sở lý thuyết kiệt quệ tài chính	11
2.2. Lý thuyết chu kỳ sống doanh nghiệp	20
2.2.1. Tổng quan về chu kỳ sống doanh nghiệp.....	20
2.2.2. Lý thuyết chu kỳ sống doanh nghiệp	21
2.3. TCT doanh nghiệp và các quan điểm lập luận về mối liên hệ giữa KQTC, TCT doanh nghiệp và chu kỳ sống	25
2.4. Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm	33
2.4.1. KQTC và các chiến lược TCT công ty.....	33

2.4.1.1. KQTC và chiến lược TCT nhân sự quản lý	33
2.4.1.2. KQTC và chiến lược TCT hoạt động	34
2.4.1.3. KQTC và chiến lược TCT tài sản	37
2.4.1.4. KQTC và chiến lược TCT nguồn tài trợ	40
2.4.1.5. KQTC và chiến lược TCT từ thương vụ M&A	41
2.4.2. Các nghiên cứu về chiến lược TCT công ty KQTC và mối liên hệ với chu kỳ sống	44
2.4.2.1. Chiến lược TCT nhân sự quản lý của công ty KQTC và mối liên hệ với chu kỳ sống	44
2.4.2.2. Chiến lược TCT tài sản của công ty KQTC và mối liên hệ với chu kỳ sống	45
2.4.2.3. Chiến lược TCT hoạt động của công ty KQTC và mối liên hệ với chu kỳ sống	46
2.4.2.4. Chiến lược TCT nguồn tài trợ của công ty KQTC và mối liên hệ với chu kỳ sống	47
2.4.2.5. Chiến lược TCT từ thương vụ M&A của công ty KQTC và mối liên hệ với chu kỳ sống	49
2.4.3. Khả năng hồi phục của doanh nghiệp từ các chiến lược TCT	50
2.5. Khoảng trống nghiên cứu	52
Kết luận chương 2	55
CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU VÀ DỮ LIỆU	56
Giới thiệu chương 3	56
3.1. Giả thuyết nghiên cứu	56
3.2. Các bước phân tích dữ liệu và mô tả biến	58
3.2.1. Xác định tình trạng KQTC của doanh nghiệp	58
3.2.2. Ước tính các giai đoạn trong chu kỳ sống của công ty	66
3.2.3. Ước tính các chiến lược TCT của công ty	69
3.2.3.1. Chiến lược TCT nhân sự quản lý	69
3.2.3.2. Chiến lược TCT hoạt động	69

3.2.3.3. Chiến lược TCT tài sản.....	71
3.2.3.4. Chiến lược TCT nguồn tài trợ.....	72
3.2.3.5. Chiến lược TCT từ thương vụ M&A	74
3.2.4. Xác định các công ty hồi phục sau KQTC	74
3.2.5. Biến kiểm soát	75
3.3. Mô hình thực nghiệm	78
3.3.1. Mô hình nghiên cứu ảnh hưởng của KQTC đến chiến lược TCT trong môi liên hệ với chu kỳ sống	78
3.3.2. Mô hình nghiên cứu khả năng hồi phục từ chiến lược TCT của các công ty KQTC	79
3.4. Phương pháp ước lượng	82
3.4.1. Mô hình Logit – phương pháp phân tích hồi quy Logit.....	83
3.4.2. Mô hình Logit với hiệu ứng tác động ngẫu nhiên (REM).....	87
3.4.3. Mô hình Logit với hiệu ứng tác động cố định (FEM).....	87
3.4.4. Kiểm định sự lựa chọn phù hợp của mô hình	87
3.5. Dữ liệu nghiên cứu và mô tả thống kê	88
3.5.1. Dữ liệu nghiên cứu	88
3.5.2. Thống kê mô tả dữ liệu nghiên cứu.....	90
3.5.2.1. Thống kê mô tả các biến	90
3.5.2.2. Thống kê các giai đoạn chu kỳ sống, KQTC của công ty	92
Kết luận chương 3	94
CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN.....	95
Gới thiệu chương 4.....	95
4.1. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT nhân sự quản lý	95
4.2. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT từ thương vụ M&A.....	98
4.3. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT hoạt động	101

4.3.1. Kết ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án cắt giảm hoạt động đầu tư	101
4.3.2. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án cắt giảm GVHB	104
4.3.3. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án cắt giảm lao động	107
4.4. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT tài sản.....	111
4.5. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT nguồn tài trợ .	114
4.5.1. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án cắt giảm hoặc không trả cổ tức	114
4.5.2. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án sử dụng nguồn tài trợ từ nợ	117
4.5.3. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án phát hành thêm vốn cổ phần.....	120
4.6. Kiểm định khả năng phục hồi từ các chiến lược TCT của các công ty KQTC	126
4.6.1. Kiểm định khả năng hồi phục từ chiến lược TCT nhân sự quản lý	129
4.6.2. Kiểm định khả năng hồi phục từ chiến lược TCT thương vụ M&A.....	131
4.6.3. Kiểm định khả năng hồi phục từ chiến lược TCT hoạt động.....	132
4.6.3.1. Kiểm định khả năng hồi phục từ phương án cắt giảm hoạt động đầu tư	132
4.6.3.2. Kiểm định khả năng hồi phục từ phương án cắt giảm GVHB.....	134
4.6.3.3. Kiểm định khả năng hồi phục từ phương án cắt giảm lao động	136
4.6.4. Kiểm định khả năng hồi phục từ chiến lược TCT tài sản	138
4.6.5. Kiểm định khả năng hồi phục từ chiến lược TCT nguồn tài trợ	140
4.6.5.1. Kiểm định khả năng hồi phục từ phương án cắt giảm trả cổ tức.....	140
4.6.5.2. Kiểm định khả năng hồi phục của phương án sử dụng tài trợ từ nợ	142
4.6.5.3. Kiểm định khả năng hồi phục từ phương án phát hành vốn cổ phần	144
Kết luận chương 4	146

CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ Ý KIẾN ĐỀ XUẤT	150
5.1. Các phát hiện chính của nghiên cứu	150
5.2. Các ý kiến đề xuất nhằm nâng cao chất lượng quản trị tài chính đối với doanh nghiệp Việt Nam.....	153
5.3. Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo.....	159
KẾT LUẬN CHUNG.....	160
DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ.....	161
TÀI LIỆU THAM KHẢO.....	162
PHỤ LỤC.....	1

DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

DA	Discriminant Analysis	Phân tích phân biệt
DD	Distance to Default	Khoảng cách đến điểm vỡ nợ
FEM	Fixed Effect Model	Mô hình hiệu ứng tác động cố định
GVHB		Giá vốn hàng bán
ICB	Industry Classification Benchmark	Hệ thống phân nhóm ngành tiêu chuẩn
IFS	International Financial Statistic	Dữ liệu thống kê tài chính quốc tế của quỹ tiền tệ Quốc tế
KQTC		Kiệt quệ tài chính
LPM	Linear Probability Model	Mô hình xác suất tuyến tính
MDA	Multivariate Discriminant Analysis	Phân tích phân biệt đa biến
MLE	Maximum Likelihood Estimation	Phương pháp hợp lý cực đại
OLS	Ordinary Least Squares	Phương pháp bình phương nhỏ nhất
PD	Default Probability	Xác suất vỡ nợ
REM	Random Effect Model	Mô hình hiệu ứng tác động ngẫu nhiên
SVM	Support Vector Machines	Kỹ thuật vector hỗ trợ
TCT		Tái cấu trúc
TSCĐHH		Tài sản cố định hữu hình
TTCK		Thị trường chứng khoán

DANH MỤC BẢNG

Bảng 2.1	Tóm lược các nghiên cứu xác định tình trạng KQTC	16
Bảng 3.1	Mô tả biến dùng để xác định KQTC theo mô hình KMV-Merton	65
Bảng 3.2	Mô tả các biến nhằm xác định các giai đoạn trong chu kỳ sống	68
Bảng 3.3	Bảng tóm tắt các biến trong mô hình nghiên cứu	80
Bảng 3.4	Thống kê các công ty thuộc các nhóm ngành nghiên cứu	90
Bảng 3.5	Thống kê mô tả các biến trong mô hình	90
Bảng 3.6	Thống kê mô tả các chiến lược TCT (FD_thucte)	91
Bảng 3.7	Thống kê mô tả các chiến lược TCT (FD_KMV Merton)	92
Bảng 3.8	Số quan sát KQTC và không KQTC theo chu kỳ sống	93
Bảng 4.1	Kết quả ước lượng chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT nhân sự quản lý	96
Bảng 4.2	Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT từ M&A	100
Bảng 4.3	Kết quả ước lượng ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án cắt giảm hoạt động đầu tư	102
Bảng 4.4	Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án cắt giảm GVHB	106
Bảng 4.5	Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án cắt giảm lao động	108
Bảng 4.6	Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT tài sản	111
Bảng 4.7	Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức	116
Bảng 4.8	Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án sử dụng nợ	119
Bảng 4.9	Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án phát hành thêm vốn cổ phần	122

Bảng 4.10	Tổng hợp kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến các chiến lược TCT	124
Bảng 4.11	Bảng tổng hợp tỷ số Odds từ mô hình (3.6)	125
Bảng 4.12	Thống kê tỷ lệ hồi phục của công ty sau KQTC từ các chiến lược TCT (FD_KMV Merton)	127
Bảng 4.13	Thống kê tỷ lệ hồi phục của công ty sau KQTC từ các chiến lược TCT (FD_thucte)	128
Bảng 4.14	Kết quả kiểm định khả năng hồi phục từ chiến lược TCT nhân sự quản lý	130
Bảng 4.15	Kết quả kiểm định hồi phục từ chiến lược TCT thương vụ M&A	131
Bảng 4.16	Kết quả kiểm định hồi phục từ phương án cắt giảm hoạt động đầu tư	133
Bảng 4.17	Kết quả kiểm định hồi phục từ phương án cắt giảm GVHB	135
Bảng 4.18	Kết quả kiểm định hồi phục từ phương án cắt giảm lao động	137
Bảng 4.19	Kết quả kiểm định hồi phục từ chiến lược TCT tài sản	138
Bảng 4.20	Kết quả kiểm định hồi phục từ phương án cắt giảm chi trả cổ tức	141
Bảng 4.21	Kết quả kiểm định hồi phục của phương án sử dụng nguồn tài trợ từ nợ	143
Bảng 4.22	Kết quả kiểm định hồi phục của phương án phát hành vốn cổ phần	145
Bảng 4.23	Tổng hợp kết quả kiểm định hồi phục từ các chiến lược TCT	148
Bảng 4.24	Bảng tổng hợp tỷ số Odds từ mô hình (3.7)	149

DANH MỤC HÌNH

Hình 3.1	Công ty KQTC theo chu kỳ sống từ 2005 - 2016 (thực tế)	93
Hình 3.2	Công ty KQTC theo chu kỳ sống từ 2005 - 2016 (KMV Merton)	93

KIỆT QUỆ TÀI CHÍNH VÀ CÁC CHIẾN LƯỢC TÁI CẤU TRÚC DOANH NGHIỆP VIỆT NAM THEO CHU KỲ SỐNG

TÓM TẮT

Luận án nghiên cứu các chiến lược tái cấu trúc khi công ty xảy ra kiệt quệ tài chính trong mối liên hệ với chu kỳ sống của công ty; và khả năng phục hồi của doanh nghiệp kiệt quệ tài chính từ việc sử dụng các chiến lược tái cấu trúc. Mẫu nghiên cứu của bài viết gồm 526 doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam, khoảng thời gian nghiên cứu từ 2005 đến 2016. Luận án sử dụng mô hình hồi quy Logit với hiệu ứng tác động ngẫu nhiên được ước lượng bằng phương pháp hợp lý cực đại (MLE), đồng thời xử lý ước lượng sai số chuẩn bằng phương pháp bootstrap để đảm bảo độ tin cậy cho các hệ số hồi quy.

Kết quả tìm thấy kiệt quệ tài chính xảy ra thúc đẩy doanh nghiệp tăng cường tái cấu trúc bằng các chiến lược: tái cấu trúc nhân sự quản lý; tái cấu trúc hoạt động thông qua việc cắt giảm các hoạt động đầu tư, cắt giảm lao động; tái cấu trúc tài sản, tái cấu trúc nguồn tài trợ bằng phương án cắt giảm cổ tức nhằm duy trì nguồn tài trợ nội bộ, sử dụng nợ vay hoặc phát hành thêm vốn cổ phần.

Khi mở rộng nghiên cứu mối liên hệ với chu kỳ sống, Luận án phát hiện ở giai đoạn khởi sự: Công ty kiệt quệ tài chính hạn chế sử dụng phương án cắt giảm đầu tư. Ở giai đoạn tăng trưởng: Công ty kiệt quệ tài chính hạn chế sử dụng phương án cắt giảm hoạt động đầu tư, và ít sử dụng phương án cắt giảm cổ tức. Ở giai đoạn bão hòa: Công ty kiệt quệ tài chính hạn chế cắt giảm lao động, giảm việc sử dụng nguồn tài trợ từ nợ, hạn chế sử dụng thỏa thuận thương vụ M&A.

Bài nghiên cứu còn tìm thấy chiến lược tái cấu trúc nhân sự quản lý, cắt giảm hoạt động đầu tư, tái cấu trúc tài sản, cắt giảm cổ tức có tác động tích cực đến việc hồi phục của công ty kiệt quệ tài chính Việt Nam. Tuy nhiên, việc hồi phục từ các chiến lược tái cấu trúc ít bị tác động bởi các giai đoạn trong chu kỳ sống. Trên cơ sở kết quả tìm được, bài viết đề xuất các đóng góp ý kiến nhằm nâng cao chất lượng quản trị tài chính tại doanh nghiệp Việt Nam.

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

FINANCIAL DISTRESS AND RESTRUCTURING STRATEGIES OF VIETNAMESE FIRMS BY LIFECYCLE

ABSTRACT

This study investigates the impact of financial distress on restructuring strategies of firms by lifecycle; and the likelihood of recovery of these strategies. The sample includes 526 firms listed on the Vietnam stock market, over the period of 2005-2016. This study uses a panel logit regression with random effects and coefficients are estimated by method of maximum likelihood estimation (MLE). Besides, this study uses bootstrapped standard errors to ensure the estimated coefficients are robust.

The results show that firms under financial distress are likely to engage managerial restructuring strategy; operational restructuring strategy such as: reduce investing activities, lay off employees; asset restructuring strategy; and engage financial restructuring such as: reduce dividend payments to retain internal financing, increase funds from external sources.

This study also examines how lifecycle characteristics affect the restructuring strategies used by distressed firms. This study finds evidence that: Birth firms in distress are less likely to reduce investments. Growth firms in distress are less likely to reduce dividend payments, or reduce investments. Mature firms in distress are less likely to lay off employees, use debt, M&A.

This thesis finds evidence that managerial restructuring, reducing investments, assets restructuring and reducing dividend payments have statistically significant positive associations with recovery for distress firms, but there is no influence of lifecycle. This study proposes suggestions to improve the quality of financial management in Vietnamese firms.

Keywords: Lifecycle, logit, financial distress, restructuring strategy.

CHƯƠNG 1: GIỚI THIỆU

1.1. Bối cảnh nghiên cứu và tính cấp thiết của đề tài

Việt Nam đang trong quá trình hội nhập sâu rộng với kinh tế khu vực và thế giới, đây là cơ hội cho nhiều doanh nghiệp Việt Nam nhưng cũng không kém phần thách thức từ các đối thủ cạnh tranh 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 doanh nghiệp Việt Nam rất dễ đối mặt với những khó khăn như: khan hiếm vốn, dòng tiền doanh nghiệp bất ổn, hạn chế cơ hội đầu tư, nguy cơ mất khả năng thanh khoản đối với các khoản nợ đến hạn, dễ rơi vào kiệt quệ tài chính (KQTC).

Theo Wruck (1990) thì kiệt quệ tài chính (Financial Distress) là thuật ngữ thể hiện tình trạng khó khăn về tài chính khi dòng tiền doanh nghiệp không đủ đáp ứng các nghĩa vụ tài chính hiện tại. Trước tình trạng này, nhà đầu tư gây sức ép buộc doanh nghiệp phải đưa ra chiến lược tái cấu trúc (TCT) để hồi phục công ty. Bowman và Singh (1993) cho rằng TCT doanh nghiệp gồm các hoạt động thông qua cơ cấu và định hướng lại quyết định đầu tư như giảm bớt một số mảng kinh doanh; hay thực hiện thương vụ mua lại doanh nghiệp; hoặc thay đổi cấu trúc vốn doanh nghiệp, thay đổi cơ cấu tổ chức nội bộ công ty.

Kiệt quệ tài chính giúp công ty nhận ra sai lầm từ các quyết định trước đây, nhìn lại hệ thống điều hành và tổ chức hoạt động của chính mình để từ đó doanh nghiệp có động lực đề xuất các phương án cải tổ công ty, giúp doanh nghiệp hồi phục vượt qua KQTC. Tuy nhiên, các nghiên cứu của Pashley và Philippatos (1990), Pastor và Veronesi (2003) lập luận các chiến lược TCT 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. Do mỗi giai đoạn chu kỳ sống có khác biệt về tình hình hoạt động, chiến lược tài chính, chiến lược trong tổ chức và cấu trúc công ty (Miller và Friesen, 1984; Quinn và Cameron, 1983; Gray và Ariss 1985; Pashley và Philippatos, 1990; Adizes, 2004; Koh và cộng sự, 2015). Mặc dù vậy, không phải tất cả chiến lược TCT được công ty sử dụng đều mang lại thành công, thậm chí có thể khiến cho tình hình hoạt

động doanh nghiệp càng trầm trọng hơn, thậm chí công ty có thể 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, nếu có quá nhiều công ty phá sản lại trở thành mối nguy hại cho nền kinh tế quốc gia. Bên cạnh đó, các nghiên cứu của Wruck (1990); Sudarsanam và Lai (2001); Koh và cộng sự (2015) còn cho rằng KQTC có thể xảy ra ở bất kỳ giai đoạn nào trong chu kỳ sống của doanh nghiệp. Do đó, chiến lược TCT mà nhà quản trị tài chính đưa ra cần phù hợp với từng giai đoạn trong chu kỳ sống khi doanh nghiệp xảy ra KQTC, nhằm giúp mang lại khả năng hồi phục cao cho công ty.

Các hướng nghiên cứu về chủ đề KQTC đến thời điểm hiện nay tập trung ở cả hai mảng: lý thuyết và thực nghiệm. Về mảng lý thuyết: Các nghiên cứu đưa ra các phương pháp để đo lường xác định tình trạng KQTC của doanh nghiệp. Các công trình này sử dụng các phương pháp phân tích nhằm tìm ra các biến số có ý nghĩa để đo lường khả năng xảy ra KQTC cũng như xác định giá trị điểm cắt (cut off) để xác định ngưỡng KQTC và không KQTC. Nhiều bài viết tập trung vào các mô hình đơn biến để xác định tác động riêng biệt của từng biến số để đo lường khả năng xảy ra KQTC của công ty (Fitzpartrick, 1932; Smith và Winakor, 1935; Merwin, 1942; Beaver, 1966). Bên cạnh đó, có nhiều tác giả phát triển phương pháp phân tích nhiều biến số, phân tích xác suất có điều kiện để đo lường KQTC doanh nghiệp (Altman, 1968; Merton, 1974; Ohlson, 1980; Taffler, 1983 và 1984; Zmijewski, 1984). Các nghiên cứu thực nghiệm về KQTC phong phú và đa dạng; như nghiên cứu của Sommar và Shahnazarian (2008), Campbell và cộng sự (2008), Christidis và Gregory (2010), Tinoco và Wilson (2013) hướng đến phân tích các yếu tố xác định đến khả năng xảy ra KQTC. Một số nghiên cứu thì tập trung vào hành vi phản ứng của công ty khi xảy ra KQTC (Sudarsanam và Lai, 2001; Koch, 2002; Kam và cộng sự, 2008; Brondolo, 2009; Chen và cộng sự, 2010; Edwards và cộng sự, 2013; López-Gutiérrez và cộng sự, 2015; Richardson và cộng sự, 2015; Koh và cộng sự, 2015). Chẳng hạn, nhóm tác giả Richardson và cộng sự (2015) tìm thấy KQTC khiến các công ty gia tăng tránh thuế thu nhập doanh nghiệp và việc khai thác khoảng trống hợp pháp trong luật thuế thu nhập càng được phóng đại khi có sự xuất hiện của cuộc khủng hoảng tài

chính toàn cầu vào năm 2008. Trong khi đó, nghiên cứu của Sudarsanam và Lai (2001); Kam và cộng sự (2008); Koh và cộng sự (2015) hướng đến phân tích các chiến lược TCT mà doanh nghiệp sử dụng khi xảy ra KQTC.

Mặc dù các công trình về KQTC và chiến lược TCT đã được thực hiện trên thế giới nhưng vẫn còn ít nghiên cứu đưa yếu tố chu kỳ sống phân tích cùng với KQTC và TCT doanh nghiệp, chỉ có nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015). Koh và cộng sự (2015) tìm thấy bằng chứng các công ty tăng cường thực hiện chiến lược TCT nhân sự quản lý, TCT hoạt động, cắt giảm tài sản, cắt giảm chi trả cổ tức nhưng hạn chế sử dụng nợ khi xảy ra KQTC. Koh và cộng sự (2015) cung cấp kết quả cho thấy chu kỳ sống có ảnh hưởng đến việc sử dụng các chiến lược TCT, nhưng không phải ở tất cả các chiến lược TCT mà doanh nghiệp KQTC sử dụng. Khoảng trống nghiên cứu còn để mở khi Koh và cộng sự (2015) chưa khai thác thương vụ hợp nhất và sáp nhập doanh nghiệp (M&A – Mergers and Acquisitions) như là một chiến lược để TCT doanh nghiệp.

Tại Việt Nam, hướng nghiên cứu kết hợp về chủ đề này chưa được khai thác nhiều. Hầu hết các bài viết khai thác ở các góc độ riêng biệt, không đi theo hướng kết hợp giữa KQTC, chu kỳ sống và các chiến lược TCT doanh nghiệp. Trong khi đó, hướng nghiên cứu này lại rất cần thiết cho các doanh nghiệp Việt Nam trong bối cảnh hội nhập kinh tế thế giới hiện nay, khi mà số liệu của Tổng cục Thống kê vào năm 2017 cho thấy có đến 98.1% là các doanh nghiệp có quy mô nhỏ và vừa, đây là những doanh nghiệp rất dễ bị tổn thương. Sự thay đổi và vận động không ngừng của nền kinh tế cũng như xu thế hội nhập toàn cầu hóa mặc dù mang lại nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp Việt Nam, nhưng áp lực cạnh tranh rất lớn từ các đối thủ sẽ khiến các công ty Việt Nam dễ rơi vào tình trạng khó khăn KQTC, đặc biệt là những doanh nghiệp vừa và nhỏ. Trước tình huống như vậy, nhà quản trị tài chính cần có chiến lược TCT phù hợp với từng giai đoạn trong chu kỳ sống khi xảy ra KQTC để giúp doanh nghiệp phục hồi vượt qua khó khăn. Từ bối cảnh nghiên cứu và tình hình thực tế nghiên cứu, luận án tìm thấy khoảng trống trong nghiên cứu.

1.2. Khoảng trống từ các nghiên cứu trước

Chủ đề nghiên cứu KQTC đã được nghiên cứu khá nhiều trên thế giới. Tuy nhiên, vẫn còn ít các nghiên cứu đưa lý thuyết chu kỳ sống khi phân tích với KQTC và các chiến lược TCT doanh nghiệp. Mặc dù nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015) đã đề cập đến một số chiến lược TCT mà các công ty Mỹ sử dụng khi đối diện với KQTC, nhưng chưa khai thác chiến lược TCT từ thương vụ M&A.

Tại Việt Nam đến thời điểm hiện nay, theo sự tìm hiểu của Luận án thì các mảng nghiên cứu về KQTC, TCT đều mang tính độc lập và riêng biệt, chưa có nghiên cứu nào kết hợp giữa KQTC, chu kỳ sống và các chiến lược TCT doanh nghiệp. Theo tác giả tìm hiểu thì mảng nghiên cứu về KQTC tập trung nhiều vào hướng phát triển các mô hình xác định KQTC cho các công ty Việt Nam hoặc phân tích phản ứng của doanh nghiệp Việt Nam khi xảy ra KQTC, như khai thác hành vi điều chỉnh lợi nhuận của doanh nghiệp (Võ Văn Nhị và Hoàng Cẩm Trang, 2013) hoặc tránh thuế thu nhập doanh nghiệp (Huỳnh Thị Cẩm Hà và cộng sự, 2016). Ở mảng tái cấu trúc, nhiều nghiên cứu tập trung vào TCT hệ thống ngân hàng (Vũ Văn Thực, 2013; Nguyễn Quỳnh Hoa, 2014; Lê Thanh Tâm, 2014; Trần Hoàng Ngân và cộng sự, 2015; Hà Thị Thiệu Dao, 2015). Ở mảng TCT doanh nghiệp, Sử Đình Thành và cộng sự (2016) tập trung vào phân tích các yếu tố tác động đến việc TCT tài sản và tác động của TCT tài sản đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong khi đó bài viết về chu kỳ sống được trình bày dưới dạng lý luận, không phải là các bằng chứng thực nghiệm.

Những kết quả nghiên cứu trước đây tại Việt Nam đã góp phần nâng cao nhận thức sự tồn tại KQTC trong quá trình hoạt động của doanh nghiệp và khi xảy ra KQTC, doanh nghiệp luôn có hành động để ứng phó với tình trạng này. Tuy nhiên các bài viết đến thời điểm hiện nay chưa nghiên cứu ảnh hưởng của KQTC đến việc thực hiện chiến lược TCT ở các doanh nghiệp. Ngoài ra, các bài viết này cũng chưa kết hợp yếu tố chu kỳ sống phân tích cùng KQTC và chiến lược TCT doanh nghiệp.

Việc thực hiện nghiên cứu chuyên sâu thông qua kết quả của Luận án đã lấp đầy khoảng trống trong nghiên cứu về chủ đề này khi trong bối cảnh hầu hết các nghiên cứu được thực hiện trước đây chỉ khai thác ở góc độ riêng biệt về KQTC, chu kỳ sống

và các chiến lược TCT doanh nghiệp. Rất ít các nghiên cứu trên thế giới và cả ở Việt Nam đưa yếu tố chu kỳ sống cùng phân tích với mối liên hệ giữa KQTC và các chiến lược TCT. Hơn nữa đến thời điểm hiện nay, vẫn chưa có công trình nào trên thế giới khai thác việc thực hiện thương vụ M&A như là một trong các chiến lược TCT khi nghiên cứu với KQTC và chu kỳ sống doanh nghiệp.

Luận án cho rằng nếu KQTC và các chiến lược TCT được nghiên cứu sâu tại Việt Nam khi kết hợp cùng với lý thuyết chu kỳ sống sẽ cung cấp: (i) cơ sở khoa học cho các nhà quản trị tài chính tại các công ty Việt Nam nhận thấy được ảnh hưởng của KQTC đến chiến lược TCT của doanh nghiệp, (ii) cơ sở khoa học thực tiễn trong quá trình hoạch định, lựa chọn chiến lược TCT thích hợp cho từng giai đoạn phát triển trong chu kỳ sống khi doanh nghiệp xảy ra KQTC. Nếu điều này được làm sáng tỏ sẽ giúp nhà quản trị tài chính lựa chọn chiến lược TCT phù hợp để kịp thời hồi phục công ty, nâng cao chất lượng quản trị tài chính cho các công ty Việt Nam. Vấn đề nghiên cứu này càng trở nên cấp thiết trong bối cảnh hiện nay, khi các công ty Việt Nam chịu áp lực cạnh tranh rất lớn từ các đối thủ trong và ngoài nước khi mà xu hướng hội nhập tạo ra cơ hội nhưng đồng thời cũng đưa đến những thách thức, khó khăn rất lớn cho chính bản thân doanh nghiệp. Đây chính là lý do và động lực để tác giả thực hiện Luận án với kỳ vọng cung cấp những bằng chứng thực nghiệm rõ hơn cho các công ty Việt Nam. Từ định hướng nghiên cứu trên, tác giả lựa chọn và thực hiện đề tài: "**Kiệt quệ tài chính và các chiến lược tái cấu trúc của các doanh nghiệp Việt Nam theo chu kỳ sống**".

1.3. Mục tiêu và câu hỏi nghiên cứu

Mục tiêu của Luận án là nghiên cứu ảnh hưởng của KQTC đến các chiến lược TCT doanh nghiệp trong mối liên hệ với chu kỳ sống công ty; và khả năng phục hồi của các công ty KQTC từ các chiến lược TCT. Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu, tác giả đi sâu làm rõ các mục tiêu cụ thể sau:

- Nghiên cứu ảnh hưởng của KQTC đến các chiến lược TCT của các công ty Việt Nam.

- Nghiên cứu các chiến lược TCT được doanh nghiệp KQTC sử dụng trong mối liên hệ với chu kỳ sống doanh nghiệp.
- Nghiên cứu khả năng hồi phục của các công ty KQTC từ việc sử dụng các chiến lược TCT.

Để làm rõ mục tiêu nghiên cứu, Luận án tập trung trả lời các câu hỏi nghiên cứu sau:

1. KQTC có tác động đến chiến lược TCT mà công ty Việt Nam sử dụng hay không?
2. Các chiến lược TCT được công ty KQTC sử dụng như thế nào trong mối liên hệ với chu kỳ sống doanh nghiệp?
3. Các chiến lược TCT có mang lại hồi phục cho các công ty KQTC hay không?

1.4. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

1.4.1. Đối tượng nghiên cứu

Đối tượng nghiên cứu của Luận án: ảnh hưởng của tình trạng KQTC, chu kỳ sống doanh nghiệp đến chiến lược TCT doanh nghiệp; hồi phục doanh nghiệp sau KQTC.

1.4.2. Phạm vi nghiên cứu

Luận án tiến hành nghiên cứu dữ liệu các công ty Việt Nam được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX).

Khoảng thời gian nghiên cứu của Luận án là từ năm 2005 đến 2016. Đây là khoảng thời gian mà các số liệu thống kê thu thập tương đối đầy đủ để thực hiện các mục tiêu nghiên cứu của Luận án.

Các công ty được phân loại theo hệ thống phân nhóm ngành tiêu chuẩn ICB¹ (Industry Classification Benchmark). Những công ty thuộc lĩnh vực tài chính, ngân hàng, bảo hiểm, công ty chứng khoán, quỹ đầu tư được luận án loại ra khỏi mẫu quan sát và loại nhóm ngành viễn thông do không đủ mẫu doanh nghiệp quan sát. Bài viết

¹ FTSE Group và DowJone xây dựng với 10 nhóm ngành lớn.

cũng loại ra các công ty thiếu nhiều dữ liệu. Từ hướng thu thập trên, mẫu cuối cùng là dữ liệu bảng cho 526 công ty.

1.5. Phương pháp nghiên cứu

Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu và trả lời các câu hỏi nghiên cứu, tác giả sử dụng mô hình hồi quy Logit dữ liệu bảng với hiệu ứng tác động ngẫu nhiên và hiệu ứng tác động cố định được ước lượng bằng phương pháp hợp lý cực đại (MLE – Maximum Likelihood Estimation). Bằng kiểm định Hausman, Luận án lựa chọn mô hình hồi quy Logit với hiệu ứng tác động ngẫu nhiên là phù hợp nhất cho mẫu nghiên cứu, đồng thời xử lý ước lượng sai số chuẩn bằng phương pháp bootstrap (Bootstrapped standard error) để đảm bảo độ tin cậy cho các hệ số hồi quy. Mô hình nghiên cứu được kế thừa từ mô hình nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015). Các bước thực hiện gồm:

Bước 1: Xác định tình trạng KQTC của doanh nghiệp trên cơ sở hai hướng tiếp cận: từ dữ liệu sổ sách kế toán thực tế của doanh nghiệp và từ dữ liệu thị trường của công ty.

Bước 2: Ước tính các giai đoạn trong chu kỳ sống của doanh nghiệp.

Bước 3: Ước tính các chiến lược TCT doanh nghiệp.

Các chiến lược TCT được Luận án nghiên cứu gồm: TCT nhân sự quản lý, TCT hoạt động, TCT tài sản, TCT nguồn tài trợ và TCT từ thương vụ M&A.

Bước 4: Đề nghiên cứu ảnh hưởng của KQTC đến các chiến lược TCT của công ty và nghiên cứu các chiến lược TCT được doanh nghiệp KQTC sử dụng trong mối liên hệ với chu kỳ sống doanh nghiệp, đề tài sử dụng mô hình hồi quy với biến phụ thuộc đại diện cho chiến lược TCT, biến độc lập gồm biến đại diện cho KQTC và các biến tương tác giữa chu kỳ sống và KQTC. Để trả lời câu hỏi thứ nhất, bài viết dựa vào dấu của hệ số hồi quy của biến KQTC. Để trả lời câu hỏi thứ hai, bài viết dựa vào dấu của hệ số hồi quy của các biến tương tác giữa chu kỳ sống và KQTC. Mô hình được ước lượng bằng phương pháp hợp lý cực đại MLE và xử lý ước lượng sai số chuẩn bằng phương pháp bootstrap.

Bước 5: Để nghiên cứu khả năng hồi phục của công ty KQTC từ việc sử dụng các chiến lược TCT. Từ mẫu doanh nghiệp KQTC, đề tài tiếp tục phân loại các doanh nghiệp hồi phục và không hồi phục sau KQTC. Trên cơ sở mẫu được chọn, tác giả sử dụng mô hình hồi quy với biến phụ thuộc đại diện cho việc phục hồi của công ty KQTC. Biến độc lập gồm biến đại diện cho chiến lược TCT và các biến tương tác giữa chu kỳ sống và chiến lược TCT. Để trả lời câu hỏi thứ ba, bài viết dựa vào dấu của hệ số hồi quy của biến đại diện cho chiến lược TCT. Mô hình được ước lượng bằng phương pháp hợp lý cực đại MLE và xử lý ước lượng sai số chuẩn bằng phương pháp bootstrap.

1.6. Tóm tắt kết quả đạt được

Luận án tìm thấy KQTC có thể xảy ra ở bất kỳ giai đoạn nào của chu kỳ sống ở các công ty Việt Nam, nhiều nhất là ở giai đoạn bão hòa và suy thoái. Kết quả phân tích định lượng cho thấy:

- Kiệt quệ tài chính xảy ra thúc đẩy doanh nghiệp tăng cường TCT bằng các chiến lược: TCT nhân sự quản lý; TCT hoạt động thông qua việc cắt giảm hoạt động đầu tư, cắt giảm lao động; TCT tài sản, TCT nguồn tài trợ bằng phương án cắt giảm cổ tức chi trả nhằm duy trì nguồn tài trợ nội bộ, sử dụng nguồn tài trợ bên ngoài từ nợ, phát hành thêm vốn cổ phần.

- Khi mở rộng nghiên cứu ảnh hưởng của KQTC đến các chiến lược TCT trong mối liên hệ với chu kỳ sống doanh nghiệp, kết quả tìm thấy ở giai đoạn khởi sự: công ty KQTC hạn chế sử dụng phương án cắt giảm đầu tư. Ở giai đoạn tăng trưởng: công ty KQTC hạn chế sử dụng phương án cắt giảm hoạt động đầu tư, và ít sử dụng phương án cắt giảm cổ tức. Ở giai đoạn bão hòa: Công ty KQTC hạn chế cắt giảm lao động, giảm việc sử dụng nguồn tài trợ từ nợ, hạn chế sử dụng giao dịch M&A.

- Chiến lược TCT nhân sự quản lý, cắt giảm hoạt động đầu tư, TCT tài sản, cắt giảm hoặc trì hoãn trả cổ tức có tác động tích cực đến việc hồi phục doanh nghiệp. Tuy nhiên, việc hồi phục từ các chiến lược TCT ít bị tác động bởi các giai đoạn trong chu kỳ sống. Đây là các phương án được Luận án đề xuất cho các doanh nghiệp Việt

Nam tham khảo lựa chọn trong quá trình TCT doanh nghiệp khi xảy ra KQTC, là tài liệu tham khảo hữu ích cho các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp.

1.7. Đóng góp của luận án

Luận án đã đúc kết, hệ thống đầy đủ khung lý thuyết tổng quan về KQTC; chu kỳ sống doanh nghiệp; tái cấu trúc; mối liên hệ giữa KQTC, chu kỳ sống và các chiến lược TCT doanh nghiệp. Luận án cũng đã lược khảo một cách hệ thống, đầy đủ, và chi tiết tổng quan tình hình nghiên cứu trong và ngoài nước về các vấn đề có liên quan đến chủ đề nghiên cứu. Lần đầu tiên lược khảo đầy đủ các nghiên cứu liên quan đến mối liên hệ giữa KQTC, chu kỳ sống và các chiến lược TCT doanh nghiệp cũng như khả năng hồi phục của các công ty khi thực hiện các chiến lược TCT. Các nghiên cứu được lược khảo trong Luận án đều có giá trị khoa học rất cao, từ đó Luận án có thể được xem như một tài liệu tham khảo giá trị trong lĩnh vực nghiên cứu.

Việc thực hiện nghiên cứu chuyên sâu thông qua kết quả của Luận án đã lấp đầy khoảng trống trong nghiên cứu về chủ đề này khi trong bối cảnh hầu hết các nghiên cứu được thực hiện trước đây chỉ khai thác ở các góc độ riêng biệt về KQTC, chu kỳ sống, chiến lược TCT doanh nghiệp; ít các nghiên cứu trên thế giới và cả ở Việt Nam đưa yếu tố chu kỳ sống cùng phân tích với mối liên hệ giữa KQTC và các chiến lược TCT. Hơn nữa đến thời điểm hiện nay, vẫn còn chưa có các nghiên cứu trên thế giới khai thác việc thực hiện thương vụ M&A như là một trong các chiến lược TCT khi nghiên cứu với KQTC và chu kỳ sống doanh nghiệp. Thông qua nghiên cứu dữ liệu của các công ty Việt Nam, Luận án lần đầu tiên bổ sung nghiên cứu thương vụ M&A như là một chiến lược TCT độc lập; đồng thời mở rộng đo lường KQTC ở hướng tiếp cận dựa trên thông tin thị trường của công ty và dữ liệu tài chính kế toán của công ty.

Kết quả thực nghiệm của đề tài lần đầu tiên đã bổ sung thêm những bằng chứng thực tiễn có giá trị khoa học cho sự tồn tại của chu kỳ sống ở bất kỳ doanh nghiệp nào và KQTC có thể xảy ra ở bất kỳ trong giai đoạn nào của chu kỳ sống. Luận án cung cấp cơ sở khoa học về ảnh hưởng của kiệt quệ tài chính đến quá trình TCT của các doanh nghiệp Việt Nam trong mối liên hệ với chu kỳ sống. Đề tài còn cung cấp các bằng chứng thực tiễn có giá trị về các chiến lược TCT mang lại hiệu quả phục hồi

cho doanh nghiệp. Từ đó, các kết quả tìm được góp phần quan trọng cho nhà quản trị tài chính công ty khi đề xuất lựa chọn giải pháp các chiến lược TCT phù hợp với doanh nghiệp nhằm nâng cao chất lượng quản trị tài chính. Vì vậy, kết quả nghiên cứu của Luận án cũng là tài liệu tham khảo hữu ích cho các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp Việt Nam.

1.8. Kết cấu của luận án

Kết cấu trong bài viết của Luận án gồm 5 phần chính tương ứng với 5 chương:

Chương 1 - Giới thiệu: Trình bày tổng quan nội dung nghiên cứu, bao gồm: bối cảnh nghiên cứu và tính cấp thiết của đề tài, khoảng trống nghiên cứu, mục tiêu nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu, đối tượng và phạm vi nghiên cứu, tóm tắt kết quả đạt được và đóng góp của Luận án và kết cấu của Luận án.

Chương 2 - Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước: Trình bày lý thuyết và các công trình trước đây về KQTC, chu kỳ sống và các chiến lược TCT doanh nghiệp. Từ đó, đề tài rút ra khoảng trống trong nghiên cứu.

Chương 3 - Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu: Trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trong ở 2, trong chương 3: Luận án trình bày giả thuyết nghiên cứu, chi tiết mẫu dữ liệu và thời gian nghiên cứu tại Việt Nam, mô hình nghiên cứu, cách đo lường biến số mô hình và phương pháp ước lượng phù hợp của nghiên cứu.

Chương 4 - Kết quả nghiên cứu và thảo luận: Phân tích và thảo luận kết quả nghiên cứu đạt được từ mô hình hồi quy ở chương 3.

Chương 5 - Kết luận và ý kiến đề xuất: Tóm tắt các kết quả nghiên cứu chính của đề tài. Trên cơ sở các kết quả nghiên cứu ở chương 4, Luận án đưa ra các ý kiến đề xuất cho nhà quản trị tài chính doanh nghiệp. Các hạn chế của Luận án cũng được trình bày trong chương này.

CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU TRƯỚC

Giới thiệu chương 2

Chu kỳ sống doanh nghiệp, kiệt quệ tài chính (KQTC) và tái cấu trúc (TCT) doanh nghiệp là ba từ khóa quan trọng khi xây dựng định hướng nghiên cứu của Luận án. Chu kỳ sống đề cập đến từng giai đoạn trong chu kỳ hoạt động của doanh nghiệp. Trong khi đó, thuật ngữ KQTC phản ánh tình trạng tài chính của doanh nghiệp trong quá trình hoạt động. TCT doanh nghiệp nhằm mục tiêu sắp xếp, cơ cấu và định hướng lại các quyết định về đầu tư, tài trợ của doanh nghiệp để cải thiện và nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Vì vậy, chương 2 của Luận án tìm hiểu những cơ sở lý thuyết KQTC, lý thuyết chu kỳ sống, TCT doanh nghiệp; và các quan điểm lập luận về mối liên hệ giữa KQTC, TCT doanh nghiệp và chu kỳ sống. Từ cơ sở lý thuyết, đề tài mở rộng các bằng chứng nghiên cứu thực nghiệm chi tiết có liên quan.

2.1. Cơ sở lý thuyết kiệt quệ tài chính

Nghiên cứu của Modigliani và Miller (1963) đã đưa ra lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn giải thích đến mối quan hệ giữa cấu trúc vốn với yếu tố thuế. Lý thuyết này giải thích vì sao công ty thường tài trợ một phần nợ vay trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Nhóm tác giả cho rằng sử dụng nợ vay giúp gia tăng giá trị doanh nghiệp do lợi ích mang lại từ tấm chắn thuế của lãi vay. Tuy nhiên, rủi ro có thể xảy ra khi thu nhập hoạt động của doanh nghiệp không đủ để thanh toán các nghĩa vụ tài chính từ việc sử dụng nợ, khi đó doanh nghiệp sẽ rơi vào tình trạng KQTC.

Ở khía cạnh khác, dấu hiệu và quan điểm về KQTC có thể thay đổi qua các nghiên cứu. Nghiên cứu của Beaver (1966) cho rằng một doanh nghiệp được xem là gặp thất bại (failure) khi doanh nghiệp mất khả năng chi trả các nghĩa vụ tài chính khi đến hạn. Ngoài ra, Beaver (1966) còn cho thấy KQTC là khi doanh nghiệp rơi vào các tình huống như: phá sản, vỡ nợ, vay thấu chi vượt mức tại ngân hàng, không chi trả cổ tức cổ phần ưu đãi. Trong khi đó, nghiên cứu của Blum (1974) cho thấy xác suất KQTC của doanh nghiệp sẽ gia tăng khi dòng tiền vào từ hoạt động ngày càng giảm, trong khi dòng tiền ra từ hoạt động ngày càng tăng. Nghiên cứu của Wruck (1990) đưa ra quan điểm KQTC là tình huống mà dòng tiền của doanh nghiệp

không đủ đáp ứng các nghĩa vụ thanh toán hiện tại. Các nghĩa vụ thanh toán có thể là: các khoản nợ cho nhà cung cấp và người lao động, hoặc các khoản tiền lãi và tiền gốc trong hợp đồng tín dụng, hoặc các khoản tiền thiệt hại thực tế hoặc dự kiến phát sinh từ các vụ kiện. Do vậy, việc trình bày các quan điểm nhằm mang đến cái nhìn tổng quan nhất về KQTC là vô cùng cần thiết của Luận án.

Bài viết của Ross và cộng sự (1999), Altman và Hotchkiss (2006) đưa ra nhận định rằng KQTC là một thuật ngữ rất khó để có thể định nghĩa một cách thống nhất vì dù là thể hiện tình trạng khó khăn về tài chính của doanh nghiệp nhưng lại có sự khác nhau giữa các quan điểm nghiên cứu. Ross và cộng sự (1999), Altman và Hotchkiss (2006) dựa trên các nghiên cứu trước đây về KQTC đã tổng hợp bốn thuật ngữ khác nhau khi đề cập đến tình trạng KQTC, bao gồm:

- *Thất bại (Failure)*, theo Wruck (1990) khi dựa theo chuẩn tài chính, thì quan điểm tác giả cho rằng “thất bại” là việc dòng tiền của doanh nghiệp không đủ để đáp ứng nghĩa vụ tài chính hiện tại. Các nghĩa vụ tài chính gồm: thanh toán các khoản nợ cho nhà cung cấp tín dụng, khoản nợ lương người lao động, các khoản tổn thất chi phí liên quan đến pháp lý khi không thanh toán các khoản nợ (tiền gốc và lãi vay). Trong khi đó, Altman và Hotchkiss (2006) đưa ra quan điểm *thất bại* khi tỷ suất sinh lợi trên vốn đầu tư thực tế thấp hơn đáng kể so với tỷ suất sinh lợi của các khoản đầu tư tương đương trên thị trường, hoặc thất bại là khi doanh nghiệp có doanh thu không đủ bù đắp chi phí và khi tỷ suất sinh lợi trên vốn đầu tư trung bình của công ty liên tục thấp hơn chi phí sử dụng vốn. Tuy nhiên, nếu doanh nghiệp rơi vào tình huống như vậy cũng có thể tiếp tục hoạt động nếu nhà đầu tư đồng ý chấp nhận mức tỷ suất sinh lợi thấp. Chỉ ít doanh nghiệp trong số đó đi đến “phá sản” chứ không phải tất cả.

- Trong khi đó, *mất thanh khoản (Insolvency)* được Shrader và Hickman (1993) lập luận đây là thuật ngữ kỹ thuật đề cập đến giai đoạn khác của KQTC. Một công ty được xem là mất thanh khoản khi công ty không thanh toán được các khoản nợ đến hạn. Quan điểm này giống với quan điểm của Wruck (1990) khi đề cập đến thuật ngữ *thất bại* tài chính. Tuy nhiên, nghiên cứu của Wruck (1990) nhấn mạnh rằng, mặc dù *mất thanh khoản* là khác biệt với *thất bại*, nhưng hai thuật ngữ này vẫn được sử dụng thay

thể lẫn nhau. Bên cạnh đó, các nghiên cứu của Wruck (1990), Ross và cộng sự (1999, 2005) cho thấy trạng thái *mất thanh khoản* tồn tại dưới 2 dạng: dựa trên vốn cổ phần (stock – based insolvency) và dựa trên dòng tiền (flow – based insolvency).

Mất thanh khoản dựa trên vốn cổ phần xảy ra khi giá trị các khoản nợ vượt quá giá trị tài sản công ty. Theo định nghĩa này thì doanh nghiệp được xem là mất thanh khoản sẽ có giá trị kinh tế ròng âm (negative economic net worth) do giá trị tài sản ít hơn giá trị các khoản nợ. Wruck (1990) cũng lập luận doanh nghiệp được xem là mất thanh khoản dựa trên vốn cổ phần khi giá trị kinh tế ròng âm: là khi giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp nhỏ hơn giá trị của các nghĩa vụ thanh toán.

Mất thanh khoản dựa trên dòng tiền xảy ra khi dòng tiền của doanh nghiệp không đủ chi trả các nghĩa vụ tài chính tiền mặt hiện tại (Wruck, 1990). Trường hợp này còn được gọi là mất thanh khoản kỹ thuật, khi đó các chủ nợ chưa được thanh toán có quyền yêu cầu công ty mất thanh khoản cơ cấu lại các khoản nợ vì công ty vi phạm hợp đồng với chủ nợ. Trong khi đó doanh nghiệp *mất thanh khoản dựa trên vốn cổ phần* thì chủ nợ lại ít có quyền hơn vì các khoản nợ của họ đã được trả khi đến hạn, ở trường hợp này các chủ nợ có thể kỳ vọng vào sự giúp đỡ của các cổ đông.

Trong khi đó, Shrader và Hickman (1993) lại phân biệt 2 loại mất thanh khoản: mất thanh khoản trong ngắn hạn và mất thanh khoản trong dài hạn. Việc phân loại của nhóm tác giả này nhằm muốn đánh giá hiệu quả hơn vấn đề phá sản của doanh nghiệp. Mất thanh khoản trong ngắn hạn xảy ra khi dòng tiền doanh nghiệp không đủ đáp ứng các khoản nợ ngắn hạn. Mất thanh khoản trong dài hạn xảy ra khi giá trị tài sản của doanh nghiệp nhỏ hơn tổng giá trị của các nghĩa vụ tài chính. Mất thanh khoản trong ngắn hạn ít nguy hiểm hơn và dễ xác định hơn so với mất thanh khoản dài hạn. Ở trường hợp mất thanh khoản trong ngắn hạn: mặc dù giá trị kinh tế ròng của doanh nghiệp là dương nhưng doanh nghiệp lại bị áp lực vì thiếu tính thanh khoản. Mất thanh khoản trong dài hạn là vấn đề khó đánh giá hơn nhiều và đây là một trong những lý do khiến quá trình phá sản trở nên tốn kém.

- *Vỡ nợ (Default)*: thể hiện mối liên hệ giữa công ty vay nợ và chủ nợ. Theo quan điểm của Altman và Hotchkiss (2006), thuật ngữ này có hai trường hợp: theo

nghĩa vỡ nợ pháp lý (legal default) và vỡ nợ kỹ thuật (technical default). Vỡ nợ kỹ thuật liên quan đến việc doanh nghiệp vi phạm điều khoản trong hợp đồng tín dụng, trong khi vỡ nợ về pháp lý là doanh nghiệp thất bại khi thanh toán các khoản nợ đến hạn. Hai tác giả cho rằng trong thực tế các trường hợp *vỡ nợ* thường được đàm phán lại và hai trường hợp vỡ nợ này đều cho thấy dấu hiệu tình hình hoạt động suy giảm của công ty (Altman, 2000; Altman và Hotchkiss, 2006). Để đối phó với tình huống xấu nhất, doanh nghiệp buộc phải nỗ lực TCT doanh nghiệp và sẵn sàng đàm phán với chủ nợ và tránh việc tuyên bố chính thức phá sản.

- *Phá sản (Bankruptcy)*: Altman và Hotchkiss (2006) đề cập đến giai đoạn doanh nghiệp nộp đơn lên tòa chính thức xin phá sản. Phá sản chỉ là sự lựa chọn cuối cùng của doanh nghiệp khi không thể giải quyết các vấn đề tài chính. Khi đó doanh nghiệp có thể bán bớt tài sản để trả nợ hoặc TCT doanh nghiệp. Điều này không có nghĩa là khi doanh nghiệp nộp đơn lên tòa án xin tuyên bố phá sản là chấm dứt quá trình hoạt động của doanh nghiệp. Diễn biến của hoạt động này sẽ theo hai hướng: công ty đề xuất các phương án nhằm TCT để phục hồi công ty hoặc công ty bán tài sản để thanh lý các khoản nợ.

Luật phá sản của Mỹ được xây dựng để sao cho những người đã từng thất bại trong kinh doanh được khuyến khích tiếp tục theo đuổi công việc kinh doanh của mình. Theo quy định tại chương 11 thì luật phá sản của Mỹ cho phép một công ty mặc dù tuyên bố phá sản nhưng vẫn được tiếp tục hoạt động kinh doanh dưới sự lãnh đạo của đội ngũ quản lý cũ của công ty khi công ty cố gắng TCT các khoản nợ (không có sự chỉ định giám sát công ty). Tuy nhiên, không phải công ty nào cũng được phá sản theo chương 11, chỉ có những công ty rơi vào tình trạng khó khăn tài chính nhưng được đánh giá là có khả năng phục hồi mới được xem xét. Các phương án TCT công ty phải được tòa án phá sản và chủ nợ chấp thuận. Ngoài ra, các công ty cũng có thể thanh lý tài sản theo quy định tại chương 7 và sử dụng số tiền thu được từ tài sản thanh lý để trả cho các chủ nợ.

Tại Việt Nam, luật phá sản năm 2014 ở chương 7 (Thủ tục hồi phục hoạt động kinh doanh), tại điều 87 cho phép trong thời hạn 30 ngày kể từ ngày hội nghị chủ nợ

thông qua nghị quyết có nội dung áp dụng thủ tục phục hồi hoạt động kinh doanh thì công ty mất khả năng thanh toán phải xây dựng phương án phục hồi hoạt động kinh doanh để gửi cho thẩm phán, chủ nợ, quản tài viên, doanh nghiệp quản lý, thanh lý tài sản cho ý kiến chấp thuận. Nếu được sự chấp thuận, quá trình phục hồi hoạt động kinh doanh được tiến hành dưới sự giám sát của thẩm phán, chủ nợ, quản tài viên, doanh nghiệp quản lý, thanh lý tài sản. Nếu việc phục hồi được thành công, công ty thoát khỏi nguy cơ phá sản, có thể trả được nợ. Ngược lại, công ty sẽ bị phá sản.

Từ những quan điểm khác nhau cho thấy mặc dù thuật ngữ KQTC cho biết tình trạng khó khăn tài chính của doanh nghiệp khi không thể đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán đến hạn, nhưng được thể hiện các điều kiện khó khăn tài chính khác nhau. KQTC đi từ việc công ty gặp thất bại đến mất thanh khoản, rồi đến tình trạng vỡ nợ và xấu nhất là doanh nghiệp nộp đơn chính thức xin phá sản. Trong Luận án nghiên cứu, đề tài sử dụng thuật ngữ KQTC để thay thế cho các thuật ngữ khác diễn tả tình trạng khó khăn tài chính của công ty.

Ở các nghiên cứu đi vào thực nghiệm, để cụ thể hóa dấu hiệu của tình trạng KQTC, nhiều bài viết xác định tình trạng KQTC thực tế bằng việc sử dụng các chỉ số tài chính hoặc khoản mục tài chính cụ thể (Asquith và cộng sự, 1994; Gilbert và cộng sự, 1990; Denis và Denis, 1995; Andrade và Kaplan, 1998; Pindado và cộng sự, 2008; Kam và cộng sự, 2008; Tinoco và Wilson, 2013); hoặc các công trình sử dụng mô hình dự báo để xác định tình trạng KQTC công ty vào thời điểm quan sát. Trong đó phải kể đến phương pháp phân tích phân biệt đa biến (Multivariate Discriminant Analysis) sử dụng các mô hình chỉ số Z (Altman, 1968; Altman và cộng, 1977; Taffler, 1983, 1984 và 1995). Bên cạnh đó, một số nghiên cứu sử dụng phương pháp Logit để xác định chỉ số O-score (Ohlson, 1980); phương pháp Probit với mô hình chỉ số Zmijewski của Zmijewski (1984); mô hình KMV – Merton của Merton (1974) khi dựa vào dữ liệu thông tin thị trường của doanh nghiệp. Các nghiên cứu sử dụng các mô hình trên trong quá trình phân tích mảng KQTC là khá nhiều và đa dạng.

Bảng 2.1. Tóm lược các nghiên cứu xác định tình trạng KQTC

Tác giả tiêu biểu	Nội dung nghiên cứu	Xác định tình trạng KQTC
<i>Sử dụng các chỉ số tài chính hoặc một số khoản mục tài chính cụ thể để xác định tình trạng KQTC</i>		
Gilbert và cộng sự (1990)	Dự báo phá sản cho các công ty khi rơi vào tình trạng KQTC. Mẫu nghiên cứu: các công ty trên TTCK Mỹ được lựa chọn sắp xếp thành các nhóm: công ty tuyên bố phá sản, công ty KQTC và nhóm không thuộc hai trường hợp trên. Thời gian nghiên cứu: từ 1974-1983.	Doanh nghiệp rơi vào tình trạng KQTC khi: Thu nhập hoạt động âm trong 3 năm liên tục.
Denis và Denis (1995)	Phân tích nguyên nhân gây ra tình trạng KQTC cho các công ty có khoản đầu tư được tài trợ bởi đòn bẩy tài chính ở mức cao. Mẫu nghiên cứu: 29 công ty trên TTCK Mỹ từ 1984 đến 1988.	Doanh nghiệp rơi vào tình trạng KQTC khi: Thu nhập hoạt động âm trong 3 năm liên tục.
Asquith và cộng sự (1994)	Phân tích các phương án TCT công ty khi xảy ra KQTC, nhằm tránh việc phá sản ở công ty.	Doanh nghiệp rơi vào tình trạng KQTC khi rơi vào một trong 2 trường hợp sau: - EBITDA ² nhỏ hơn chi phí lãi vay trong 2 năm liên tục,

² EBITDA = Earning before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

	Mẫu nghiên cứu: 102 công ty trên TTCK Mỹ đã phát hành trái phiếu có rủi ro cao (junk-bonds), thời gian nghiên cứu: từ 1976-1989.	- Hoặc nếu trong một năm, EBITDA thấp hơn 80% của chi phí lãi vay.
Kang và Shivdasani (1997)	So sánh các chiến lược TCT giữa các nhóm công ty trên TTCK Nhật và Mỹ trong giai đoạn từ 1980 đến 1987.	Doanh nghiệp rơi vào tình trạng KQTC khi: Tỷ số thu nhập hoạt động trên chi phí lãi vay nhỏ hơn một.
Kam và cộng sự (2008)	Phân tích phản ứng của thị trường trước thông tin công bố của các công ty Trung Quốc về việc sử dụng các chiến lược TCT khi xảy ra KQTC. Mẫu nghiên cứu: 100 công ty rơi vào KQTC.	Doanh nghiệp rơi vào tình trạng KQTC khi xảy ra một trong hai trường hợp sau: - Tỷ số EBITDA / chi phí lãi vay nhỏ hơn một, - Hoặc chi phí lãi vay bằng không và EBITDA nhỏ hơn hoặc bằng không. Cách phân loại này nhấn mạnh đến việc doanh nghiệp được xem là KQTC do sự sụt giảm khả năng sinh lợi không đủ thanh toán các nghĩa vụ tài chính đến hạn. Việc so sánh giữa EBITDA và chi phí lãi vay để xác định KQTC cũng được sử dụng trong nghiên cứu của Andrade và Kaplan (1998).
Pindado và cộng sự (2008)	Phân tích khả năng xảy ra KQTC bằng mô hình hồi quy Logistic. Với hai nhóm mẫu nghiên cứu là các công ty thuộc nhóm các nước Canada, Pháp, Đức, Ý, Nhật, Anh	Doanh nghiệp xảy ra KQTC khi có hai dấu hiệu sau: - EBITDA thấp hơn chi phí tài chính liên tục trong hai năm, - Giá trị thị trường sụt giảm trong hai năm liên tiếp

	và các công ty Mỹ trong giai đoạn từ 1990-2002 nhằm xem xét tính ổn định của mô hình khi khác nhau về thể chế và hệ thống pháp luật.	Ngoài ra, công ty tuyên bố phá sản cũng là rơi vào tình trạng KQTC.
Tinoco và Wilson (2013)	So sánh độ chính xác từ nhóm các tỷ số tài chính của doanh nghiệp, nhóm biến số thị trường của doanh nghiệp và nhóm biến số kinh tế vĩ mô trong việc dự đoán KQTC. Mẫu nghiên cứu: các công ty trên TTCK Anh từ 1980-2011	Công ty xảy ra KQTC khi có hai dấu hiệu sau: - EBITDA thấp hơn chi phí tài chính liên tục trong hai năm, - Giá trị thị trường sụt giảm trong hai năm liên tiếp.
Sử dụng mô hình dự báo để xác định tình trạng KQTC doanh nghiệp		
Sudarsanam và Lai (2001)	So sánh các chiến lược TCT của nhóm doanh nghiệp phục hồi thành công và nhóm doanh nghiệp không thể phục hồi từ mẫu 166 công ty KQTC tại Anh.	Nhóm tác giả sử dụng chỉ số Z (Z score) của Taffer (1995) để xác định tình trạng KQTC của doanh nghiệp. Điểm cắt của giá trị Z bằng 0, khi đó doanh nghiệp được xem là KQTC khi giá trị Z trong năm đó nhỏ hơn 0 nhưng trước đó 2 năm liên tiếp có giá trị Z lớn hơn 0.
Chou và cộng sự (2010)	Nghiên cứu tác động của KQTC, cấu trúc vốn đến nỗ lực làm việc của các giám đốc độc lập thuê ngoài. Mẫu thực nghiệm là các công ty của Mỹ từ 1990 đến 2006.	Sử dụng mô hình chỉ số Z của Altman (1968), chỉ số chỉ số Zmijewski của Zmijewski (1984) và mô hình KMV – Merton của Merton (1974).

Chen và cộng sự (2010)	Kiểm tra mối liên hệ giữa KQTC và tính biến động đặc trưng cổ phiếu của các công ty trên TTCK Mỹ từ 1964 đến 2006.	Để nhận diện tình trạng KQTC của doanh nghiệp, nhóm tác giả sử dụng mô hình chỉ số Z của Altman (1968) và chỉ số O-score của Ohlson (1980). Các thông số để tính toán chỉ số O-score đều sử dụng dữ liệu tài chính.
Kim và Upneja (2014)	Phân tích khả năng xảy ra KQTC bằng mô hình cây phân lớp để ra quyết định (Decision Tree) dựa trên thuật toán C4.5 và thuật toán Adaboost cho mẫu nghiên cứu là các công ty thuộc lĩnh vực kinh doanh nhà hàng trong khoảng thời gian nghiên cứu từ 1988 đến 2010.	Để xác định tình trạng KQTC của công ty, tác giả sử dụng mô hình chỉ số Zmijewski của Zmijewski (1984). Nếu chỉ số Zmijewski của doanh nghiệp vượt quá 0, doanh nghiệp được xem là KQTC.
Richardson và cộng sự (2015)	Nghiên cứu hành vi tránh thuế của các công ty trên TTCK Úc khi xảy ra KQTC trong khoảng thời gian từ 2006 đến 2010.	Để nhận diện tình trạng KQTC của doanh nghiệp, nhóm tác giả sử dụng: + Mô hình cấu trúc của Merton (1974) dựa trên dữ liệu thị trường của công ty + Mô hình chỉ số Z của Altman (1968) dựa trên 5 nhóm tỷ số tài chính + Mô hình chỉ số chỉ số Zmijewski của Zmijewski (1984) dựa trên 3 nhóm tỷ số tài chính.

Nguồn: Tác giả tổng hợp

KQTC còn được mở rộng nghiên cứu ở các mô hình dự báo sử dụng các kỹ thuật phi tham số: mô hình phân tích kỹ thuật vector hỗ trợ, mô hình mạng thần kinh được vận dụng trong các nghiên cứu của Bae (2012), Chen (2012). Tuy nhiên hướng nghiên cứu về dự báo KQTC không nằm trong phạm vi nghiên cứu của Luận án.

Khi có dấu hiệu rơi vào tình trạng KQTC, các công ty cần có các biện pháp khắc phục tình trạng này thông qua các phương án TCT lại công ty hay các chiến lược để TCT doanh nghiệp. Ngoài ra, Wruck (1990); Sudarsanam và Lai (2001) cho rằng KQTC có thể xảy ra ở bất kỳ giai đoạn nào trong chu kỳ sống doanh nghiệp. Mỗi giai đoạn trong chu kỳ đời sống của công ty lại có sự khác biệt về cấu trúc tổ chức hoạt động trong công ty cũng như khác biệt giữa các quyết định chiến lược tài chính (Miller và Friesen, 1984; Quinn và Cameron, 1983; Gray và Ariss 1985; Pashley và Philippatos, 1990; Adizes, 2004; Koh và cộng sự, 2015). Điều này sẽ thúc đẩy nhà quản trị tài chính cần lựa chọn chiến lược TCT phù hợp cho từng giai đoạn trong chu kỳ sống, nhằm mang lại khả năng hồi phục cao cho doanh nghiệp KQTC. Phần tiếp theo, Luận án sẽ khảo lược lý thuyết chu kỳ sống của công ty.

2.2. Lý thuyết chu kỳ sống doanh nghiệp

2.2.1. Tổng quan về chu kỳ sống doanh nghiệp

Lý thuyết chu kỳ sống (lifecycle theory of a firm) được phát triển từ thập niên 50 thế kỷ 20 trong các nghiên cứu của Penrose (1952), Hair (1959), Posey (1961), Adizes (1979). Lý thuyết này còn có tên gọi khác là lý thuyết vòng đời công ty. Các tác giả cho rằng chu kỳ sống của doanh nghiệp cũng giống như chu kỳ sinh học con người, phát triển từ giai đoạn sinh trưởng đến khi ngừng hoạt động. Trong đó, nghiên cứu của Adizes (1979) cho thấy rằng trong đời sống của con người, sản phẩm hay doanh nghiệp và thậm chí là của xã hội đều tồn tại các giai đoạn sinh trưởng, tăng trưởng, trưởng thành, rồi đến giai đoạn già đi và cuối cùng là kết thúc. So với chu kỳ sinh học con người thì chu kỳ sống của doanh nghiệp có đặc trưng riêng và khác nhau ở từng thời kỳ phát triển. Mỗi thời kỳ cũng khác nhau giữa các ngành, lĩnh vực mà doanh nghiệp hoạt động. Nội dung quan trọng trong các nghiên cứu về chu kỳ sống

hướng đến xác định các giai đoạn trong chu kỳ sống và nhấn mạnh đến khác biệt giữa các nhân tố có thể ảnh hưởng đến từng giai đoạn trong chu kỳ sống.

2.2.2. Lý thuyết chu kỳ sống doanh nghiệp

Tam và Gray (2016) đã khảo lược các nghiên cứu liên quan đến lý thuyết chu kỳ sống qua 4 thời kỳ nghiên cứu chính: các nghiên cứu nền tảng, các nghiên cứu kế thừa và phát triển, các nghiên cứu nâng cao và các nghiên cứu hướng đến tranh luận.

Ở thời kỳ các nghiên cứu nền tảng (các nghiên cứu ở những năm 50 – 60 thế kỷ 20). Đây là những nghiên cứu khởi đầu đặt nền móng cho lý thuyết chu kỳ sống doanh nghiệp. Các nghiên cứu trong thời kỳ này cho rằng chu kỳ sống doanh nghiệp cũng giống như chu kỳ sinh học con người, phát triển từ giai đoạn sinh trưởng đến khi ngừng hoạt động (Penrose, 1952; Rostow, 1960; Posey, 1961). Theo Penrose (1952), chu kỳ sống của doanh nghiệp gồm 3 giai đoạn: từ lúc ra đời, tăng trưởng và đến khi ngưng hoạt động. Nghiên cứu của Lippitt và Schmidt (1967) thảo luận sâu hơn các quan điểm liên quan đến thay đổi chiến lược, chuyển dịch cơ cấu, phát triển quản trị trong bối cảnh tăng trưởng công ty. Các tác giả này cho rằng chu kỳ sống doanh nghiệp chính là các giai đoạn phát triển theo thời gian của công ty.

Các nghiên cứu kế thừa và phát triển (các nghiên cứu ở những năm 70 thế kỷ 20). Ở khoảng thời gian này, các nghiên cứu mở rộng phát triển từ các mô hình ở các nghiên cứu trước đó. Chẳng hạn, Greiner (1972, 1998) khi căn cứ vào quy mô và thời gian hoạt động của doanh nghiệp đã chia chu kỳ đời sống của doanh nghiệp gồm 5 giai đoạn: giai đoạn khởi sự, định hướng, phân quyền, sáp nhập và giai đoạn hợp tác; tuy nhiên không phải công ty nào cũng tuần tự trải qua 5 giai đoạn. Nghiên cứu của Mueller (1972) căn cứ vào chính sách chi trả cổ tức để nhận diện các giai đoạn trong chu kỳ sống, ông cho rằng các doanh nghiệp có mô hình tăng trưởng hình chữ S, doanh nghiệp tăng trưởng chậm trong giai đoạn khởi sự, sau đó tăng trưởng nhanh chóng và tăng trưởng chậm khi rơi vào giai đoạn trì trệ. Quan điểm của Lyden (1975) lại cho rằng có 4 giai đoạn trong quá trình phát triển công ty: giai đoạn đầu tiên là giai đoạn khởi nghiệp (start up) của một doanh nghiệp hoàn toàn mới với nhiều thích ứng và cố gắng phát triển để thích nghi thông qua học hỏi và sáng tạo. Nếu vượt qua được

giai đoạn đầu tiên, doanh nghiệp có động lực để bước tiếp giai đoạn thứ 2 để quản lý các nguồn lực, quy trình công việc và cấu trúc doanh nghiệp để thích nghi với quá trình hoạt động phức tạp ngày càng cao. Đến giai đoạn thứ 3, điểm cốt lõi mà doanh nghiệp xem trọng đó chính là hiệu quả hoạt động. Ở giai đoạn này, doanh nghiệp cần định rõ những mục tiêu trong hoạt động ngắn hạn và dài hạn. Giai đoạn thứ tư (khi công ty đã bão hòa), công ty có xu hướng duy trì hoạt động ổn định.

Các nghiên cứu kế thừa và nâng cao (các nghiên cứu ở những năm 80 thế kỷ 20). Hầu hết các nghiên cứu về chu kỳ sống doanh nghiệp ở thời gian này hướng đến mục tiêu là cải tiến các mô hình trước đây và mở rộng nghiên cứu ở các công ty vừa và nhỏ. Chẳng hạn như công trình của Miller và Friesen (1983, 1984) chia chu kỳ sống công ty gồm 5 giai đoạn: giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, bão hòa, phục hồi và giai đoạn suy thoái. Tâm quan trọng của mô hình này tập trung ở hai khía cạnh. Thứ nhất, sự khác biệt giữa các công ty thành công và không thành công dựa trên quá trình xử lý thông tin và ra quyết định. Trong đó, doanh nghiệp thành công có xu hướng đòi hỏi những yêu cầu phức tạp cho hành động mang tính chiến lược. Khía cạnh thứ hai, nhóm tác giả nhận thấy rằng chu kỳ sống công ty trải qua 5 giai đoạn, nhưng không phải tất cả doanh nghiệp này đều trải qua các giai đoạn giống nhau trong chu kỳ sống, thậm chí công ty có thể bỏ qua một số giai đoạn hoặc quay trở lại giai đoạn trước đó.

Quan điểm của Thietart và Vivas (1984) cho rằng chu kỳ sống doanh nghiệp trải qua 3 giai đoạn: giai đoạn tăng trưởng, bão hòa và giai đoạn suy thoái. Khác biệt giữa mỗi giai đoạn chính là các yếu tố tác động đến hiệu suất hoạt động của công ty. Nhóm tác giả này lập luận ở giai đoạn tăng trưởng, vấn đề tiếp thị và phân biệt sản phẩm là rất quan trọng, trong khi đó ở giai đoạn bão hòa hướng đến chi phí sản xuất thấp; ở giai đoạn suy thoái thì các công ty hướng đến kiểm soát các chi phí, đơn giản các dây chuyền sản xuất, cắt giảm các chi phí R&D (nghiên cứu và phát triển).

Những nghiên cứu hướng đến tranh luận (các nghiên cứu ở những năm 90 đến nay). Các nghiên cứu trong khoảng thời gian này chú ý nhiều đến mô tả các giai đoạn trong chu kỳ sống, đưa ra nhiều ý kiến khác nhau về các chiến lược mục tiêu cũng như đặc điểm cấu trúc doanh nghiệp ở từng giai đoạn. Chẳng hạn, Hanks (1990) khi

nghiên cứu về chu trình các giai đoạn trong vòng đời của một tổ chức cho rằng có 5 giai đoạn trong một chu kỳ của doanh nghiệp, gồm: giai đoạn khởi sự, bành trướng, hợp nhất, phục hồi và giai đoạn suy thoái. Doanh nghiệp ở giai đoạn khởi sự có thời gian hoạt động còn ít, nhân sự chưa nhiều, tốc độ tăng trưởng công ty thường không đồng đều. Ở giai đoạn này, người chủ công ty phải chịu rủi ro rất lớn đối với tài sản vốn góp của mình, chủ sở hữu đồng thời cũng là người quản lý. Sang đến giai đoạn bành trướng, thì công ty có nhiều cơ hội và thách thức trong quá trình hoạt động. Cụ thể, để đáp ứng mức cầu về sản phẩm gia tăng trên thị trường thì công ty phải mở rộng năng lực sản xuất và thuê thêm nguồn nhân lực. Tuy nhiên, các nguồn lực về tài chính, con người... thì có giới hạn, vì vậy nhiệm vụ chính ở giai đoạn này cần đảm bảo đầy đủ các nguồn lực để đáp ứng cho nhu cầu hoạt động sản xuất của công ty. Ở giai đoạn hợp nhất, mức độ tăng trưởng của công ty chậm lại. Vì vậy, trọng tâm ở thời kỳ này là công ty cần kiểm soát chi phí và đảm bảo năng suất hoạt động. Thời kỳ này có sự kết hợp ở một số dòng sản phẩm với việc đổi mới sản phẩm, cải tiến quy trình nhằm nâng cao hiệu quả sản xuất, giảm chi phí để đáp ứng sự cạnh tranh trên thị trường. Các khoản đầu tư trong giai đoạn này hướng đến việc duy trì thị phần cho công ty. Hệ thống tổ chức điều hành doanh nghiệp được phân cấp rõ ràng hơn so với hai giai đoạn trước đó. Ở giai đoạn phục hồi, quy mô tổ chức của công ty đã đạt đến mức độ lớn nhất trong tất cả giai đoạn. Việc đa dạng hóa sản phẩm để đáp ứng với nhiều phân khúc thị trường đã khiến môi trường tổ chức công ty trở nên phức tạp và không đồng nhất, do đó công ty thực hiện cấu trúc tổ chức phân chia quyền lực để tạo sự tự chủ đáng kể cho từng bộ phận, hoặc từng phân nhóm sản phẩm. Thách thức của doanh nghiệp ở giai đoạn này là cần phải hội nhập. Việc hội nhập là cần thiết nhưng cần phải đảm bảo hệ thống quản lý không quá phức tạp, hạn chế kiểm soát quá mức có thể dẫn đến không hiệu quả, nhưng vẫn phải đảm bảo được quá trình hợp sức giữa các bộ phận kinh doanh trong doanh nghiệp. Giai đoạn suy thoái xảy ra khi có sự suy giảm về nhu cầu thị trường đối với sản phẩm công ty. Doanh số tiêu thụ và thị phần hoạt động và bị sụt giảm ở giai đoạn này. Mức độ cải tiến sản phẩm ở giai đoạn này có thể

phụ thuộc vào chiến lược kinh doanh của công ty. Mục tiêu doanh nghiệp ở giai đoạn này là cần đưa ra chiến lược đổi mới để hồi phục doanh nghiệp.

Gupta và Chin (1993) khi nói về những thách thức về môi trường hoạt động cũng như các chiến lược của công ty ở các giai đoạn của chu kỳ đời sống đã cho thấy một doanh nghiệp có thể trải qua 4 giai đoạn: giai đoạn khởi đầu, tăng trưởng, bão hòa và giai đoạn suy thoái. Nhóm tác giả cho rằng, doanh nghiệp có khuynh hướng sử dụng nhiều hơn các chiến lược đổi mới khi mức độ thay đổi môi trường hoạt động càng cao. Điều này được chứng minh khi phân tích trong từng giai đoạn chu kỳ sống của công ty, tác giả cho rằng ở giai đoạn tăng trưởng thì công ty sẽ đối mặt nhiều hơn với những thách thức thay đổi từ môi trường cạnh tranh, điều này khiến các công ty cần thực hiện các chiến lược đổi mới nhiều hơn so với giai đoạn bão hòa. Nghiên cứu gần đây của Koh và cộng sự (2015) cho thấy khi căn cứ trên đặc điểm riêng của công ty như mức cổ tức chi trả, mức độ chi tiêu vốn, tốc độ tăng trưởng doanh thu và thời gian hoạt động của công ty thì có thể phân loại chu kỳ sống gồm 4 giai đoạn: giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, bão hòa và giai đoạn suy thoái.

Như vậy, các công trình về chu kỳ sống công ty đã được nghiên cứu trong một khoảng thời gian dài, các nghiên cứu tìm thấy sự phát triển của lý thuyết chu kỳ sống phổ biến tập trung vào hai điểm chính: số giai đoạn trong chu kỳ sống của công ty và những đặt trưng tiêu biểu của từng giai đoạn trong chu kỳ sống. Việc phân loại số giai đoạn trong chu kỳ sống và cách đặt tên cho từng giai đoạn còn phụ thuộc vào cách tiếp cận cũng như góc nhìn của các học giả. Nhưng phần lớn các nghiên cứu này đều hướng đến các giai đoạn phát triển cơ bản trong chu kỳ sống mà một công ty sẽ trải qua gồm: giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, bão hòa và giai đoạn suy thoái. Các chiến lược để giữ vững tốc độ tăng trưởng hoạt động, nhu cầu nguồn vốn công ty khác nhau ở mỗi thời kỳ (Anthony và Ramesh, 1992). Mỗi giai đoạn chu kỳ sống của công ty đều có sự khác biệt về rủi ro tài chính, rủi ro kinh doanh, tình hình hoạt động cũng như triển vọng phát triển và các chiến lược hành động (Miller và Friesen, 1984; Quinn và Cameron, 1983; Gray và Ariss 1985; Pashley và Philippatos, 1990; Adizes, 2004).

2.3. TCT doanh nghiệp và các quan điểm lập luận về mối liên hệ giữa KQTC, TCT doanh nghiệp và chu kỳ sống

Tái cấu trúc doanh nghiệp (Corporate restructuring) được định nghĩa là quá trình thay đổi, sắp xếp, tổ chức lại công ty, định hướng lại các quyết định về đầu tư, tài trợ của doanh nghiệp nhằm cải thiện và nâng cao hiệu quả hoạt động tốt hơn cho doanh nghiệp, trên cơ sở dựa vào những nền tảng về sứ mệnh, tầm nhìn, định hướng chiến lược trước đó của doanh nghiệp. Điều này hàm ý TCT doanh nghiệp nhằm tạo ra vị thế tốt hơn cho doanh nghiệp. Việc thay đổi, sắp xếp, tổ chức lại doanh nghiệp có liên quan đến quá trình thay đổi đáng kể mô hình kinh doanh của công ty, thay đổi đội ngũ quản lý, thay đổi tổ chức nội bộ công ty hoặc thay đổi cấu trúc các nguồn tài trợ, hoặc có liên quan đến việc sa thải lao động, cắt bỏ hoặc sáp nhập một số phòng ban, hoặc thậm chí có thể bán doanh nghiệp hay cũng có thể sáp nhập với một doanh nghiệp khác (M&A).

Nghiên cứu của Hofer (1980), Barker và Duhaime (1997) cho rằng việc phân loại các chiến lược TCT có thể căn cứ vào tính chất của chiến lược (strategic) và theo quá trình hoạt động của công ty (operating), còn gọi là TCT hoạt động. TCT chiến lược liên quan đến việc thay đổi vị thế của công ty trên thị trường trước các đối thủ cạnh tranh khi vị thế công ty bị suy yếu. Khi thực hiện TCT chiến lược, doanh nghiệp cần tập trung thay đổi cấu trúc tổ chức công ty để thích ứng với sự thay đổi của môi trường kinh doanh. Trong khi đó, TCT hoạt động hướng đến thay đổi mức độ hoạt động của doanh nghiệp để nâng cao hiệu quả và năng suất hoạt động dựa trên việc đánh giá lại các quyết định tài chính mà doanh nghiệp đã và đang thực hiện, đồng thời đề xuất các chiến lược để TCT công ty.

Trong khi đó, nhóm tác giả Bowman và Singh (1993) lập luận có thể xác định ba dạng TCT, đó là: TCT danh mục, TCT tổ chức và TCT tài chính. Trong đó TCT danh mục liên quan đến quá trình định hướng lại các mảng hoạt động kinh doanh của công ty thông qua việc cắt giảm bớt một số mảng kinh doanh không hiệu quả; hoặc thông qua việc M&A, thoái vốn đầu tư để phát triển mảng kinh doanh mới của công ty. TCT tổ chức nhấn mạnh đến tầm quan trọng của việc nâng cao hiệu quả của đội

ngũ quản lý bằng việc thay đổi có ý nghĩa trong cơ cấu của tổ chức. TCT tổ chức thường kết hợp với việc đánh giá lại tài sản của doanh nghiệp. Trong khi đó, TCT tài chính liên quan đến việc thay đổi cấu trúc vốn của doanh nghiệp, thông qua các chiến lược thay thế giữa tài trợ bằng vốn cổ phần và nợ, mua lại vốn cổ phần bằng nợ vay.

Từ những lập luận của các học giả về các chiến lược TCT, đề tài nhận thấy việc phân loại chiến lược TCT và cách đặt tên cho chiến lược TCT còn phụ thuộc vào cách tiếp cận cũng như góc nhìn của các học giả. Các chiến lược TCT đều nhằm hướng đến việc khắc phục những yếu kém nội tại. Đồng thời, việc làm này giúp doanh nghiệp có hướng đi tốt hơn, cải thiện, nâng cao hiệu quả hoạt động cho công ty.

Ngay cả khi doanh nghiệp không rơi vào KQTC, doanh nghiệp vẫn có thể thực hiện TCT. Vì bản thân TCT doanh nghiệp nhằm cải thiện và nâng cao hiệu quả hoạt động, kiểm soát chi phí và tối đa hóa giá trị của cổ đông. Mặc dù vậy, KQTC có thể là chất xúc tác cực kỳ quan trọng, là hệ quả trực tiếp để doanh nghiệp nhìn lại toàn bộ hệ thống điều hành và hoạt động chính mình để từ đó doanh nghiệp có động lực để đưa ra các phương án cải tổ. Các nghiên cứu cho rằng khi công ty nhận ra nguy cơ KQTC, công ty sẽ có các hành động điều chỉnh ngay lập tức thông qua các chiến lược TCT để cải thiện tình hình hoạt động công ty cũng như gia tăng kiểm soát chi phí.

Theo Gilson (1989), bất kỳ sự thay đổi nào trong ban điều hành được xem là sự thay đổi nhân sự quản lý. Những nhà quản lý hiện tại không đủ năng lực điều hành có thể đưa ra các quyết định sai lầm, gây tổn hại cho công ty, vì vậy cần được thay thế bởi nhân sự quản lý mới. Hofer (1980) lập luận rằng việc thay đổi nhân sự quản lý mới là điều kiện tiên quyết có thể giúp công ty vượt qua giai đoạn khó khăn KQTC. Bên cạnh đó, Hofer (1980) cũng đề xuất chiến lược TCT hoạt động bằng các phương án như: gia tăng doanh thu, cắt giảm chi phí, cắt giảm tài sản hoạt động khi doanh nghiệp xảy ra KQTC. Chiến lược cắt giảm chi phí cũng được Hambrick và Schechter (1983), Slatter (1984), O'Neill (1986) cho rằng sẽ giúp cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, việc cắt giảm chi phí được xem là phương án chữa cháy, chỉ phù hợp duy trì trong ngắn hạn. Trong khi đó, luận điểm của Asquith và cộng sự (1994) cho rằng bán tài sản cũng là một phương án để TCT công ty nhằm

tránh nguy cơ phá sản. Mục đích của chiến lược TCT tài sản nhằm định hướng lại các tài sản cốt lõi mang lại hiệu quả cho công ty thì nên giữ lại, các tài sản không tạo ra hiệu quả thì cần được bán đi để có nguồn tiền mặt, giảm bớt áp lực thanh toán cho doanh nghiệp KQTC. Như vậy, KQTC gây sức ép khiến các doanh nghiệp phải nhanh chóng đưa ra các chiến lược hành động để TCT, cải thiện tình hình doanh nghiệp. Quá trình sắp xếp, điều chỉnh lại các nguồn tài trợ từ nợ hoặc vốn cổ phần khi doanh nghiệp xảy ra KQTC được các học giả cho rằng đây cũng là chiến lược cần xem xét nhằm TCT doanh nghiệp.

Mặc dù vậy, các chiến lược TCT cần được lựa chọn cẩn trọng vì còn phụ thuộc vào từng giai đoạn trong chu kỳ sống công ty. Vì theo Miller và Friesen (1984); Quinn và Cameron (1983); Gray và Ariss (1985); Pashley và Philippatos (1990); Adizes (2004) thì mỗi giai đoạn khác nhau về các chiến lược tổ chức, chiến lược tài chính, cấu trúc công ty, tình hình hoạt động. Phần lớn các nghiên cứu tìm thấy sự phát triển lý thuyết chu kỳ sống hướng đến 4 giai đoạn cơ bản mà một doanh nghiệp sẽ trải qua: Giai đoạn khởi sự, giai đoạn tăng trưởng, giai đoạn bão hòa và giai đoạn suy thoái.

Các công ty ở giai đoạn khởi sự (birth stage) thường có quy mô nhỏ, mức độ sở hữu tập trung cao, được sở hữu bởi một nhóm nhỏ cổ đông. Cấu trúc tổ chức hoạt động ở giai đoạn này không phức tạp, quyền lực sở hữu tập trung cao bởi các nhóm cổ đông sáng lập công ty, trong khi mức độ rủi ro kinh doanh ở giai đoạn này lại rất cao³. Ở giai đoạn này, doanh nghiệp chỉ mới chính thức đưa sản phẩm ra thị trường, vì vậy công ty cố gắng thiết lập chỗ đứng bản thân trên thị trường trước các đối thủ cạnh tranh thông qua việc chính thức giới thiệu sản phẩm của mình. Khả năng sản xuất sản phẩm mới của doanh nghiệp chưa chắc có hiệu quả; nếu có hiệu quả cũng chưa chắc sản phẩm được khách hàng chấp nhận. Nếu được khách hàng chấp nhận, cũng chưa chắc thị trường của doanh nghiệp có mức độ tăng trưởng đến một quy mô hiệu quả đủ bù đắp cho các chi phí triển khai và đưa sản phẩm ra thị trường. Nếu tất cả điều này đạt được, cũng chưa chắc công ty có thể chiếm lĩnh được thị phần.

³ cao nhất trong các giai đoạn

Không những vậy, các công ty khởi sự còn phải chịu áp lực về bất ổn tăng trưởng trong tương lai, điều này biểu hiện ở tỷ số giá trị sổ sách trên giá trị thị trường của công ty sẽ rất cao. Giá trị sổ sách trên giá trị thị trường càng cao thì rủi ro kinh doanh của công ty càng lớn (Pastor và Veronesi, 2003). Chính vì đặc trưng rủi ro kinh doanh của các công ty khởi sự rất cao, dòng tiền của các công ty trong giai đoạn khởi sự luôn âm nên cấu trúc vốn công ty khởi sự thường không sử dụng nợ vì khó đảm bảo các khoản thanh toán phát sinh từ nợ vay, và công ty khởi sự sẽ thực hiện một chính sách chi trả cổ tức gần như bằng không. Các nhà đầu tư thích hợp ở giai đoạn khởi sự là nhà đầu tư vốn mạo hiểm, không kỳ vọng vào mức chi trả cổ tức của doanh nghiệp mà hướng đến hiệu quả từ thặng dư vốn sau này.

Giai đoạn khởi sự cũng thường đòi hỏi chi phí nghiên cứu thị trường cao để công ty có thể xâm nhập vào thị trường mới cũng như phải cần nhiều chi phí cho nghiên cứu đầu tư phát triển sản phẩm. Trong khi 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 và âm rất cao cho thấy doanh nghiệp có thể rơi vào tình trạng lỗ trong kinh doanh (Miller và Friesen, 1984). Khi đó, KQTC có thể xảy ra khi dòng tiền doanh nghiệp không đủ đáp ứng các nghĩa vụ thanh toán hiện tại như: các khoản nợ cho nhà cung cấp và người lao động (Wruck, 1990). Bên cạnh đó, Cao và Chen (2012) lập luận dựa trên nghiên cứu của Lucas (1978), Mata và Portugal (1994) cho rằng tuổi đời và quy mô doanh nghiệp cũng là trở ngại khiến cho công ty dễ rơi vào tình trạng KQTC ở giai đoạn này. Bởi vì các công ty ở giai đoạn này thường không có nhiều lợi thế về quy mô, sử dụng những nhà quản lý ít năng lực, họ cũng gặp khó khăn khi tìm nguồn tài trợ; do đó KQTC có thể xảy ra ở giai đoạn khởi sự của doanh nghiệp.

Các công ty ở giai đoạn tăng trưởng (growth stage) thường có quy mô trung bình, được sở hữu bởi nhiều cổ đông, giám đốc công ty chịu trách nhiệm cao hơn với các quyết định của mình và có sự phân chia quyền kiểm soát và quyền sở hữu giữa các cổ đông (Mueller, 1972; Miller và Friesen, 1984). Mueller (1972) lập luận rằng ở thời kỳ này, các doanh nghiệp sẽ phân quyền ra quyết định xuống dần các cấp dưới. Do đó, nhà quản lý sẽ được giao nhiều trách nhiệm và có quyền tự quyết định đối với

hoạt động doanh nghiệp. Sự tách biệt giữa quyền kiểm soát và quyền ra quyết định sẽ xuất hiện dần ở giai đoạn này, nhưng quyền lực vẫn còn tập trung ở các cấp tổ chức.

Giai đoạn tăng trưởng là giai đoạn kế tiếp của giai đoạn khởi sự nên mức độ rủi ro kinh doanh ở giai đoạn này mặc dù có giảm bớt hơn giai đoạn khởi sự nhưng vẫn còn cao. Bởi vì dù thị trường đã chấp nhận sản phẩm, dịch vụ của doanh nghiệp nhưng doanh nghiệp vẫn đang ở vị thế cạnh tranh nỗ lực để nhanh chóng giành thị phần, chiếm lĩnh thị trường. Doanh số, lợi nhuận ở giai đoạn này tăng nhanh chóng, tuy nhiên dòng tiền thuần dương nhưng không ổn định. Chính vì những đặc trưng này nên cấu trúc vốn của công ty tăng trưởng vẫn nghiêng về vốn cổ phần. Để thực hiện các quyết định đầu tư tăng thêm cho mục đích phát triển thị trường, mở rộng thị phần và đa dạng hóa sản phẩm, các công ty tăng trưởng sẽ thực hiện một chính sách chi trả cổ tức danh nghĩa cho các cổ đông nhằm duy trì vị thế công ty (Pashley và Philippatos, 1990). Ở giai đoạn này, nhà đầu tư vốn mạo hiểm dần rút khỏi công ty và thay thế bằng các nhà đầu tư vốn cổ phần mới. Công ty bắt đầu phát hành chứng khoán ra thị trường để huy động nguồn tài trợ.

Bên cạnh đó, lập luận của Cao và Chen (2012) cho rằng trong giai đoạn này, doanh nghiệp vẫn có thể rơi vào tình trạng KQTC. Do việc mở rộng quy mô đầu tư quá mức để đuổi kịp các công ty trong ngành cũng như đánh giá quá cao nhu cầu thị trường đối với sản phẩm công ty có thể khiến doanh nghiệp bất chấp kinh nghiệm và khả năng của chính mình. Khi đó việc quản lý và kiểm soát doanh nghiệp có thể không theo kịp với quy mô mở rộng, điều này có thể dẫn đến chất lượng sản phẩm thấp, chi phí đầu vào tăng cao, và xuất hiện những xung đột nội bộ trong doanh nghiệp. Mặc dù quy mô doanh nghiệp được mở rộng, nhưng thực tế năng lực cạnh tranh cốt lõi của doanh nghiệp có thể bị giảm và tình hình tài chính của công ty cũng bị ảnh hưởng. Khi đó, công ty dễ rơi vào tình huống khả năng tài chính không thể đáp ứng các nghĩa vụ thanh toán cho nhà cung cấp. Vì các lý do trên, doanh nghiệp ở giai đoạn tăng trưởng vẫn có khả năng xảy ra KQTC cho dù mức độ tăng trưởng của doanh nghiệp ở giai đoạn này là khá cao.

Các công ty ở giai đoạn bão hòa (maturity stage) có mức độ rủi ro kinh doanh thấp hơn so với giai đoạn tăng trưởng do công ty đã vượt qua giai đoạn khởi sự và giai đoạn tăng trưởng thành công. Công ty đã có vị trí nhất định trên thị trường, doanh số ổn định và biên độ giao động thấp. Dòng tiền thuần của công ty ở giai đoạn này đã chuyển sang dương, các chú trọng trước đây nhằm tăng trưởng toàn thể thị trường lần chiếm lĩnh thị phần sẽ nhường chỗ cho mục tiêu mới đó là duy trì thị phần và cải tiến hiệu quả hoạt động, gia tăng kiểm soát lợi nhuận thu về trong suốt giai đoạn này (Miller và Friesen, 1984). Tuy nhiên, lợi nhuận của công ty bão hòa đã có phần sụt giảm do có sự cạnh tranh về giá cả với nhiều đối thủ (Pashley và Philippatos, 1990). Trong giai đoạn này, các cơ hội đầu tư trở nên ít hơn, tốc độ tăng trưởng chậm lại. Tài trợ bên ngoài, đặc biệt là tài trợ bằng nợ vay là chiến lược được doanh nghiệp bão hòa sử dụng để hưởng lợi ích từ tầm chắn thuế của lãi vay, với mục tiêu tối đa hóa thu nhập cho các cổ đông của công ty, do đó cổ tức sẽ được chi trả ở mức cao so với giai đoạn trước. Tuy nhiên, việc cấu trúc vốn có sử dụng nợ vay một mặt có thể giúp doanh nghiệp hưởng lợi từ tầm chắn thuế của lãi vay, nhưng rủi ro có thể xảy ra khi thu nhập của doanh nghiệp không đáp ứng được các nghĩa vụ tài chính do thu nhập của công ty ở giai đoạn bão hòa đã có phần sụt giảm. KQTC có thể xảy ra khi doanh nghiệp không thể đáp ứng các nghĩa vụ thanh toán hiện tại. Bên cạnh đó, Cao và Chen (2012) dựa trên quan điểm của Jensen (1986), nhóm tác giả cho rằng với cấu trúc tổ chức đã hoàn thiện, sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý đã rõ ràng ở giai đoạn này, khi đó mâu thuẫn giữa người sở hữu và người quản lý sẽ càng rõ ràng hơn. Nhà quản lý sẽ tiến hành các thương vụ sáp nhập, đầu tư quá mức, chiếm dụng vốn của các cổ đông lớn, hoặc thực hiện các hoạt động đa dạng hóa không vì mục đích lợi nhuận, thậm chí gây nguy hiểm đến giá trị doanh nghiệp, tổn hại đến lợi ích của cổ đông. Các hoạt động này sẽ làm bất ổn cho doanh nghiệp. Trong những trường hợp nghiêm trọng hơn, tình hình tài chính của doanh nghiệp sẽ xấu đi và doanh nghiệp không thể tránh khỏi xảy ra KQTC.

Các công ty ở giai đoạn suy thoái (decline stage) chịu nhiều áp lực bởi vì thành quả sinh lợi của công ty bị sụt 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 rơi vào tình trạng đình trệ, lợi nhuận thấp (Miller và Friesen, 1984). Nhu cầu trên thị trường đối với sản phẩm của công ty giảm dần, thị trường bị thu hẹp. Dòng tiền thu vào từ hoạt động kinh doanh ngày càng giảm và rất thấp, không đủ chi trả các khoản thanh toán đến hạn. KQTC xảy ra ở giai đoạn suy thoái là rất cao. Công ty ở giai đoạn này cần phát triển sản phẩm mới để có được lợi nhuận từ chính dòng sản phẩm mới này. Tuy nhiên, do cấu trúc của công ty ở giai đoạn này đã trở nên cứng nhắc, văn hóa doanh nghiệp trở nên bảo thủ, khả năng sáng tạo để đổi mới sản phẩm giảm đi rất nhiều, nên doanh nghiệp khó có thể phát triển sản phẩm mới thành công như trước đây (Adizes, 2004). Vì vậy, muốn khôi phục lại khả năng linh hoạt và đổi mới, doanh nghiệp cần TCT với quy mô lớn và cần rất nhiều nguồn lực. Quyết định quan trọng của công ty bây giờ là cho phép doanh nghiệp tồn tại bao lâu nữa bằng các chiến lược TCT hay tuyên bố phá sản. Thietart và Vivas (1984) đã tìm thấy các doanh nghiệp ở giai đoạn cuối chu kỳ sống ngoài việc dùng các chiến lược TCT nhằm “trì hoãn cái chết cho doanh nghiệp” thì còn có thể thực hiện chiến lược “một cái chết không đau cho doanh nghiệp” nhằm giúp cho chủ sở hữu doanh nghiệp thu hồi được nguồn vốn từ các hoạt động hiện hữu càng nhiều càng tốt.

Như vậy, mỗi giai đoạn trong chu kỳ sống công ty đều có những đặc điểm riêng và đều tồn tại những khó khăn trong quá trình hoạt động. Một trong những khó khăn mà công ty phải đối mặt là KQTC. Nghiên cứu của Wruck (1990) cho thấy KQTC thường được đi kèm với các thay đổi trong cấu trúc lại doanh nghiệp một cách toàn diện như thay đổi đội ngũ quản lý, quản trị doanh nghiệp hoặc cấu trúc lại các mảng hoạt động, tài chính công ty.

Bên cạnh đó, một số nghiên cứu đưa ra những lập luận quan điểm đề cập đến sự khác biệt cụ thể ở các giai đoạn trong chu kỳ sống ảnh hưởng đến việc lựa chọn các chiến lược TCT khi doanh nghiệp xảy ra KQTC. Theo Mueller (1972), nhà đầu tư e ngại khi đầu tư vào các công ty ở giai đoạn đầu còn non trẻ vì rủi ro kinh doanh của những doanh nghiệp ở giai đoạn này quá lớn, bản thân các công ty cũng lo ngại về khả năng tiêu thụ sản phẩm trên thị trường ở giai đoạn đầu. Chính trở ngại này

khiến các công ty sẽ gặp khó khăn khi huy động vốn từ nguồn tài trợ bên ngoài. Điều này cho thấy sử dụng nguồn tài trợ bên ngoài cho việc TCT không phải là sự lựa chọn ưu tiên của công ty ở giai đoạn này và công ty càng hạn chế sử dụng chiến lược này khi xảy ra KQTC. Ngoài ra, với cấu trúc sở hữu tập trung cao ở giai đoạn này, các giám đốc đồng thời cũng là chủ sở hữu nên các công ty ít chịu áp lực bên ngoài để thay đổi đội ngũ quản lý. Bên cạnh đó, theo Bowman và Singh (1993) thì những công ty ở giai đoạn đầu có cấu trúc sở hữu tập trung thì càng hạn chế thanh lý tài sản, hạn chế việc sáp nhập doanh nghiệp hoặc thoái vốn đầu tư. Thay vào đó, doanh nghiệp sẽ tập trung nhiều hơn cho đầu tư thêm tài sản để mở rộng hoạt động kinh doanh. Theo Asquith và cộng sự (1994), các ngân hàng nhiều khả năng sẽ nói lỏng các điều kiện ràng buộc cho vay ở những doanh nghiệp gặp khó khăn ở giai đoạn bão hòa vì họ tin tưởng vào bề dày hoạt động cùng với quy mô hoạt động lớn hơn so với các giai đoạn trước đó, cùng lịch sử thanh toán tín dụng tốt của công ty. Do vậy, những công ty ở giai đoạn bão hòa khả năng sử dụng chiến lược TCT nguồn tài trợ từ nợ nhiều hơn so với các công ty ở giai khởi sự, tăng trưởng. Ở giai đoạn suy thoái khi mà khả năng KQTC xảy ra ở giai đoạn này rất cao, trong khi hoạt động kinh doanh rơi vào tình trạng trì trệ thì Staudt và cộng sự (1976), Clifford (1977) lập luận rằng chiến lược kiểm soát chi phí, cắt giảm các chi phí quảng bá tiếp thị cần được thực hiện nếu doanh nghiệp muốn tiếp tục tồn tại. Thietart và Vivas (1984) cũng cho rằng chiến lược cắt giảm giá bán sẽ phù hợp hơn cho các doanh nghiệp ở các giai đoạn sau của chu kỳ sống. Theo sự tìm hiểu của Luận án thì việc phân loại số giai đoạn trong chu kỳ sống doanh nghiệp và cách đặt tên cho từng giai đoạn ở lý thuyết chu kỳ sống của doanh nghiệp còn phụ thuộc vào cách tiếp cận cũng như góc nhìn của các học giả nên các luận điểm lập luận liên quan đến việc lựa chọn các chiến lược TCT khi doanh nghiệp xảy ra KQTC giữa các giai đoạn trong chu kỳ sống cũng có sự khác nhau giữa các nghiên cứu. Trong phần tiếp theo mục 2.4, Luận án khảo lược các nghiên cứu thực nghiệm mới liên hệ giữa KQTC, chu kỳ sống và các chiến lược TCT.

2.4. Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm

2.4.1. KQTC và các chiến lược TCT công ty

2.4.1.1. KQTC và chiến lược TCT nhân sự quản lý

Giả thuyết của Jensen (1989) cho rằng KQTC là động lực khiến công ty phải đưa ra hành động cải thiện hoạt động doanh nghiệp. Giả thuyết này lập luận KQTC buộc đội ngũ quản lý phải đưa ra các phương án nhằm nâng cao hiệu suất hoạt động công ty. Nhà quản lý không đủ năng lực hoặc năng lực yếu kém có thể đưa ra các quyết định sai lầm, gây ra tổn thất cho công ty. Vì vậy, họ phải được thay thế bởi nhân sự quản lý mới để đánh giá lại nguyên nhân tình trạng KQTC, định hướng lại doanh nghiệp và đề xuất các chiến lược nhằm khôi phục công ty (Lohrke và cộng sự, 2004).

Chiến lược TCT nhân sự quản lý (Managerial Restructuring) được đề cập trong các nghiên cứu trước đây (Hofer, 1980; Jensen, 1989; Slatter, 1984; O'Neill, 1986; Gilson, 1989; John và cộng sự, 1992; Pearce II và Robbins, 1993; Whitaker, 1999; Denis và Kruse, 2000; Sudarsanam và Lai, 2001; Kam và cộng sự, 2008; Atanassov và Kim, 2009) và gần đây nhất là Koh và cộng sự (2015). Trong đó, nghiên cứu của Whitaker (1999) cho thấy có nhiều công ty rơi vào KQTC là do cấp quản lý yếu kém hơn là do bắt nguồn từ kiệt quệ về kinh tế. Những nhà quản lý yếu kém này không có khả năng đánh giá hoặc thực hiện tốt chính sách tối ưu doanh nghiệp. Việc điều hành, quản lý yếu kém có thể xuất phát từ việc kiểm soát nội bộ không tốt, họ gặp thất bại khi tiếp cận các nguồn thông tin từ nội bộ doanh nghiệp, cơ cấu tổ chức yếu kém, hoặc chính sách nhân sự người quản lý đưa ra không hiệu quả. Do đó, các nhà quản lý này phải chịu áp lực lớn từ cơ chế kiểm soát bên trong và bên ngoài công ty vì đã đi lệch ra khỏi mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp (Denis và Kruse, 2000). Cơ chế kiểm soát này đến từ hội đồng quản trị công ty, cổ đông lớn nắm quyền biểu quyết, áp lực từ các thương vụ thu tóm và sáp nhập doanh nghiệp trên thị trường. Khi đó, quyền lực tự chủ của nhà quản lý sẽ bị suy giảm và kết quả xấu nhất từ cơ chế kiểm soát này là nhà quản lý sẽ bị sa thải ngay lập tức. Khi đó, việc thay đổi các vị trí điều hành được xem là điều kiện tiên quyết cho việc hồi phục công ty sau KQTC (Hofer, 1980; Pearce II và Robbins, 1993).

Việc thay đổi nhân sự quản lý là bằng chứng rõ ràng cho thấy đây là dấu hiệu tích cực có thể giúp cải thiện tình hình hoạt động công ty, mặc dù nguyên nhân hoạt động kém hiệu quả có thể nằm ngoài tầm kiểm soát của nhà quản lý (Slatter, 1984). Sự thay đổi vị trí của thành viên cấp cao trong Ban điều hành doanh nghiệp cũng được thể hiện trong chiến lược TCT nhân sự quản lý của O'Neill (1986); Sudarsanam và Lai (2001); Kam và cộng sự (2008); Atanassov và Kim (2009). Tuy nhiên, việc thay thế vị trí cấp cao điều hành không xét đến các trường hợp đến tuổi về hưu hoặc chết (Denis và Kruse, 2000; Koh và cộng sự, 2015).

Từ các nghiên cứu tổng hợp cho thấy chiến lược TCT nhân sự quản lý là việc thay thế nhân sự ở ban điều hành cấp cao và/ hoặc tổng giám đốc điều hành. Đội ngũ quản lý mới giúp doanh nghiệp đánh giá lại tình hình hoạt động, đưa ra các chiến lược hoạt động mới với mong muốn hồi phục công ty sau KQTC.

2.4.1.2. KQTC và chiến lược TCT hoạt động

Chiến lược TCT hoạt động (Operational restructuring) đề cập các phương án nhằm thay đổi cục diện hoạt động công ty theo chiều hướng tích cực, với mục tiêu khôi phục, duy trì hiệu quả hoạt động doanh nghiệp và ổn định hoạt động kinh doanh. Chiến lược TCT hoạt động hướng đến tăng cường kiểm soát chi phí nghiêm ngặt, đặc biệt là giảm chi phí hoạt động cố định, giảm 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. Nghiên cứu của Hofer (1980) cho rằng TCT hoạt động là chiến lược được công ty KQTC thực hiện đầu tiên nhằm mong muốn phục hồi công ty. Ông nhấn mạnh đến các hình thức: gia tăng doanh thu, giảm chi phí, cắt giảm tài sản hoạt động hoặc kết hợp các phương án:

(1) Ở chiến lược gia tăng doanh thu (*Revenue Generating*), Hofer (1980) đề cập công ty sẽ tiếp tục tập trung vào các dòng sản phẩm hiện có, ngoài ra doanh nghiệp cần tạo ra những sản phẩm mới tuy không có ý định làm chiến lược lâu dài nhưng được tận dụng trên cơ sở phát huy các máy móc thiết bị sử dụng được trong ngắn hạn. Song song với phương án này, công ty cần điều chỉnh giảm giá bán, tăng hoạt động quảng cáo, tăng các kênh bán hàng trực tiếp; điều này sẽ giúp công ty gia tăng doanh

số. Chiến lược gia tăng doanh thu cũng được Hambrick và Schechter (1983) xem là một trong các chiến lược để TCT công ty. Tuy nhiên, kết quả của Hambrick và Schechter (1983) cho thấy các công ty ở giai đoạn bão hòa không rõ ràng, bởi vì mặc dù thị phần và doanh thu của các công ty này có gia tăng nhưng chỉ tìm thấy được ở một số phân nhóm trong mẫu nghiên cứu của tác giả.

(2) Ở chiến lược cắt giảm chi phí (Cost Cutting), Hofer (1980) dựa trên điểm hòa vốn để thực hiện. Cụ thể, Hofer đưa ra quan điểm chiến lược này phù hợp với những công ty đạt đến gần điểm hòa vốn ở thời điểm quan sát, hoặc doanh thu chỉ chiếm khoảng 60% đến 80%⁴ so với điểm hòa vốn và chi phí lao động trực tiếp cao, chi phí cố định cao hoặc khi doanh nghiệp bị giới hạn về nguồn lực tài chính. Ông cho rằng chiến lược cắt giảm chi phí mang lại kết quả nhanh hơn so với chiến lược tạo ra doanh thu và chiến lược cắt giảm tài sản hoạt động. Chiến lược cắt giảm chi phí cũng được đề cập trong nghiên cứu của Hambrick và Schechter (1983), Slatter (1984), O'Neill (1986), John và cộng sự (1992), Robbins và Pearce II (1992), Asquith và cộng sự (1994), Denis và Kruse (2000). Trong đó, Hambrick và Schechter (1983) cho rằng các khoản mục sau đây cần cắt giảm: chi phí quản lý, chi phí R&D, chi phí marketing và các khoản chi phí không bắt buộc khác, điều chỉnh giảm các khoản phải thu và hàng tồn kho. O'Neill (1986) khi phân tích chiến lược cắt giảm để hồi phục các ngân hàng thương mại, cho thấy chiến lược cắt giảm chi phí liên quan đến chính sách cắt giảm chi phí hoạt động, kiểm soát chi phí tài chính và chi phí lãi vay và thu hẹp các chi nhánh của ngân hàng. Trong khi đó, Asquith và cộng sự (1994) cho thấy một trong các phương án để tránh rơi vào phá sản khi công ty đối diện với KQTC là cần cắt giảm chi tiêu vốn. Kết quả tìm thấy 83% các công ty trong mẫu nghiên cứu đã tiến hành cắt giảm chi tiêu vốn trước một năm xảy ra KQTC. Ngoài ra, cắt giảm giá vốn hàng bán (GVHB) cũng được xem là biện pháp cắt giảm chi phí khi công ty đối diện với khó khăn tài chính (Atanassov và Kim, 2009; Koh và cộng sự, 2015).

Các nghiên cứu sau này của John và cộng sự (1992), Asquith và cộng sự (1994), Kang và Shivdasani (1997), Denis và Kruse (2000), Sudarsanam và Lai (2001),

⁴ Tỷ lệ % ở đây chỉ mang tính tương đối và có thể khác nhau vì còn phụ thuộc vào ngành và doanh nghiệp.

Atanassov và Kim (2009), Koh và cộng sự (2015) bổ sung phương án *cắt giảm lao động* (lay offs) như là một trong các phương án của chiến lược TCT hoạt động. Chiến lược này thể hiện thông qua việc cắt giảm số lượng lao động làm việc tại công ty khi kết quả hoạt động doanh nghiệp bị thua lỗ sụt giảm đáng kể. Chẳng hạn, John và cộng sự (1992) khi điều tra ở 46 công ty thuộc 24 ngành công nghiệp đã tìm thấy khi các công ty có thu nhập bị âm đã thực hiện chính sách sa thải bớt lao động làm việc và số lượng lao động trung bình bị cắt giảm là 5.66% trong khoảng thời gian từ 1980 - 1987. Kang và Shivdasani (1997) khi so sánh chiến lược TCT hoạt động giữa hai nhóm doanh nghiệp trên thị trường Nhật Bản và Mỹ từ năm 1986 - 1990 khi các công ty rơi vào hoạt động suy thoái, nhóm tác giả tìm thấy cả hai nhóm công ty đều có xu hướng cắt giảm lao động làm việc tại công ty. Hơn nữa, tỷ lệ cắt giảm lao động ở các công ty Mỹ hầu hết là 15% liên tục trong hai năm, nhiều hơn so với tỷ lệ trung bình 4.7% ở các công ty Nhật. Nhóm tác giả cũng tìm thấy việc cắt giảm lao động ở các công ty Nhật Bản đã cải thiện đáng kể thu nhập hoạt động. Ngoài ra, các nghiên cứu khác còn cho thấy chiến lược TCT hoạt động còn thể hiện ở việc thu hẹp các đơn vị phân khúc bán hàng (O'Neill, 1986; John và cộng sự, 1992; Sudarsanam và Lai, 2001). Bài viết của Sudarsanam và Lai (2001) tìm thấy bằng chứng khi thực hiện giảm chi phí đầu vào và tối đa hóa nguồn thu, các công ty có khả năng tạo ra dòng tiền để cải thiện hiệu quả hoạt động, ít nhất là duy trì trong ngắn hạn.

(3) *Cắt giảm tài sản hoạt động* (Asset Reduction). Tác giả Hofer (1980) đề xuất nếu doanh số hiện tại của doanh nghiệp thấp hơn một phần ba điểm hòa vốn thì phương án duy nhất có thể thực hiện được đó là cắt giảm tài sản hoạt động, nhất là trong trường hợp công ty rơi vào tình trạng phá sản. Nguyên tắc của Hofer đưa ra chỉ giữ lại những tài sản khi doanh nghiệp xác định dự kiến sử dụng tài sản này thêm một đến hai năm nữa. Trừ khi việc phá sản đã được doanh nghiệp dự đoán trước, còn không việc bán tài sản doanh nghiệp phải hết sức thận trọng, không được vội vàng vì chính điều này có thể làm giảm giá bán tài sản và doanh nghiệp chỉ có thể nhận lại được khoảng 50% giá trị tài sản.

Từ các nghiên cứu Luận án tổng hợp được có thể thấy có nhiều phương án trong chiến lược TCT hoạt động được các tác giả trước đây đã nghiên cứu như: chiến lược gia tăng doanh thu, cắt giảm các khoản mục chi phí (như chi phí hoạt động; chi tiêu vốn; GVHB; chi phí R&D; giảm chi phí marketing) hoặc cắt giảm số lượng lao động để giảm chi phí, thu hẹp các đơn vị phân khúc bán hàng của công ty, hoặc gia tăng chi phí marketing để kích cầu doanh thu, cắt giảm tài sản hoạt động. Tuy nhiên, đây chỉ là các phương án chữa cháy tạm thời (fire-fighting) và khác với chiến lược TCT trong dài hạn là hướng đến duy trì lợi thế cạnh tranh và hiệu quả hoạt động công ty. Vì vậy, nếu chiến lược này không có sự phối hợp với các hình thức TCT khác thì không đủ phục hồi doanh nghiệp, hướng giải quyết này chỉ phù hợp trong ngắn hạn để tạo ra dòng tiền cho doanh nghiệp tức thời.

2.4.1.3. KQTC và chiến lược TCT tài sản

Chiến lược TCT tài sản (Asset Restructuring) đánh giá lại các tài sản hoặc các danh mục đầu tư không được sử dụng hoặc sử dụng nhưng không tạo ra hiệu quả thì cần được bán đi khi công ty rơi vào KQTC. Chiến lược TCT tài sản cũng được nghiên cứu trong các bài viết của Hambrick và Schechter (1983), Slatter (1984), John và cộng sự (1992), Robbins và Pearce II (1992, 1993), Asquith và cộng sự (1994), Brown và cộng sự (1994), Lang và cộng sự (1995), Kang và Shivdasani (1997), Denis và Kruse (2000), Sudarsanam và Lai (2001), Kam và cộng sự (2008), Atanassov và Kim (2009), Koh và cộng sự (2015).

Theo Asquith và cộng sự (1994) thì bán tài sản cũng là một phương án để TCT công ty nhằm tránh nguy cơ phá sản có thể xảy ra. Mở rộng hơn, chiến lược TCT tài sản xem xét lại các tài sản hoặc các danh mục đầu tư không được sử dụng hoặc không tạo ra hiệu quả lợi nhuận trong quá trình sử dụng nên cần được bán đi. Khi công ty bán các tài sản hoặc dự án không mang lại hiệu quả lợi nhuận hoặc không tạo ra giá trị cốt lõi cho doanh nghiệp là công ty đã thực hiện chiến lược TCT tài sản (Koh và cộng sự, 2015). Mục đích của việc bán bớt tài sản hay danh mục đầu tư không hiệu quả là để định hướng lại các tài sản cốt lõi hoặc các danh mục chủ đạo mang lại hiệu quả cho công ty, gia tăng sức cạnh tranh trên thị trường. Đây được xem là một trong

những phương án mà doanh nghiệp sử dụng để giải quyết KQTC. Nguồn tiền mặt có được từ việc bán bớt tài sản giúp giảm áp lực dòng tiền doanh nghiệp, được dùng để thanh toán bớt nợ vay hoặc có thể dùng để chi trả cổ tức cho cổ đông (hoặc mua lại cổ phần), hoặc tái đầu tư vào công ty với hy vọng những tài sản mới được tái đầu tư này sẽ không làm suy yếu lợi nhuận công ty.

Bên cạnh đó, TCT tài sản được Atanassov và Kim (2009) xem như là chiến lược mang lại giá trị tăng thêm cho công ty, không những mang lại nguồn vốn cho doanh nghiệp mà còn giúp chủ nợ kiểm soát tài sản (Brown và cộng sự, 1994). Bởi vì Brown và cộng sự (1994) cho rằng, khi KQTC xảy ra thì giá trị thanh khoản của những tài sản này có khả năng thấp hơn giá trị các khoản nợ của công ty. Các cổ đông thì ít có động cơ để bán tài sản để trả nợ bởi vì việc thanh toán các khoản nợ đã loại bỏ quyền chọn vốn cổ phần. Do đó các chủ nợ, đặc biệt là các chủ nợ cho vay ngắn hạn sẽ đóng vai trò quyết định thanh lý tài sản và giá trị thu được từ việc bán tài sản nên được sử dụng như thế nào. Do ảnh hưởng từ phía các chủ nợ từ quyết định thanh lý tài sản nên tác động từ việc định giá tài sản thanh lý ở công ty KQTC sẽ hoàn toàn khác với công ty không KQTC. Ở khía cạnh khác, Sudarsanam và Lai (2001) lập luận rằng chiến lược TCT tài sản bao gồm việc thoái vốn tài sản và thực hiện đầu tư tài sản.

Thoái vốn tài sản (asset divestment): Khi một công ty xảy ra KQTC thì việc cắt giảm tài sản được xem là việc bắt buộc nhằm phục hồi doanh nghiệp (Hofer, 1980; Slatter 1984; Robbins và Pearce II, 1992 & 1993; Asquith và cộng sự, 1994; Kang và Shivdasani, 1997; Denis và Kruse, 2000; Sudarsanam và Lai, 2001; Atanassov và Kim, 2009). Cắt giảm tài sản trong danh mục đầu tư bao gồm cả việc thoái vốn khỏi các công ty con, các chi nhánh, một số bộ phận trong công ty⁵. Tuy nhiên, những doanh nghiệp nhỏ thì khó sử dụng phương án này vì doanh nghiệp nhỏ không có các công ty con hay các chi nhánh. Mục tiêu của việc thoái vốn ở các công ty con, các chi nhánh hoặc các bộ phận trong công ty nhằm cắt giảm những tài sản không sinh lời, những tài sản không tham gia vào hoạt động cốt lõi của công ty. Kang và

⁵ Hình thức cắt giảm tài sản này khác với hình thức cắt giảm tài sản hoạt động (chiến lược tái cấu trúc hoạt động). Sudarsanam và Lai (2001) cũng nhận định rằng trong thực tế rất khó phân biệt giữa hai hình thức cắt giảm tài sản này.

Shivdasani (1997) nghiên cứu ở các công ty Mỹ và Nhật từ 1986 - 1990 nhận thấy việc cắt giảm tài sản ở các công ty Mỹ gấp 7 lần so với các công ty Nhật Bản và việc cắt giảm tài sản cải thiện đáng kể thu nhập hoạt động công ty ở Mỹ và Nhật Bản.

Đầu tư tài sản (Asset investment): Sudarsanam và Lai (2001) cho rằng đầu tư tài sản là bao gồm ở cấp độ đầu tư kinh doanh và cấp độ đầu tư doanh nghiệp, bao gồm cả việc tăng chi tiêu vốn cho doanh nghiệp hoặc mua lại các công ty khác (Acquisitions). Chi tiêu vốn được dùng để mua nhà cửa, trang thiết bị mới (Schendel và cộng sự, 1976) hoặc cải tiến quá trình hiện đại hóa bằng công nghệ thông tin và các thiết bị giám sát nhằm tăng tốc độ sản xuất, đáp ứng nhu cầu thị trường, cải thiện năng suất và giảm chi phí. Các khoản chi tiêu trên không mâu thuẫn với nhau mà bổ sung cho nhau nhằm mang lại thêm hiệu quả từ chiến lược TCT hoạt động đã được thực hiện trước đó. Các khoản chi tiêu này làm tăng thêm lợi thế cạnh tranh cho công ty, giúp công ty mở rộng sản lượng tiêu thụ, từ đó nâng cao lợi thế quy mô kinh tế cho doanh nghiệp. Có được điều này là vì chiến lược này liên quan đến dòng tiền ra của doanh nghiệp, nên công ty KQTC chỉ nên bổ sung khoản chi tiêu vốn khi doanh nghiệp chắc chắn điều này sẽ giúp mang lại hồi phục.

Ngoài ra công ty cũng có thể tìm kiếm cơ hội đầu tư bằng cách mua lại doanh nghiệp khác có cùng lĩnh vực kinh doanh cốt lõi và có tiềm năng lợi nhuận lâu dài. Schendel và cộng sự (1976) cho rằng chiến lược này phù hợp với công ty có chiến lược kinh doanh chưa thích hợp hoặc sản phẩm công ty đang ở giai đoạn bão hòa. Bài viết của Slatter (1984) cũng cho thấy các doanh nghiệp có kết quả tài chính không tốt nhưng chưa đến nỗi KQTC có thể dùng đến chiến lược mua lại để đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng. Sử dụng chiến lược mua lại có thể mang lại thành công và duy trì hiệu quả hoạt động nhưng cần được lựa chọn và quản lý cẩn thận.

Như vậy, các nghiên cứu trước đây cho thấy chiến lược TCT tài sản có thể đi theo hai hướng: Thoái vốn tài sản và đầu tư tài sản. Nhiều nghiên cứu tập trung vào phương án bán bớt các tài sản, các mảng đầu tư không mang lại hiệu quả. Vì điều này giúp doanh nghiệp giảm bớt các chi phí phát sinh liên quan, đồng thời có được nguồn thu tiền mặt từ việc bán tài sản hoặc danh mục đầu tư, làm giảm áp lực dòng tiền cho

doanh nghiệp, mặt khác giúp công ty định hướng lại các tài sản, danh mục đầu tư cốt lõi để tập trung đầu tư, phát huy sử dụng các tài sản, danh mục đầu tư được giữ lại để gia tăng tính cạnh tranh trên thị trường. Hướng đi này được xem là thoái vốn tài sản. Tuy nhiên, một số nghiên cứu phát triển thêm ở chiến lược đầu tư mới tài sản thông qua việc tăng các khoản chi tiêu vốn hoặc thực hiện mua lại doanh nghiệp.

2.4.1.4. KQTC và chiến lược TCT nguồn tài trợ

Chiến lược TCT nguồn tài trợ (Financial restructuring) là quá trình tổ chức, sắp xếp lại nguồn vốn để đáp ứng nhu cầu hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Sudarsanam và Lai (2001) xem chiến lược TCT nguồn tài trợ là việc cân nhắc lại cấu trúc vốn công ty để giảm bớt áp lực thanh toán tiền lãi và các khoản thanh toán từ nợ bằng các chiến lược thay thế giữa việc tài trợ bằng vốn cổ phần và tài trợ bằng nợ khi công ty xảy ra KQTC. Chiến lược này gồm hai chiến lược thành phần, đó là: chiến lược dựa vào vốn cổ phần và chiến lược dựa vào nợ.

Chiến lược TCT dựa vào vốn cổ phần (equity based strategy) bao gồm việc cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức, hoặc phát hành thêm vốn cổ phần. Các công ty KQTC có xu hướng cắt giảm hoặc không trả cổ tức do hạn chế về khả năng thanh khoản, ràng buộc điều khoản trả nợ trong các hợp đồng hoặc do công ty phải cân nhắc để cải thiện mối quan hệ với tổ chức lao động (DeAngelo và DeAngelo, 1990). Nhóm tác giả này còn 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. Các nghiên cứu của DeAngelo và DeAngelo (1990), John và cộng sự (1992), Sudarsanam và Lai (2001), Koh và cộng sự (2015) tìm thấy bằng chứng phần lớn các công ty khi đối diện với KQTC thực hiện nhanh chóng cắt giảm chi trả cổ tức. Ngoài ra, các công ty KQTC có thể gia tăng phát hành vốn cổ phần nhiều hơn so với các doanh nghiệp không KQTC do phải chịu áp lực từ phía các chủ nợ khi họ yêu cầu phải đảm bảo an toàn cho khoản nợ của họ. Do đó có thể thấy chiến lược TCT nguồn tài trợ dựa vào vốn cổ phần một mặt giảm áp lực thanh toán cho cổ đông và các chủ nợ, đồng thời thông qua việc phát hành vốn cổ phần để huy động thêm nguồn vốn nhằm cải thiện hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong giai đoạn khó khăn tài chính.

Trong khi đó, chiến lược TCT nguồn tài trợ dựa vào nợ (debt based strategy) liên quan đến việc cơ cấu lại khoản nợ của doanh nghiệp khi xảy ra KQTC. Gilson (1989, 1990) định nghĩa TCT nguồn tài trợ dựa vào nợ vay (debt restructuring) là sự thay thế nợ bằng một hợp đồng nợ mới hoặc hợp đồng nợ được điều chỉnh bởi một trong các điều khoản sau: giảm nợ gốc hoặc giảm tiền lãi; kéo dài thời gian thanh toán nợ; hoặc chuyển đổi giữa nợ và vốn cổ phần. Quan điểm của Slatter (1984) khi nghiên cứu các công ty ở Mỹ cho rằng chiến lược gia tăng vốn cổ phần hoặc phát hành nợ mới thường phổ biến hơn so với chiến lược thay đổi cấu trúc nợ hiện hữu. Trong khi đó, Kam và cộng sự (2008) khi nghiên cứu ở các công ty Trung Quốc cho rằng việc cơ cấu lại các khoản nợ là việc thay đổi mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính hiện hữu của doanh nghiệp. Chẳng hạn như miễn lãi suất, giảm lãi suất, nới rộng lãi suất, chuyển đổi các khoản nợ (tiếp nhận các khoản nợ mới) hoặc chuyển đổi giữa nợ và vốn cổ phần. Koh và cộng sự (2015) dựa trên giá trị nợ ròng của công ty khi nghiên cứu chiến lược TCT dựa trên nguồn tài trợ từ nợ của các công ty KQTC. Việc tăng sử dụng nợ không chỉ giúp công ty hưởng lợi từ lợi ích lá chắn thuế từ nợ mà còn là động lực để công ty sử dụng và đáp ứng nghĩa vụ thanh toán tài chính hiệu quả.

Từ các kết quả nghiên cứu trước, Luận án nhận thấy chiến lược tài trợ từ nợ vay và phát hành thêm vốn cổ phần đều hướng đến các nguồn tài trợ bên ngoài mà doanh nghiệp sử dụng để TCT nguồn tài chính. Trong khi đó, việc ngưng chi trả cổ tức hoặc cắt giảm cổ tức chi trả cho cổ đông hướng đến duy trì nguồn tài trợ nội bộ để không làm tổn kém thêm chi phí phát hành. Do đó, chiến lược TCT nguồn tài trợ có thể hướng đến các phương án: cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức, sử dụng nguồn tài trợ từ nợ vay hoặc phát hành thêm vốn cổ phần.

2.4.1.5. KQTC và chiến lược TCT từ thương vụ M&A

Các công trình trước đây của Schendel và cộng sự (1976); Slatter (1984); Sudarsanam và Lai (2001) xem việc mua lại doanh nghiệp khác (Acquisitions) là hình thức đầu tư mới của doanh nghiệp khi xảy ra KQTC, đôi khi nó được xem xét như là một trong phương án của chiến lược TCT tài sản. Trong khi đó Clark và Ofek (1994), Kam và cộng sự (2008) xem chiến lược M&A (Mergers and Acquisitions) như là

chiến lược độc lập để TCT doanh nghiệp. Bài viết của Gilson (1990), Kam và cộng sự (2008) khai thác khía cạnh thay đổi quyền sở hữu của cổ đông, quan tâm nhiều đến sự thay đổi quyền kiểm soát của cổ đông. Trong nghiên cứu này, bài viết trình bày phương án M&A như là một chiến lược TCT độc lập được doanh nghiệp sử dụng.

Nghiên cứu của Healy và cộng sự (1992) kiểm định hiệu quả hoạt động của 50 thương vụ M&A lớn nhất⁶ từ các công ty mua lại và công ty mục tiêu ngành công nghiệp tại Mỹ từ tháng 1/1979 - 6/1984. Hiệu quả hoạt động được đo lường bằng tỷ số dòng tiền hoạt động trước thuế trên tổng tài sản⁷. Nhóm tác giả tìm thấy tỷ suất sinh lợi dòng tiền hoạt động trước thuế của các công ty khi thực hiện M&A được cải thiện, kết quả có được là do hiệu suất sử dụng tài sản tăng lên. Nhóm tác giả này cũng tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa dòng tiền hoạt động của doanh nghiệp sau khi thực hiện M&A với tỷ suất sinh lợi bất thường của công ty trên TTCK khi có tuyên bố M&A. Kết quả còn cho thấy sau khi thực hiện giao dịch M&A, các công ty này vẫn không giảm các chi tiêu vốn, chi phí R&D vì họ xem các chi tiêu này là mục tiêu cho kế hoạch đầu tư dài hạn của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, không phải thương vụ M&A nào cũng mang lại thành công cho công ty mà đôi khi còn đem lại thất bại cho cả đôi bên. Chẳng hạn, Clark và Ofek (1994) nghiên cứu hiệu quả từ việc sử dụng chiến lược TCT từ các giao dịch M&A từ 38 thương vụ mua lại từ 1981 - 1988 ở các công ty KQTC. Nhóm tác giả tìm thấy các doanh nghiệp mua lại đều có kết quả hoạt động tiêu cực sau khi thực hiện M&A. Clark và Ofek (1994) cho rằng phần lớn các nguyên nhân sụt giảm hoạt động sau M&A đều xuất phát từ các yếu tố ngành. Theo nghiên cứu của Kam và cộng sự (2008) thì chiến lược TCT từ thương vụ M&A thể hiện ở sự thay đổi về quyền kiểm soát trong cổ đông⁸ và việc thực hiện M&A được xem là một trong các chiến lược TCT độc lập khi công ty xảy ra KQTC. Kam và cộng sự (2008) lập luận nguyên nhân cơ bản khiến TCT từ các thương vụ M&A được sử dụng khá phổ biến tại Trung Quốc

⁶ Điều kiện được chọn trong mẫu nghiên cứu: các công ty mục tiêu phải có phải có giá trị thị trường vốn cổ phần 1 năm là 43 tỷ USD trước khi thực hiện M&A.

⁷ Healy và cộng sự (1992) cho rằng tỷ số này đại diện cho lợi ích kinh tế thực sự mà tài sản tạo ra.

⁸ Ở Trung Quốc, cổ đông nắm quyền kiểm soát, là cổ đông lớn nhất, không nhất thiết phải sở hữu trên 50% vốn cổ phần

là do môi trường pháp lý, làn sóng mạnh mẽ từ dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), sự phát triển nhanh chóng của TTCK Trung Quốc và đặc điểm thể chế của Trung Quốc. Tại Trung Quốc, việc tuyên bố phá sản các doanh nghiệp nhà nước không phải là sự lựa chọn thích hợp cho chính phủ. Do vậy, chính phủ Trung Quốc tạo điều kiện cho các doanh nghiệp nhà nước có nguy cơ phá sản được tiến hành thực hiện M&A với các doanh nghiệp trong nước hoặc nước ngoài nhằm cơ cấu lại doanh nghiệp; nhiều nhất ở các ngành công nghiệp, bán lẻ và dịch vụ. Ngoài ra, với cơ chế chính sách của chính phủ Trung Quốc khuyến khích việc cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước, chính là động cơ và môi trường thuận lợi để các công ty trong nước và các công ty nước ngoài gia tăng thực hiện các thương vụ M&A nhằm mở rộng thị phần của mình ở thị trường rộng lớn với hơn một tỷ dân. Ngoài ra còn có một đặc điểm khác ở các thương vụ M&A tại Trung Quốc, đó là ở các doanh nghiệp có vốn sở hữu nhà nước thì các thương vụ M&A được tiến hành dưới sự điều phối của chính phủ mà không có bất kỳ khoản thanh toán nào (*M&A without payment*). Trong đó, cổ đông lớn kiểm soát là đại diện cho chính phủ ở công ty KQTC sẽ được chuyển lại quyền sở hữu kiểm soát cho cổ đông kiểm soát khác – là cơ quan khác cũng thuộc đại diện cho chính phủ. Như vậy, động cơ chính của thương vụ M&A này nhằm duy trì sự ổn định chính trị - xã hội hơn là mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận.

Chính vì vậy, các thương vụ M&A ở những trường hợp này không đem lại nguồn tài chính mới hoặc các trang bị kỹ thuật công nghệ mới. Kam và cộng sự (2008) tìm thấy TTCK phản ứng tích cực trước thông tin M&A ở các công ty KQTC không thuộc sở hữu nhà nước, nhưng lại phản ứng tiêu cực trước thông tin M&A ở các công ty KQTC thuộc sở hữu nhà nước. Thương vụ M&A chỉ làm nâng giá trị các doanh nghiệp không thuộc sở hữu nhà nước và các khoản thanh toán từ thương vụ M&A phải chi trả bằng tiền mặt. Ngược lại, các thương vụ M&A từ các doanh nghiệp thuộc sở hữu nhà nước được thực hiện thông qua chuyển giao quyền kiểm soát giữa các cơ quan chính phủ không làm gia tăng giá trị doanh nghiệp.

2.4.2. Các nghiên cứu về chiến lược TCT công ty KQTC và mối liên hệ với chu kỳ sống

Kết quả các nghiên cứu trước đây cho thấy các công ty thường có hành động ngay lập tức khi rơi vào KQTC thông qua việc thực hiện các chiến lược để TCT doanh nghiệp. Bên cạnh đó, công trình của Quinn và Cameron (1983), Miller và Friesen (1984), Gray và Ariss (1985), Pashley và Philippatos (1990), Adizes (2004) và gần đây nhất là Koh và cộng sự (2015) cho thấy có nhiều yếu tố ảnh hưởng đến việc lựa chọn các chiến lược TCT, cũng như khả năng hồi phục công ty sau KQTC. Trong đó, lý thuyết chu kỳ sống có ảnh hưởng đến việc lựa chọn giữa các chiến lược TCT của công ty. Các nghiên cứu trên cho thấy chiến lược TCT cần được lựa chọn một cách cẩn trọng vì còn phụ thuộc vào từng giai đoạn trong chu kỳ sống của công ty do có sự khác biệt về hoạt động, chiến lược tài chính, chiến lược tổ chức. Trong phần dưới đây, Luận án trình bày các nghiên cứu về các chiến lược TCT được doanh nghiệp KQTC sử dụng trong mối liên hệ với chu kỳ sống doanh nghiệp.

2.4.2.1. Chiến lược TCT nhân sự quản lý của công ty KQTC và mối liên hệ với chu kỳ sống

Theo lập luận của Miller và Friesen (1984) thì 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. Do đó, ở giai đoạn này công ty ít chịu áp lực bên ngoài để thay đổi nhân sự quản lý khi đối diện với KQTC. Nghĩa là các công ty ở giai đoạn khởi sự ít có xu hướng lựa chọn chiến lược TCT nhân sự quản lý khi KQTC. Tuy nhiên, ở các giai đoạn sau của chu kỳ sống thì cấu trúc sở hữu và cấu trúc hoạt động của công ty phức tạp hơn. Các giai đoạn sau đã dần có sự phân biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý, đồng thời cấu trúc vốn doanh nghiệp phức tạp hơn khi sử dụng nợ vay. Khi đó, nhà quản lý hiện tại có khả năng bị sa thải khi không đủ năng lực điều hành hoạt động và công ty phải tìm kiếm thay thế nhà quản lý mới trước sức ép từ các chủ nợ, các cổ đông bên ngoài để đảm bảo họ vẫn duy trì nguồn vốn hỗ trợ cho doanh nghiệp.

Nghiên cứu của Sudarsanam và Lai (2001) cũng cho thấy việc doanh nghiệp tiến hành TCT nhân sự quản lý được xem như là dấu hiệu tích cực đối với chủ nợ, nhà đầu tư cũng như nhân viên công ty với hy vọng kết quả hoạt động doanh nghiệp được

cải thiện, mặc dù nguyên nhân gây ra KQTC có thể nằm ngoài tầm kiểm soát của nhà quản lý. Bên cạnh đó, các nhà quản lý hiện tại thường cảm thấy khó khăn khi phải thay đổi thói quen quản lý của mình, do đó cần thiết phải thay đổi nhà quản lý mới để đổi mới hệ thống quản lý giúp công ty hồi phục sau KQTC. Như vậy, chiến lược TCT nhân sự cấp quản lý sẽ được công ty KQTC sử dụng nhiều hơn ở các giai đoạn sau của chu kỳ sống. Kang và Shivdasani (1997) tìm thấy mối quan hệ cùng chiều giữa việc thay thế nhà quản lý cấp cao với sự hiện diện của số lượng cổ đông bên ngoài và chủ nợ khi nghiên cứu nhóm các công ty Nhật Bản. Riêng ở giai đoạn suy thoái, Denis và Kruse (2000) đã tìm thấy 36% các công ty trong mẫu nghiên cứu đã thực hiện chiến lược thay thế nhân sự ở ban điều hành cấp cao ở giai đoạn này. Mặc dù vậy, Koh và cộng sự (2015) lại không tìm thấy bằng chứng về sự khác nhau ở từng giai đoạn chu kỳ sống đối với chiến lược TCT nhân sự quản lý ở các công ty KQTC trên TTCK Mỹ.

2.4.2.2. Chiến lược TCT tài sản của công ty KQTC và mối liên hệ với chu kỳ sống

Một số nghiên cứu cho rằng, các công ty còn non trẻ do bị giới hạn về quy mô sản xuất, ngành nghề và lĩnh vực kinh doanh nên sẽ ít thực hiện chiến lược TCT tài sản. Minh chứng cho nhận định này, Brown và cộng sự (1994) cho rằng ban đầu các cổ đông của công ty KQTC ít có động lực để bán tài sản vì cấu trúc sở hữu của công ty lúc này là cấu trúc sở hữu tập trung. Cấu trúc vốn ở giai đoạn đầu gần như không sử dụng nợ. Tuy nhiên ở các giai đoạn tăng trưởng, bão hòa, suy thoái khi mà cấu trúc vốn công ty có sử dụng nợ vay và có sự tách bạch dần giữa quyền sở hữu và quyền quản lý thì chiến lược này được sử dụng nhiều hơn bởi vì các chủ nợ sẽ gây áp lực lên doanh nghiệp để bán tài sản nhằm tạo ra dòng tiền để thanh toán khoản nợ đến hạn. Bài viết của Kang và Shivdasani (1997) tìm thấy xác suất của chiến lược TCT tài sản và cắt giảm lao động được các công ty ở Nhật sử dụng sẽ gia tăng khi có quyền sở hữu cổ phần của các cổ đông lớn bên ngoài và ngân hàng. Barker và Duhaime (1997) nghiên cứu mẫu các công ty sản xuất trong suốt 15 năm (1974 - 1988) cho rằng các công ty với quy mô càng lớn, càng đa dạng hóa trong lĩnh vực ngành nghề hoạt động thì khả năng thực hiện chiến lược TCT tài sản càng cao.

Ngoài ra, Bowman và Singh (1993) lập luận những công ty mà có ban giám đốc càng sở hữu nhiều vốn cổ phần của công ty thì càng hạn chế sử dụng chiến lược TCT danh mục. Tái cấu trúc danh mục được Bowman và Singh (1993) định nghĩa tương ứng với chiến lược TCT tài sản, bao gồm cả việc sáp nhập doanh nghiệp hoặc thoái vốn đầu tư. Điều này càng cho thấy những doanh nghiệp còn non trẻ ở giai đoạn đầu của chu kỳ sống với cấu trúc sở hữu tập trung sẽ ít tham gia vào chiến lược TCT tài sản. Các công ty ở giai đoạn khởi sự, tăng trưởng sẽ tập trung nhiều hơn vào việc mở rộng đầu tư thêm tài sản để mở rộng hoạt động kinh doanh. Do vậy, các công ty KQTC ở giai đoạn khởi sự, tăng trưởng sẽ cố gắng tìm kiếm các chiến lược TCT khác để duy trì tiềm năng tăng trưởng. Chiến lược TCT tài sản phù hợp hơn với công ty ở giai đoạn bão hòa khi mà cấu trúc vốn có sử dụng nợ nên chịu sức ép từ các chủ nợ. Sudarsanam và Lai (2001) dựa trên các lập luận của các nghiên cứu trước cho rằng phương thức sáp nhập doanh nghiệp và thoái vốn (chiến lược TCT tài sản) là các chiến lược khá phổ biến được lựa chọn nhằm mang lại hồi phục cho các công ty, ngoại trừ các công ty còn non trẻ. Đặc biệt, TCT tài sản là chiến lược quan trọng để phục hồi doanh nghiệp dành cho các công ty ở giai đoạn bão hòa hoặc suy thoái. Koh và cộng sự (2015) cũng tìm thấy bằng chứng các công ty KQTC ở giai đoạn bão hòa gia tăng sử dụng chiến lược TCT tài sản so với các giai đoạn còn lại.

2.4.2.3. Chiến lược TCT hoạt động của công ty KQTC và mối liên hệ với chu kỳ sống

Koh và cộng sự (2015) trên cơ sở tổng hợp các quan điểm và nghiên cứu thực nghiệm trước đây đã đưa ra nhận định rằng trong suốt quá trình xảy ra KQTC, các doanh nghiệp ở giai đoạn ban đầu như giai đoạn khởi sự hoặc tăng trưởng ít khả năng thực hiện chiến lược TCT nhân sự quản lý, TCT tài sản cũng như TCT nguồn tài trợ so với các công ty KQTC ở giai đoạn bão hòa, suy thoái. Nguyên nhân là do ở giai đoạn đầu chu kỳ sống, cấu trúc sở hữu và quyền lực mang tính tập trung, chi phí sử dụng vốn cao và công ty hạn chế đầu tư ngoài ngành. Đây chính là các yếu tố khiến các công ty KQTC ở giai đoạn khởi sự, tăng trưởng buộc phải thực hiện chiến lược TCT hoạt động, thông qua việc điều chỉnh lại GVHB theo xu thế cắt giảm, hoặc sa thải bớt lao động ở một số bộ phận không cần thiết hoặc không mang lại hiệu quả, cắt

giảm các khoản mục đầu tư ngoài ngành để giúp công ty vượt qua KQTC. Nhóm tác giả này tìm thấy các công ty KQTC ở giai đoạn khởi sự ít sử dụng phương án cắt giảm GVHB so với các giai đoạn KQTC còn lại. Trong khi đó, phương án cắt giảm lao động lại được các công ty KQTC dùng thường xuyên trong suốt các giai đoạn của chu kỳ sống. Nhưng nhóm tác giả không tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ giữa lý thuyết chu kỳ sống và KQTC ở phương án cắt giảm đầu tư. Mặc dù kết quả thực nghiệm của Koh và cộng sự (2015) khi xem xét về tính tương tác giữa KQTC với lý thuyết chu kỳ sống giữa các phương án trong chiến lược TCT hoạt động không nhất quán với nhau, nhưng cho thấy đây là điểm đáng lưu ý cho Luận án khi nghiên cứu ở các công ty Việt Nam. Kang và Shivdasani (1997) cũng tìm thấy xác suất doanh nghiệp cắt giảm lao động gia tăng khi có quyền sở hữu của các cổ đông lớn bên ngoài, tuy nhiên hướng nghiên cứu không đề cập đến cụ thể ở giai đoạn nào của chu kỳ sống.

2.4.2.4. Chiến lược TCT nguồn tài trợ của công ty KQTC và mối liên hệ với chu kỳ sống

Chiến lược TCT nguồn tài trợ là quá trình tổ chức, sắp xếp lại các nguồn vốn để đáp ứng quá trình hoạt động của công ty. Do hoạt động của công ty luôn có sự biến động qua từng giai đoạn phát triển trong chu kỳ sống nên các nguồn vốn được doanh nghiệp sử dụng cũng phải phù hợp với từng chặng đường phát triển của công ty. Sudarsanam và Lai (2001) lập luận các công ty lâu đời hơn thường dùng chiến lược TCT nguồn tài trợ từ nợ sẽ mang đến hiệu quả nhiều hơn so với các công ty còn non trẻ, mới thành lập. Nghiên cứu của Mueller (1972) cho rằng những công ty còn non trẻ không chắc chắn về hiệu quả mang lại từ những ý tưởng mới cũng như sản phẩm mới của họ trên thị trường. Bên cạnh đó, nhà đầu tư cũng e ngại về uy tín, khả năng thanh khoản thấp và rủi ro khi đầu tư vốn vào các công ty ở các giai đoạn khởi đầu. Chính điều này đã gây khó khăn cho công ty trong quá trình huy động nguồn vốn bên ngoài, như: huy động từ nợ vay hoặc phát hành thêm vốn cổ phần. Do đó, các công ty khởi sự sẽ ít dùng chiến lược TCT nguồn tài trợ từ nợ cũng như ít có khả năng phát hành thêm vốn cổ phần ra thị trường để giải quyết KQTC. Phần lớn các nguồn vốn của các công ty ở giai đoạn khởi sự là vốn đầu tư mạo hiểm.

Công trình của Asquith và cộng sự (1994) cũng cho thấy, các ngân hàng nhiều khả năng giảm điều kiện ràng buộc tín dụng cho những công ty ở giai đoạn bão hòa vì họ đã khẳng định vị thế trên thị trường cũng như có lịch sử tín dụng thanh toán tốt. Chính vì vậy, những công ty ngày càng trưởng thành sẽ có lợi thế khi huy động nguồn vốn bên ngoài. Điều này cũng được củng cố ở bài viết của Bulan và Yan (2009) khi nghiên cứu việc sử dụng nguồn tài trợ của công ty trong mối quan hệ với chu kỳ sống dưới góc độ của lý thuyết trật tự phân hạng. Ở nghiên cứu này, Bulan và Yan (2009) phân loại chu kỳ sống thành hai giai đoạn: giai đoạn tăng trưởng và bão hòa. Kết quả cho thấy các công ty ở giai đoạn bão hòa sử dụng chiến lược TCT nguồn tài trợ nhiều hơn bằng việc gia tăng sử dụng nợ trong cấu trúc vốn. Điều này cho thấy, các công ty còn non trẻ ít có khả năng sử dụng chiến lược TCT nguồn tài trợ từ nợ cũng như ít có khả năng phát hành thêm vốn cổ phần so với các công ty ở giai đoạn còn lại.

Bên cạnh đó mức độ chi trả cổ tức cũng phụ thuộc vào chu kỳ sống công ty. Mueller (1972) lập luận ở giai đoạn đầu với quá trình tăng trưởng nhanh, các cổ đông muốn giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư. Điều này cho thấy các công ty còn trẻ sẽ chi trả cổ tức rất thấp bởi vì nguồn thu nhập giữ lại (nếu có) sẽ được phân bổ vào các cơ hội đầu tư mới, giúp mở rộng doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp suy giảm, chính sách chi trả cổ tức sẽ gia tăng cho các cổ đông. DeAngelo và DeAngelo (1990) khi nghiên cứu chính sách trả cổ tức của công ty từ năm 1980-1985 khi xảy ra KQTC đã tìm thấy bằng chứng các công ty có xu hướng ngưng chi trả cổ tức, hoặc cắt giảm cổ tức trả cho cổ đông khi xảy ra KQTC do hạn chế khả năng thanh khoản. Koh và cộng sự (2015) nghiên cứu các công ty Mỹ từ năm 1995 - 2013 cho thấy phương án cắt giảm cổ tức được các công ty KQTC sử dụng nhiều hơn ở giai đoạn suy thoái của chu kỳ sống để duy trì nguồn tài trợ nội bộ cho công ty. Ngoài ra, nhóm tác giả này cũng tìm thấy công ty KQTC ở giai đoạn khởi sự ít sử dụng phương án tài trợ từ nợ so với các công ty KQTC ở các giai đoạn còn lại. Trong khi đó, các công ty KQTC lại hạn chế phát hành thêm vốn cổ phần ở giai đoạn bão hòa.

2.4.2.5. Chiến lược TCT từ thương vụ M&A của công ty KQTC và mối liên hệ với chu kỳ sống

Nghiên cứu của Healy và cộng sự (1992), Clark và Ofek (1994), Sudarsanam và Lai (2001), Kam và cộng sự (2008) tìm thấy bằng chứng cho việc các công ty khi xảy ra KQTC thường có xu hướng thực hiện chiến lược M&A với một doanh nghiệp khác. Healy và cộng sự (1992) cũng tìm thấy phần lớn kết quả từ các thương vụ M&A trong mẫu nghiên cứu của hai ông đều mang lại những thành công nhất định, cải thiện tỷ số dòng tiền hoạt động trên tổng tài sản của công ty so với các doanh nghiệp cùng ngành. Tuy nhiên, không phải tất cả thương vụ M&A đều mang lại thành công cho cả đôi bên, điển hình là nghiên cứu của Clark và cộng sự (1994) trong 38 thương vụ M&A được nhóm tác giả nghiên cứu, chỉ có 9 trong 38 thương vụ M&A là mang lại hiệu quả, 20 trong 38 thương vụ M&A không giúp doanh nghiệp phục hồi sau KQTC, còn 9 trong 38 thương vụ M&A còn lại ở mức gần chạm đến thành công. Một điểm nhận thấy ở các nghiên cứu chiến lược TCT từ hoạt động M&A đến nay là chưa xem xét đến mối liên hệ với lý thuyết chu kỳ sống doanh nghiệp. Bên cạnh đó, các nghiên cứu này hầu hết được thực hiện trong điều kiện các nền kinh tế thị trường lớn, phát triển lâu đời, có thị trường tài chính lành mạnh hơn rất nhiều so với nền kinh tế tại Việt Nam. Trong khi đó hoạt động M&A tại Việt Nam chỉ được thực hiện vào khoảng năm 2000. Ngoài ra tại Việt Nam, hoạt động M&A được điều chỉnh ít nhiều bởi các văn bản pháp luật khác nhau (Bộ Luật dân sự 2015, Luật Đầu tư 2014, Luật Doanh nghiệp 2014, Luật cạnh tranh 2004).

Từ những nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới được Luận án tổng hợp và phân tích ở phần 2.4, đề tài nhận thấy rằng mặc dù các nghiên cứu về KQTC và chiến lược TCT đã được thực hiện trên thế giới. Tuy nhiên vẫn còn rất ít các nghiên cứu đưa yếu tố chu kỳ sống cùng phân tích với KQTC và TCT để phân tích khác biệt của từng giai đoạn chu kỳ sống ảnh hưởng đến việc lựa chọn các chiến lược TCT của doanh nghiệp. Nghiên cứu gần đây nhất của Koh và cộng sự (2015) đã khai thác chủ đề này khi kết hợp và phân tích các chiến lược TCT khi doanh nghiệp xảy ra KQTC trong mối quan hệ với chu kỳ sống ở mẫu các công ty trên TTCK Mỹ. Kết quả thực

nghiệm cho thấy chu kỳ sống có ảnh hưởng đến chiến lược TCT nhưng không phải ở tất cả các chiến lược TCT. Ngoài ra, Koh và cộng sự (2015) chưa khai thác các thương vụ M&A như là một chiến lược TCT công ty.

2.4.3. Khả năng hồi phục của doanh nghiệp từ các chiến lược TCT

Nhiều nghiên cứu trước đây không chỉ xem xét các chiến lược TCT được các công ty sử dụng khi xảy ra KQTC, mà còn phân tích khả năng hồi phục từ các chiến lược TCT. Hofer (1980) cho rằng thay đổi nhân sự quản lý là điều kiện tiên quyết đảm bảo sự phục hồi thành công cho doanh nghiệp. Hambrick và Schechter (1983) nghiên cứu dữ liệu từ 260 công ty ở giai đoạn bão hòa (nhóm tác giả xem các công ty ở giai đoạn bão hòa là công ty có mức tăng trưởng hàng năm dưới 10% so với ngành và hầu hết các khách hàng tiềm năng đều hiểu sản phẩm của công ty, và công ty này có nhiều đối thủ cạnh tranh nổi tiếng). Kết quả của Hambrick và Schechter (1983) tìm thấy 3 nhóm chiến lược TCT phổ biến mang lại thành công cho doanh nghiệp, đó là: TCT tài sản và chi phí (thông qua việc kết hợp cắt giảm chi phí marketing, chi phí R&D, cắt giảm các khoản phải thu và hàng tồn kho); sử dụng chiến lược sàng lọc sản phẩm và thị trường (chỉ tập trung vào những khu vực tạo ra khả năng sinh lợi cho doanh nghiệp nhiều nhất); chiến lược gia tăng hiệu suất lao động của người lao động giúp mang lại thành công, cải thiện tình hình hoạt động cho công ty.

Moulton và Thomas (1993) khi nghiên cứu ở 73 công ty tuyên bố phá sản theo Luật phá sản Mỹ, thời gian nghiên cứu từ 1980 - 1986 đã tìm thấy quy mô công ty có ảnh hưởng lớn đến việc phục hồi doanh nghiệp khi sử dụng chiến lược TCT. Các tác giả cho rằng những công ty lớn với nhiều tài sản đa dạng, nhiều lĩnh vực kinh doanh có nhiều khả năng thực hiện thành công các chiến lược TCT vì doanh nghiệp này có thể tồn tại trước các khoản thua lỗ, có nhiều mảng kinh doanh hơn, có đủ tài sản để có thể bán bớt nhằm tạo ra nguồn tiền mặt để duy trì tiếp tục hoạt động công ty.

Ở nghiên cứu khác của Barker và Duhaim (1997) đã kiểm định mức độ thay đổi các chiến lược của các công ty khi có sự suy giảm hoạt động và việc phục hồi thành công từ các doanh nghiệp này. Mẫu nghiên cứu của nhóm tác giả từ các doanh nghiệp nhóm ngành sản xuất trên TTCK Mỹ trong giai đoạn từ 1974-1988. Nhóm tác

giả lập luận rằng việc phục hồi doanh nghiệp hiệu quả phụ thuộc vào khả năng thay đổi về chiến lược, về cấu trúc và thay đổi về tư duy làm việc thay vì hướng đến việc TCT được dựa trên hiệu quả mang lại trong ngắn hạn hoặc dựa trên chiến thuật cắt giảm chi phí. Hai tác giả tìm thấy các kết quả mang lại hiệu quả ở các chiến lược TCT đến từ việc thay đổi chiến lược để phù hợp hơn với nhu cầu của thị trường và cũng như phù hợp với môi trường cạnh tranh cho doanh nghiệp. Trong khi đó, Kang và Shivdasani (1997) tìm thấy chiến lược TCT từ việc cắt giảm lao động ở các công ty Nhật Bản giúp cải thiện hoạt động công ty trong khoảng thời gian từ 1986 - 1990.

Denis và Kruse (2000) từ mẫu dữ liệu 350 công ty trên TTCK Mỹ trong khoảng thời gian từ 1985 – 1992 đã nghiên cứu việc phục hồi từ các chiến lược TCT khi doanh nghiệp có sự sụt giảm hiệu quả hoạt động. Nhóm tác giả tìm thấy chiến lược TCT tài sản mang lại hiệu quả giúp cải thiện tình hình hoạt động doanh nghiệp và giá cổ phiếu trên TTCK phản ứng tích cực trước việc công ty lựa chọn chiến lược TCT này. Ngược lại việc cắt giảm chi phí, sa thải lao động không mang lại hiệu quả cho công ty.

Ở một nghiên cứu khác, Sudarsanam và Lai (2001) đã so sánh các chiến lược TCT giữa hai nhóm công ty: nhóm công ty phục hồi sau KQTC và nhóm công ty không phục hồi từ mẫu 166 công ty KQTC tại Anh từ 1985 -1993, từ đó đánh giá hiệu quả từ các chiến lược TCT doanh nghiệp. Kết quả tìm thấy những công ty phục hồi sau KQTC tập trung nhiều vào các chiến lược TCT nhằm phát triển, mở rộng thị trường bên ngoài như: đầu tư mới và thực hiện các giao dịch mua lại doanh nghiệp khác. Trong khi những doanh nghiệp chưa phục hồi sử dụng nhiều các chiến lược TCT như: cắt giảm cổ tức nhiều hơn, phát hành thêm nợ nhưng chỉ thực hiện các phương án này mang tính chữa cháy kịp thời. Điều này cho thấy những doanh nghiệp phục hồi vượt qua KQTC là những doanh nghiệp có tầm nhìn xa, quy mô lớn hơn và chú trọng vào thị trường bên ngoài. Trong khi đó, các công ty không phục hồi tập trung vào nội bộ doanh nghiệp nhiều hơn, và sử dụng các kỹ thuật chữa cháy tạm thời xuất phát từ việc TCT hoạt động và TCT nguồn tài trợ.

Morrow và cộng sự (2007) nghiên cứu 178 công ty thuộc nhóm ngành sản xuất trên TTCK Mỹ, thời gian nghiên cứu từ 1982 -1994. Điểm đặc biệt trong mẫu nghiên

cứu là các công ty chỉ sản xuất đơn ngành nhằm hạn chế phương sai của sai số từ các yếu tố ngoại sinh, gia tăng độ chính xác của kết quả nghiên cứu. Từ kết quả đạt được, Morrow và cộng sự (2007) cho rằng các chiến lược TCT giúp phục hồi doanh nghiệp là các chiến lược mà cần có sự kết hợp giữa các nguồn lực hiện có của doanh nghiệp hoặc khi yêu cầu các nguồn lực mới thì chúng phải được đảm bảo là có giá trị và khó bị bắt chước để tạo ra sản phẩm, quy trình hay công nghệ mới.

Điểm giống nhau ở hầu hết các nghiên cứu được trình bày là các tác giả bài viết không khai thác việc phục hồi công ty từ các chiến lược TCT trong mối liên hệ với chu kỳ sống. Tuy nhiên, bài viết của Gopinath (1991) đã phân tích các công ty ở giai đoạn suy thoái và việc sử dụng các chiến lược TCT để phục hồi doanh nghiệp ở giai đoạn này. Gopinath (1991) tìm thấy việc lựa chọn và thay đổi CEO trong bộ máy điều hành đóng vai trò quyết định cho sự thành công trong quá trình TCT doanh nghiệp, giúp doanh nghiệp vượt qua được giai đoạn khó khăn KQTC. Tuy nhiên, nghiên cứu của Gopinath (1991) chỉ xem xét các công ty ở giai đoạn suy thoái.

Gần đây nhất, công trình của Koh và cộng sự (2015) đã chứng minh cho thấy nhờ sử dụng phương án cắt giảm hoạt động đầu tư, cắt giảm cổ tức chi trả đã giúp doanh nghiệp phục hồi sau KQTC. Ngược lại, chiến lược TCT nguồn tài trợ từ việc sử dụng nợ lại không mang lại hiệu quả cho doanh nghiệp. Mặc dù Koh và cộng sự (2015) có nghiên cứu kết hợp giữa các chiến lược TCT với lý thuyết chu kỳ sống, nhưng kết quả của nhóm tác giả chưa tìm thấy đủ bằng chứng về mối liên hệ giữa khả năng phục hồi từ các chiến lược TCT với chu kỳ sống công ty. Điều này làm hạn chế phần nào kết quả nghiên cứu. Tuy nhiên, Koh và cộng sự (2015) cho thấy yếu tố cơ hội tăng trưởng công ty, biến động rủi ro và tỷ suất sinh lợi cổ phiếu trên thị trường là các yếu tố ảnh hưởng đến khả năng hồi phục của các công ty KQTC. Từ tổng hợp các nghiên cứu trước đây, đề tài nhận thấy rằng không phải tất cả các chiến lược TCT mà công ty KQTC sử dụng đều mang lại hồi phục doanh nghiệp.

2.5. Khoảng trống nghiên cứu

Bằng việc lược khảo hệ thống khung lý thuyết về KQTC; chu kỳ sống công ty; tái cấu trúc (TCT); mối liên hệ giữa KQTC, chu kỳ sống và các chiến lược TCT

doanh nghiệp, tổng quan tình hình nghiên cứu trong và ngoài nước về các vấn đề có liên quan đến chủ đề nghiên cứu. Luận án nhận thấy chủ đề nghiên cứu về ảnh hưởng của KQTC đến chiến lược TCT doanh nghiệp trong mối liên hệ với chu kỳ sống còn hạn chế, ít được nghiên cứu. Đến thời điểm hiện nay, có khá nhiều nghiên cứu xem xét chiến lược TCT khi công ty xảy ra KQTC nhưng lại được thực hiện tại các quốc gia có nền kinh tế phát triển, nhiều nhất là tại Mỹ. Tuy nhiên, rất ít nghiên cứu phối hợp đưa lý thuyết chu kỳ sống vào mô hình thực nghiệm để phân tích cùng với KQTC và chiến lược TCT doanh nghiệp. Gần đây nhất là nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015) đã kết hợp phân tích chiến lược TCT của các công ty khi rơi vào tình trạng KQTC. Tuy nhiên, Koh và cộng sự (2015) thực hiện ở mẫu các công ty trên TTCK Mỹ; và nhóm tác giả này chưa khai thác chiến lược TCT từ các thương vụ M&A.

Riêng ở Việt Nam, hầu như chưa có nghiên cứu chuyên sâu nào khai thác mối liên hệ giữa KQTC, chu kỳ sống và chiến lược TCT doanh nghiệp. Luận án nhận thấy các mảng nghiên cứu về KQTC hoặc TCT mang tính độc lập và riêng biệt. Mảng KQTC được nhiều nghiên cứu khai thác theo hướng phát triển các yếu tố để xây dựng các mô hình xác định KQTC công ty (Lâm Chí Dũng và Phan Đình Anh, 2009; Lê Đạt Chí và Lê Tuấn Anh, 2012; Phan Đình Anh và Nguyễn Hòa Nhân, 2013; Phù Kim Yên và Nguyễn Mạnh Hiệp, 2014; Nguyễn Thị Cành và Phạm Chí Khoa, 2014; Trần Thị Hải Lý và cộng sự, 2014; Lê Đạt Chí và Phạm Hoàng Chiến, 2016; Huỳnh Thị Cẩm Hà và cộng sự, 2017; Trần Quang Thành Công và Quách Doanh Nghiệp, 2017; Phạm Thị Hồng Vân, 2018). Trong khi đó, một số nghiên cứu tập trung vào hành vi phản ứng của doanh nghiệp khi xảy ra KQTC, như khai thác việc tránh thuế thu nhập doanh nghiệp (Huỳnh Thị Cẩm Hà và cộng sự, 2016) hay việc điều chỉnh lợi nhuận doanh nghiệp (Võ Văn Nhị và Hoàng Cẩm Trang, 2013). Chưa có nghiên cứu cụ thể khai thác mối liên hệ giữa các chiến lược TCT doanh nghiệp và KQTC.

Về mảng TCT, nhiều nghiên cứu tập trung nhiều vào TCT hệ thống ngân hàng Việt Nam (Vũ Văn Thực, 2013; Nguyễn Quỳnh Hoa, 2014; Lê Thanh Tâm, 2014; Trần Hoàng Ngân và cộng sự, 2015; Hà Thị Thiệu Dao, 2015). Ở mảng TCT doanh nghiệp, nghiên cứu của Sử Đình Thành và cộng sự (2016) tập trung vào hướng phân

tích các yếu tố tác động đến việc TCT tài sản và tác động của TCT tài sản đến hiệu quả hoạt động công ty. Tuy nhiên, Sử Đình Thành và cộng sự (2016) chỉ tập trung ở khía cạnh TCT tài sản, và các tác giả không nghiên cứu trong mối liên hệ với chu kỳ sống doanh nghiệp và KQTC. Bài viết của Đỗ Tiên Long (2013) đề cập đến tái cơ cấu doanh nghiệp ở Việt Nam, tuy nhiên hướng phân tích này được trình bày dưới dạng lý luận, không phải là bằng chứng thực nghiệm. Trong khi đó bài viết về chu kỳ sống cũng được trình bày dưới dạng lý luận, không phải là bằng chứng thực nghiệm.

Cho đến thời điểm hiện nay tại Việt Nam, bài viết chưa tìm thấy nghiên cứu toàn diện chính thức về ảnh hưởng của KQTC đến chiến lược TCT doanh nghiệp trong mối liên hệ với chu kỳ sống. Vấn đề nghiên cứu này lại hết sức cần thiết cho các doanh nghiệp Việt Nam trong bối cảnh cạnh tranh rất lớn từ các đối thủ trong và ngoài nước, khi mà xu thế hội nhập sâu rộng đã tạo ra nhiều cơ hội nhưng đồng thời cũng đưa đến những thách thức, khó khăn rất lớn cho chính bản thân doanh nghiệp. Do vậy, nếu KQTC và các chiến lược TCT được tác giả nghiên cứu sâu tại Việt Nam, phối hợp với lý thuyết chu kỳ sống sẽ cung cấp bằng chứng thực nghiệm, cơ sở khoa học cho nhà quản trị tài chính công ty. Trên cơ sở kết quả đạt được, Luận án đưa ra ý kiến đề xuất nhằm nâng cao chất lượng quản trị tài chính cho các công ty Việt Nam.

Việc thực hiện nghiên cứu chuyên sâu thông qua kết quả của Luận án sẽ lấp đầy khoảng trống nghiên cứu về chủ đề này khi trong bối cảnh hầu hết các nghiên cứu trước đây chỉ khai thác ở các góc độ riêng biệt về KQTC, chu kỳ sống và chiến lược TCT doanh nghiệp; ít các nghiên cứu trên thế giới và cả ở Việt Nam đưa yếu tố chu kỳ sống cùng phân tích với mối liên hệ giữa KQTC và chiến lược TCT. Hơn nữa đến thời điểm hiện nay, vẫn chưa có các nghiên cứu trên thế giới khai thác việc thực hiện thương vụ M&A như là chiến lược TCT khi nghiên cứu với KQTC và chu kỳ sống doanh nghiệp. Thông qua nghiên cứu dữ liệu của các công ty Việt Nam, đề tài lần đầu tiên bổ sung nghiên cứu thương vụ M&A như là một chiến lược TCT độc lập.

Từ khoảng trống nghiên cứu, mục tiêu của bài viết nghiên cứu ảnh hưởng của KQTC đến các chiến lược TCT doanh nghiệp trong mối liên hệ với chu kỳ sống; và

nghiên cứu khả năng phục hồi của các công ty KQTC từ các chiến lược TCT. Từ mục tiêu nghiên cứu chính, Luận án làm rõ các mục tiêu cụ thể:

- Nghiên cứu ảnh hưởng của KQTC đến các chiến lược TCT của các công ty Việt Nam;
- Nghiên cứu các chiến lược TCT được doanh nghiệp KQTC sử dụng trong mối liên hệ với chu kỳ sống doanh nghiệp.
- Nghiên cứu khả năng hồi phục cho các công ty KQTC từ việc sử dụng các chiến lược TCT.

Để làm rõ mục tiêu nghiên cứu, Luận án hướng đến trả lời các câu hỏi nghiên cứu:

1. KQTC có tác động đến chiến lược TCT mà công ty Việt Nam sử dụng hay không?
2. Các chiến lược TCT được công ty KQTC sử dụng như thế nào trong mối liên hệ với chu kỳ sống doanh nghiệp Việt Nam?
3. Các chiến lược TCT có mang lại hồi phục cho các công ty KQTC hay không?

Kết luận chương 2

Chương 2 tập trung nghiên cứu lý thuyết chu kỳ sống, KQTC, TCT và các hướng nghiên cứu giữa KQTC, chiến lược TCT và các giai đoạn trong chu kỳ sống doanh nghiệp. Ý tưởng cốt lõi của lý thuyết chu kỳ sống cho rằng một công ty sẽ trải qua các giai đoạn từ lúc ra đời đến khi kết thúc hoạt động; và ứng với mỗi giai đoạn, doanh nghiệp có đặc điểm, cấu trúc hoạt động và cấu trúc tài chính là khác nhau. Phần lớn các nghiên cứu đều hướng đến 4 giai đoạn cơ bản trong chu kỳ sống: bắt đầu từ giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, bão hòa và kết thúc là giai đoạn suy thoái. Tuy nhiên, không phải công ty nào cũng tuần tự trải qua các giai đoạn (Greiner, 1972 và 1998; Miller và Friesen, 1983 và 1984). Bài viết cũng trình bày chi tiết về KQTC, TCT doanh nghiệp. Trên cơ sở các lý thuyết, Luận án cung cấp các nghiên cứu thực nghiệm liên quan. Số lượng nghiên cứu trên thế giới về chủ đề kết hợp này không nhiều. Thực tế cho thấy thời gian qua tại Việt Nam chưa có nghiên cứu chính thức nào khai thác mối liên hệ giữa KQTC, chu kỳ sống và các chiến lược TCT doanh nghiệp. Khoảng trống nghiên cứu tạo động lực cho tác giả thực hiện nghiên cứu này.

CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU VÀ DỮ LIỆU

Giới thiệu chương 3

Mục tiêu bài viết nghiên cứu ảnh hưởng của KQTC đến các chiến lược TCT doanh nghiệp trong mối liên hệ với chu kỳ sống; và nghiên cứu khả năng phục hồi của các công ty KQTC từ các chiến lược TCT. Trong chương 3, Luận án tập trung trình bày giả thuyết nghiên cứu, mô hình nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu, cơ sở dữ liệu nghiên cứu xuất phát từ mục tiêu nghiên cứu, phạm vi nghiên cứu, đối tượng nghiên cứu và các câu hỏi nghiên cứu của Luận án. Dựa trên các nghiên cứu trước, Luận án xây dựng giả thuyết nghiên cứu cho vấn đề nghiên cứu tại các công ty Việt Nam. Để nghiên cứu ảnh hưởng của KQTC đến chiến lược TCT doanh nghiệp trong mối liên hệ với chu kỳ sống; trước hết bài viết cần xác định tình trạng KQTC của công ty, các giai đoạn trong chu kỳ sống và các chiến lược TCT doanh nghiệp. Các chiến lược TCT được Luận án sử dụng, gồm: TCT nhân sự quản lý, TCT từ thương vụ M&A, TCT hoạt động, TCT tài sản, và cuối cùng là TCT nguồn tài trợ. Sau đó, Luận án nghiên cứu khả năng hồi phục công ty sau KQTC từ các chiến lược TCT.

3.1. Giả thuyết nghiên cứu

Để thực hiện mục tiêu và trả lời các câu hỏi nghiên cứu ở mẫu khảo sát là các công ty Việt Nam; trong phần này, bài viết xây dựng các giả thuyết nghiên cứu về mối liên hệ giữa KQTC, các chiến lược TCT, chu kỳ sống doanh nghiệp. Ngoài ra, giả thuyết nghiên cứu cũng được xây dựng cho mối liên hệ giữa việc phục hồi công ty và các chiến lược TCT.

Giả thuyết của Jensen (1989) và các nghiên cứu ở mục 2.4.1 cho thấy khi xảy ra KQTC, các công ty thực hiện các chiến lược TCT với mong muốn cải thiện tình hình hoạt động công ty. Phần lớn các nghiên cứu trước đây hướng đến các chiến lược TCT nhân sự quản lý, TCT hoạt động, TCT tài sản, TCT nguồn tài trợ, TCT từ các thương vụ M&A. Và đặc biệt là nghiên cứu của Kam và cộng sự (2008) được thực hiện trên một thị trường có nhiều điểm tương đồng với Việt Nam là Trung Quốc cũng cho thấy xu thế TCT doanh nghiệp là điều tất yếu của các công ty khi xảy ra KQTC. Một số nghiên cứu tại Việt Nam cũng cho thấy các hành vi điều chỉnh lợi nhuận (Võ

Văn Nhị và Hoàng Cẩm Trang, 2013), hoặc khai thác việc tránh thuế thu nhập doanh nghiệp (Huỳnh Thị Cẩm Hà và cộng sự, 2016) khi xảy ra KQTC. Đây là những hành động cho thấy động thái phản ứng của doanh nghiệp nhằm giúp công ty giảm bớt áp lực về tài chính. Không doanh nghiệp nào mong muốn điều tồi tệ xảy ra cho mình. Tại Việt Nam, bản thân luật phá sản 2014 ở chương 7 cũng tạo điều kiện cho những doanh nghiệp mất khả năng thanh toán xây dựng các phương án để phục hồi kinh doanh. Từ lý thuyết và các kết quả nghiên cứu thực nghiệm trước đây, khi nghiên cứu mẫu các công ty Việt Nam, Luận án kỳ vọng các doanh nghiệp Việt Nam khi xảy ra KQTC sẽ gia tăng thực hiện chiến lược TCT. Nghĩa là ở điều kiện các yếu tố khác không đổi, KQTC có ảnh hưởng cùng chiều đến chiến lược TCT doanh nghiệp. Giả thuyết nghiên cứu H1 được xây dựng là:

Giả thuyết H1: Ở điều kiện các yếu tố khác không đổi, KQTC thúc đẩy doanh nghiệp Việt Nam gia tăng thực hiện chiến lược TCT.

Giả thuyết H1 giúp trả lời câu hỏi thứ 1 của đề tài. Các chiến lược TCT được nghiên cứu là: TCT nhân sự quản lý, TCT từ thương vụ M&A, TCT hoạt động, TCT tài sản, và TCT nguồn tài trợ.

Bên cạnh đó, KQTC có thể xảy ra ở các giai đoạn trong chu kỳ sống của công ty và các kết quả nghiên cứu ở chương 2 cho thấy khi đối diện với tình trạng KQTC, các công ty luôn cố gắng tìm các phương án cụ thể để TCT doanh nghiệp và sự tác động của yếu tố chu kỳ sống có ý nghĩa nhất định trong việc lựa chọn các phương án để TCT doanh nghiệp. Tại Việt Nam, theo sự tìm hiểu của tác giả thì chưa có các công trình chính thức nghiên cứu về mối liên hệ giữa KQTC, chiến lược TCT và chu kỳ sống. Tuy nhiên, việc dựa trên nền tảng lý thuyết về chu kỳ sống, KQTC, TCT doanh nghiệp; cũng như các nghiên cứu thực nghiệm được thực hiện ở các nước có nền kinh phát triển và gần đây nhất của Koh và cộng sự (2015) được trình bày trong chương 2 giúp bài viết đưa ra kỳ vọng khi nghiên cứu tại Việt Nam. Giả thuyết H2 được đặt ra dựa trên kỳ vọng việc sử dụng chiến lược TCT của các công ty KQTC có mối liên hệ với chu kỳ sống của doanh nghiệp Việt Nam. Giả thuyết nghiên cứu H2 được bài viết xây dựng như sau:

Giả thuyết H2: Các chiến lược TCT của công ty KQTC có mối liên hệ với chu kỳ sống doanh nghiệp.

Giả thuyết H2 giúp Luận án trả lời câu hỏi thứ 2 của bài nghiên cứu. Bên cạnh đó, theo các nghiên cứu thực nghiệm trong thời gian gần đây được trình bày trong chương 2, mục 2.4.3 cho thấy các bằng chứng hiệu quả mang về từ các chiến lược TCT mà các công ty sử dụng, giúp doanh nghiệp phục hồi, vượt qua tình trạng khó khăn tài chính. Tại Việt Nam, nghiên cứu của Sử Đình Thành và cộng sự (2016) tập trung ở TCT tài sản với mong muốn mang lại hiệu quả hoạt động cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu thực nghiệm trước đây cũng cho thấy không phải tất cả các chiến lược TCT được công ty KQTC lựa chọn để thực hiện đều mang lại thành công, giúp phục hồi doanh nghiệp. Mặc dù vậy, bản thân bất kỳ một doanh nghiệp nào khi rơi vào KQTC cũng đều mong muốn phương án TCT mà họ sử dụng có thể giúp doanh nghiệp phục hồi thành công. Bên cạnh đó, Luật phá sản năm 2014 của Việt Nam cho phép các doanh nghiệp nếu phục hồi thành công, có thể thoát khỏi nguy cơ phá sản. Khi nghiên cứu tại Việt Nam, Luận án cũng kỳ vọng các chiến lược TCT được các công ty KQTC tại Việt Nam lựa chọn sẽ giúp công ty hồi phục vượt qua KQTC. Giả thuyết H3 giúp Luận án trả lời câu hỏi thứ 3 của bài nghiên cứu. Giả thuyết H3 được xây dựng là:

Giả thuyết H3: Chiến lược TCT được công ty KQTC sử dụng có tác động cùng chiều đến việc phục hồi doanh nghiệp.

3.2. Các bước phân tích dữ liệu và mô tả biến

Để thực hiện mục tiêu nghiên cứu và các câu hỏi nghiên cứu trong chương 1, Luận án tiến hành các bước sau:

3.2.1. Xác định tình trạng KQTC của doanh nghiệp

Đây là bước quan trọng để xác định biến độc lập của mô hình là biến đại diện cho tình trạng KQTC của công ty. Dữ liệu sử dụng để đo lường tình trạng KQTC dựa trên hai hướng tiếp cận: từ số liệu tài chính thực tế của doanh nghiệp và từ dữ liệu thị trường của doanh nghiệp.

Xác định KQTC dựa trên số liệu tài chính thực tế của doanh nghiệp

Ở hướng tiếp cận dựa trên số liệu tài chính thực tế của doanh nghiệp, nhiều nghiên cứu sử dụng các chỉ số tài chính hoặc một số khoản mục tài chính cụ thể (Asquith và cộng sự, 1994; Gilbert và cộng sự, 1990; Denis và Denis, 1995; Andrade và Kaplan, 1998; Pindado và cộng sự, 2008; Kam và cộng sự, 2008; Tinoco và Wilson, 2013) để xem xét điều kiện thu nhập hoạt động, điều kiện thanh toán nghĩa vụ nợ vay, từ đó xác định tình trạng KQTC của doanh nghiệp hoặc sử dụng mô hình dự báo để xác định tình trạng KQTC doanh nghiệp vào thời điểm quan sát. Nhiều mô hình dự báo tình trạng KQTC được dựa trên phương pháp phân tích phân biệt đa biến. Tuy nhiên, các trọng số có được từ mô hình này dựa trên kết quả phân tích của các mẫu công ty phần lớn tại Mỹ. Vì vậy, việc sử dụng các trọng số này cho các công ty tại Việt Nam sẽ không phù hợp. Ngoài ra, hạn chế của phương pháp phân tích phân biệt đa biến là việc giả định các biến độc lập có phân phối chuẩn và có ma trận phương sai - hiệp phương sai phải giống nhau giữa các công ty KQTC và không KQTC.

Nhiều nghiên cứu khác lại dựa vào các động thái hoặc hiện tượng của doanh nghiệp như cắt giảm hay ngưng chi trả cổ tức, hủy niêm yết, nộp đơn xin phá sản, thanh lý tài sản hoặc thực hiện mua bán sáp nhập với doanh nghiệp khác (Turetsky và McEwn, 2001; Altman và Hotchkiss, 2005). Tại Việt Nam, các nguồn dữ liệu thông tin về việc thanh lý tài sản của một doanh nghiệp thường không có sẵn để thu thập một cách đầy đủ. Việc sáp nhập mua lại doanh nghiệp, Luận án xem xét ở góc độ là một trong các chiến lược TCT doanh nghiệp.

Trong nghiên cứu này, đề tài sử dụng điều kiện thu nhập hoạt động, điều kiện thanh toán các nghĩa vụ nợ vay (Gilbert và cộng sự, 1990; Asquith và cộng sự, 1994; Denis và Denis, 1995; Andrade và Kaplan, 1998; Pindado và cộng sự, 2008; Kam và cộng sự, 2008; Tinoco và Wilson, 2013) để xác định KQTC của công ty. Lý do lựa chọn điều kiện thu nhập hoạt động, điều kiện thanh toán các nghĩa vụ nợ vay cho việc xác định KQTC vì đây là các khoản mục phản ánh được các quan điểm KQTC đã đề cập ở phần trước của Luận án. Các tiêu chí này cũng được sử dụng khá phổ biến ở các

công trình thực nghiệm trên thế giới và tại Việt Nam khi nghiên cứu về KQTC. Khi đó trong năm quan sát ở thời điểm t , doanh nghiệp được xem là xảy ra KQTC khi:

(i) Thu nhập hoạt động của doanh nghiệp bị âm ít nhất trong 3 năm liên tục (Gilbert và cộng sự, 1990; Denis và Denis, 1995; Denis và Kruse, 2000); tức là 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 và cộng sự, 1994); tức là ở năm t và năm $t-1$.

Khoảng thời gian tối thiểu 2 năm liên tục cũng được Robbins và Pearce II (1992), Koh và cộng sự (2015) sử dụng đo lường KQTC. Bài viết sử dụng biến giả FD_{it} đại diện cho tình trạng KQTC của công ty i tại năm quan sát t , cụ thể:

$$\text{Biến } FD_{it} = \begin{cases} 1, & \text{nếu công ty } i \text{ xảy ra KQTC ở năm } t \\ 0, & \text{trường hợp còn lại} \end{cases}$$

Bên cạnh đó, nghiên cứu của Hillegeist và cộng sự (2004), Vassalou và Xing (2004), Gharghori và cộng sự (2006) chứng minh cho thấy là KQTC dựa vào dữ liệu tài chính kế toán có thể không tóm tắt đầy đủ một cách hiệu quả những thông tin đã được công khai về xác suất vỡ nợ hay KQTC của một công ty. Các tác giả này cho rằng xác suất vỡ nợ trong mô hình cấu trúc của Merton (1974) nên được xem như là biến đại diện cho KQTC bởi vì mô hình này thể hiện tốt hơn so với các mô hình dựa trên số liệu tài chính kế toán. Theo quan điểm của Luận án, mỗi mô hình đều có những ưu và nhược điểm. Trong nghiên cứu này, Luận án kết hợp thêm cách xác định tình trạng KQTC dựa trên việc tiếp cận dữ liệu thị trường công ty theo mô hình KMV-Merton bên cạnh dựa trên dấu hiệu quan sát từ số liệu tài chính thực tế của doanh nghiệp.

Xác định KQTC bằng mô hình KMV – Merton

Vào năm 1974, Merton phát triển mô hình theo cơ sở thông tin thị trường khi dựa trên lý thuyết định giá quyền chọn của Black và Scholes (1973) để tính toán khả năng xảy ra vỡ nợ của một công ty. Mô hình của Merton (1974) là mô hình động dựa trên dữ liệu thị trường, có xem xét đến sự biến động tài sản. Mô hình này giả định thị trường biết những thông tin về công ty và phản ánh những thông tin này vào giá cổ phiếu, do đó mô hình có sự kết hợp giữa giá trị nợ và giá trị thị trường tài sản của công

ty. Mô hình của Merton (1974) được nghiên cứu ứng dụng khá nhiều vào trong thực tiễn, trong đó công ty KMV (được viết tắt từ tên của ba nhà sáng lập là: Kealhofer, McQuown và Vasicek) phát triển dựa trên nền tảng của mô hình Merton (1974) để tính toán khả năng xảy ra KQTC của công ty, nên thường được gọi là mô hình KMV – Merton. Ngày nay, mô hình KMV-Merton được sử dụng khá nhiều ở các nghiên cứu thực nghiệm khi xác định KQTC của doanh nghiệp (Chou và cộng sự, 2010; Rosenfeld, 2014; Richardson và cộng sự, 2015). Tại Việt Nam, nghiên cứu của Lâm Chí Dũng và Phan Đình Anh (2009), Lê Đạt Chí và Lê Tuấn Anh (2012), Nguyễn Thị Cành và Phạm Chí Khoa (2014), Huỳnh Thị Cẩm Hà và cộng sự (2016) cũng kế thừa mô hình KMV-Merton trong các bài viết của mình khi phân tích rủi ro KQTC của công ty.

Mô hình KMV- Merton sử dụng trên nền tảng của mô hình Merton (1974), khi dựa trên lý thuyết định giá quyền chọn của Black và Scholes (1973), xem giá trị vốn chủ sở hữu của một công ty như là một quyền chọn mua (Call option) trên giá trị của tài sản trong một khoảng thời gian nhất định, hay giá trị thị trường tài sản của công ty được coi như là tài sản cơ bản, với giá thực hiện quyền chọn đúng bằng giá trị nợ của doanh nghiệp, quyền chọn này có thời hạn bằng thời gian đến hạn của khoản nợ (T). Mô hình xem xét sự biến động của giá trị tài sản. Về nguyên tắc, giá trị phần bên phải của bảng cân đối kế toán bao gồm nợ và vốn chủ sở hữu. Các cổ đông được quyền nhưng không phải có nghĩa vụ thanh toán cho các chủ nợ. Khi đến thời điểm trả nợ, các chủ nợ sẽ được công ty thanh toán nếu giá trị thị trường tài sản công ty lớn hơn giá trị nợ đến hạn. Tuy nhiên, nếu đến thời điểm trả nợ, mà giá trị thị trường tài sản của công ty thấp hơn giá trị nợ đến hạn, các cổ đông không phải thanh toán cho các chủ nợ, khi đó công ty sẽ rơi vào tình trạng vỡ nợ hay KQTC. Công ty có khả năng xin được phá sản và giả định sẽ thỏa thuận các cổ đông sẽ chuyển quyền sở hữu sang các chủ nợ (không tốn chi phí) và các cổ đông sẽ giữ lại phần vốn còn lại (nếu có) sau khi đã kết thúc việc thanh toán nợ. Hoạt động này xảy ra giống như một quyền chọn mua. Khi đó, khoản hoàn trả phần vốn giống như khoản thanh toán cho quyền chọn mua. Các cổ đông xem như đang nắm giữ quyền chọn mua trên giá trị tài sản của công ty với giá trị thực hiện của quyền chọn là giá trị của khoản nợ.

Trong đó, giá trị khoản nợ đến hạn được xem như là “điểm vỡ nợ”. Để tính xác suất vỡ nợ, mô hình cần biết khoảng cách tới điểm vỡ nợ (DD - Distance to Default). Khi đó, khoảng cách đến điểm vỡ nợ được đưa vào hàm mật độ tích lũy để tính xác suất vỡ nợ (PD - Default Probability) của một công ty ở một thời điểm nhất định. Khoảng cách DD (xác suất PD) càng nhỏ (càng lớn) thì nguy cơ vỡ nợ của công ty càng cao, khi đó khả năng xảy ra KQTC của công ty càng lớn (Merton, 1974; Richardson và cộng sự, 2015). Trong mô hình này, Luận án cần ước lượng giá trị hiện tại của tài sản và độ biến động của tài sản công ty từ giá trị thị trường và độ biến động tức thời của vốn cổ phần, nợ hiện hành và kỳ hạn của nợ. Mô hình này có 2 giả định quan trọng:

Giả định thứ 1: Tổng tài sản theo giá trị thị trường công ty (V) chuyển động theo hình học Brown (Geometric Brownian Motion), với độ lệch tức thời (μ), độ biến động σ_V và quá trình Wiener tiêu chuẩn (standard Wiener process W):

$$\frac{dV}{V} = \mu dt + \sigma_V dZ \quad \text{hay} \quad dV = \mu V dt + V \sigma_V dZ \quad (3.1)$$

Với V là tổng giá trị tài sản được tính theo giá trị thị trường công ty.

μ : là tỷ suất sinh lợi kỳ vọng trên tổng giá trị thị trường tài sản tức thời (độ lệch tức thời). σ_V là độ lệch chuẩn (độ biến động) của giá trị tài sản công ty và Z là quá trình chuyển động Brown theo cấp số nhân.

Giả định thứ 2: Công ty chỉ có một loại nợ có thời gian đến hạn là T.

Từ hai giả định này, giá trị thị trường vốn chủ sở hữu của công ty (E) có thể được xem là một quyền chọn mua trên tài sản chính là tổng giá trị tài sản của công ty với giá thực hiện là giá trị sổ sách khoản nợ D của công ty với thời gian đến hạn là T. Khi đó giá trị thị trường vốn chủ sở hữu của công ty (E) được xác định theo công thức mô hình định giá quyền chọn của Black – Scholes – Merton như sau:

$$E = VN(d_1) - e^{-rT}DN(d_2) \quad (3.2)$$

D là giá trị sổ sách của nợ, T là kỳ hạn của nợ. Trong nghiên cứu của Bharath và Shumway (2004, 2008), Richardson và cộng sự (2015), Nguyễn Thị Cảnh và Phạm Chí Khoa (2014); Huỳnh Thị Cẩm Hà và cộng sự (2016) sử dụng khoảng thời gian là

1 năm để xác định KQTC. Kế thừa các nghiên cứu trước, bài viết chọn khoảng thời gian nợ đáo hạn là bằng 1 ($T = 1$).

Biến r là lãi suất phi rủi ro. Luận án sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam có kỳ hạn 1 năm đại diện cho lãi suất phi rủi ro (Nguyễn Thị Cành và Phạm Chí Khoa, 2014; Huỳnh Thị Cẩm Hà và cộng sự, 2016). Dữ liệu được thu thập từ cơ sở nguồn dữ liệu IFS của IMF. $N(.)$ là hàm xác suất theo phân phối chuẩn tắc tích lũy. Tham số d_1, d_2 ở phương trình (3.2) lần lượt được xác định như sau:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{V}{D}\right) + (r + 0.5\sigma_V^2)T}{\sigma_V\sqrt{T}} \text{ và } d_2 = d_1 - \sigma_V\sqrt{T} \quad (3.3)$$

KQTC xảy ra khi giá trị thị trường tài sản của doanh nghiệp (V) nhỏ hơn giá trị nợ (D) khi đến hạn, hay nói cách khác, KQTC xảy ra khi tỷ số giá trị thị trường tài sản (V) trên giá trị sổ sách của nợ (D) nhỏ hơn 1. Do đó, xác suất xảy ra KQTC (PD – Probability of Default) là xác suất giá trị thị trường tài sản doanh nghiệp (V) giảm thấp hơn so với giá trị sổ sách của nợ (D) ở thời điểm T .

Ở mô hình KMV-Merton có hai phương trình quan trọng được sử dụng. Phương trình thứ nhất chính là phương trình thể hiện mô hình định giá quyền chọn của Black – Scholes – Merton đã được đề cập ở trên (phương trình 3.2), diễn tả giá trị thị trường vốn cổ phần như là hàm số của giá trị công ty. Phương trình thứ hai thể hiện mối quan hệ giữa độ biến động giá trị tài sản của doanh nghiệp và độ biến động giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Căn cứ theo các giả định của Merton thì giá trị vốn cổ phần như là hàm số của giá trị doanh nghiệp.

$$\sigma_E = \frac{V}{E} N(d_1) \sigma_V \quad (3.4)$$

Phương trình (3.4) nhằm xác định độ lệch chuẩn vốn chủ sở hữu. Sau khi đã có được V và σ_E từ các phương trình (3.1), (3.2), (3.3) và (3.4), xác suất KQTC tại thời điểm T , ký hiệu $N(-d_2)$ được tính từ phương trình (3.5).

$$N(-d_2) = N\left(-\frac{\ln\left(\frac{V}{D}\right) + (\mu - 0.5\sigma_V^2)T}{\sigma_V\sqrt{T}}\right) \quad (3.5)$$

Để tính khoảng cách KQTC (d_2) và xác suất KQTC, Luận án thay lãi suất phi rủi ro r bởi giá trị μ (do tài sản công ty là tài sản cơ bản có rủi ro, Bharath và Shumway

(2004, 2008)). Khi đó công thức tính xác suất KQTC được viết lại bởi phương trình (3.5). 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 xảy ra KQTC, ngược lại được xem là không xảy ra KQTC.

Sau khi mô hình KMV-Merton được công bố, đã có rất nhiều nghiên cứu đánh giá khác nhau mô hình này, phần lớn tập trung vào hai giả định quan trọng của Merton và đề xuất các nghiên cứu mở rộng của mô hình Merton. Chẳng hạn, nghiên cứu của Bharath và Shumway (2004) kiểm tra giả thuyết về những hàm số tính toán liên quan đến xác suất mặc định mới quan trọng còn kết quả của hai phương trình phi tuyến (3.2) và (3.4) có thể được điều chỉnh theo cách tốt hơn. Từ đó, Bharath và Shumway (2004) đã đưa ra mô hình tính toán rút gọn cho xác suất KQTC mà không cần dựa nhiều vào việc tính theo phương trình (3.2) và (3.4). Cụ thể, Bharath và Shumway (2004) vẫn sử dụng phương trình (3.2) để đánh giá độ biến động của khoản nợ của công ty thông qua những tính toán cố định dựa trên giá trị sổ sách của nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Khi đó, D được xác định với bằng giá trị Nợ ngắn hạn + 0.5 Nợ dài hạn.

Các kết quả từ phương trình (3.1) đến phương trình (3.5) để xác định tình trạng KQTC của doanh nghiệp, Luận án sử dụng phương pháp của Bharath và Shumway (2004, 2008) và sử dụng thuật toán Newton Raphson, được Haidar (2010) viết lại năm 2010 thông qua phần mềm Matlab để tính toán xác suất KQTC của từng công ty tại từng thời điểm. Các bước chi tiết được trình bày hướng xử lý số liệu như sau:

Bước 1: Tính toán giá trị thị trường vốn chủ sở hữu E từng ngày giao dịch trong năm. Ở bước 1, giá trị E từng ngày được tính dựa trên giá chứng cổ phiếu đóng cửa vào cuối ngày và số lượng cổ phần đang lưu hành. Khi đó giá trị E được tính như sau:

$E_{\text{hàng ngày}} = \text{giá cổ phiếu công ty đóng cửa cuối ngày} * \text{số lượng cổ phần đang lưu hành}$

Bước 2: Tính tỷ suất sinh lợi hàng ngày của chứng khoán. Tỷ suất sinh lợi hàng ngày của chính khoán r_t được tính bằng logarithm tự nhiên của giá chứng khoán thời điểm t so với thời điểm $t-1$. Với P_t, P_{t-1} lần lượt là giá đóng cửa ở ngày thứ t và ngày thứ $t-1$.

Bước 3: Tính độ biến động của vốn chủ sở hữu ban đầu σ_E của các ngày trong năm, được σ_E tính bằng độ lệch chuẩn của chuỗi tỷ suất sinh lợi chứng khoán trong năm.

σ_E = độ lệch chuẩn (chuỗi tỷ suất sinh lợi)

Bước 4: Tính σ_V của V ban đầu từ dữ liệu E (bước 1) và σ_E (bước 3)

$$\sigma_V = \frac{\sigma_E * E}{(E+D)}, \text{ với } D = \text{Nợ ngắn hạn} + 0.5 \text{ Nợ dài hạn}$$

Bước 5: Tính V (Giá trị thị trường của tài sản ban đầu): bằng cách sử dụng kết hợp các phương trình (3.2) và (3.3) và giá trị σ_V ban đầu được xác định ở bước 4, với r là lãi suất phi rủi ro.

Bước 6: Từ giá trị V ban đầu mỗi ngày được xác định ở bước 5, bài viết tính ra giá trị σ_V mới. Dựa trên giá trị σ_V mới, đề tài tính lại giá trị V mới. Quá trình này được lặp lại đến khi chênh lệch giữa giá trị σ_V trước và sau là nhỏ hơn 10^{-7} . Khi thỏa mãn điều kiện này, bài viết thu thập giá trị V và σ_V cuối cùng. Từ đó tác giả tính ra khoảng cách đến điểm KQTC, và xác định $N(-d_2)$ của xác suất KQTC.

Với cách xác định KQTC theo mô hình KMV- Merton thì biến giả FD_{it} bằng 1 nếu năm quan sát t công ty i có $N(-d_2) \geq 0,5$, được xem là có xảy ra KQTC; ngược lại được xem là không xảy ra KQTC, nhận giá trị bằng 0. Cụ thể:

$$\text{Biến } FD_{it} = \begin{cases} 1, & \text{nếu công ty } i \text{ xảy ra KQTC ở năm } t \text{ (} N(-d_2) \geq 0,5 \text{)} \\ 0, & \text{trường hợp còn lại} \end{cases}$$

Các biến số dùng để tính toán xác định KQTC theo mô hình KMV- Merton được mô tả ở bảng 3.1.

Bảng 3.1. Mô tả biến số dùng để xác định KQTC theo mô hình KMV-Merton

Biến số	Ký hiệu	Cách tính toán
Giá cổ phiếu	P_t	Giá cổ phiếu đóng cửa vào cuối mỗi ngày
Tỷ suất sinh lợi hàng ngày của chứng khoán	r_t	$\ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$
Giá trị thị trường vốn cổ phần	E	Giá cổ phiếu*số lượng cổ phần lưu hành
Giá trị thị trường của tài sản	V	Giá trị thị trường của tổng tài sản
Giá trị sổ sách của nợ	D	Nợ ngắn hạn + 0.5*Nợ dài hạn

Khoảng thời gian nợ đáo hạn	T	Khoảng thời gian nợ đáo hạn, giả định $T = 1$ năm
Lãi suất phi rủi ro	r	Lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 1 năm
Độ lệch chuẩn	σ_E	Độ lệch chuẩn chuỗi tỷ suất sinh lợi hàng ngày của chứng khoán giao dịch trong năm
Độ biến động	σ_V	Độ biến động giá trị thị trường của tổng tài sản
Độ lệch tức thời	μ	Tỷ suất sinh lợi kỳ vọng trên tổng giá trị thị trường tài sản tức thời

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ mô hình KMV-Merton và tính toán trên Matlab.

3.2.2. Ước tính các giai đoạn trong chu kỳ sống của công ty

Lý thuyết chu kỳ sống của công ty cho thấy, phần lớn các công ty đều tồn tại qua bốn giai đoạn: giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, bão hòa và giai đoạn suy thoái. Ở mỗi giai đoạn của chu kỳ sống, doanh nghiệp sẽ khác nhau về thời gian tồn tại, rủi ro kinh doanh. Điều này cũng sẽ tác động đến mức độ chi tiêu vốn và tốc độ tăng trưởng doanh thu của mỗi doanh nghiệp. Đồng thời rủi ro tài chính ở mỗi doanh nghiệp khác nhau nên sẽ ảnh hưởng đến mức độ chi trả cổ tức doanh nghiệp chi trả cho cổ đông.

Bên cạnh đó, bài viết của Anthony và Ramesh (1992), Koh và cộng sự (2015) cho rằng các công ty ở giai đoạn khởi sự, giai đoạn tăng trưởng thường có mức chi trả cổ tức thấp để giữ lại thu nhập cho các cơ hội tái đầu tư. Thời gian hoạt động ngắn, nhưng các công ty ở hai giai đoạn này thường có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao và chi tiêu vốn nhiều hơn so với các công ty ở giai đoạn bão hòa và suy thoái. Trong khi đó, Porter (1980) lập luận rằng các công ty ở giai đoạn bão hòa thường tìm kiếm các cơ hội đầu tư ít sinh lợi hơn so với công ty mới gia nhập thị trường, điều này cho thấy các công ty bão hòa đã có sự suy giảm về tốc độ tăng trưởng trên thị trường. Nếu như các cơ hội đầu tư của công ty bị sụt giảm thì mức độ tăng trưởng doanh thu của công ty sẽ chậm lại, do đó chi tiêu vốn cũng sẽ sụt giảm trong giai đoạn bão hòa. Cổ tức ở giai đoạn này sẽ được chi trả ở mức cao so với các giai đoạn trước.

Từ các nghiên cứu thực nghiệm và lý thuyết về chu kỳ sống, bài viết thấy rằng các yếu tố: tốc độ tăng trưởng doanh thu, mức độ chi tiêu vốn, mức độ trả cổ tức và thời gian hoạt động của doanh nghiệp là các yếu tố được sử dụng nhiều trong quá trình phân loại và xác định các giai đoạn trong chu kỳ sống công ty. Do đó, để nghiên cứu và xác định các giai đoạn trong chu kỳ sống của công ty Việt Nam, tác giả sử dụng 4 yếu tố này để phân loại giai đoạn của chu kỳ sống. Luận án kế thừa phương pháp phân vị của Anthony và Ramesh (1992), Koh và cộng sự (2015) để phân nhóm các giai đoạn, dựa trên 4 biến đặc điểm riêng của công ty như sau:

Các biến số DP, SG, CEV và AGE lần lượt đại diện cho số liệu cổ tức chi trả, tốc độ tăng trưởng doanh thu, mức độ chi tiêu vốn và thời gian hoạt động của công ty trên thị trường. Công thức tính toán các biến DP, SG, CEV và AGE được sử dụng để xác định các giai đoạn trong chu kỳ sống thể hiện ở bảng 3.2. Các biến số DP, SG và CEV là các biến thể hiện đặc điểm tài chính của công ty, hướng trực tiếp đến rủi ro của công ty. Riêng đối với biến AGE là biến số thể hiện yếu tố phi tài chính, mô tả khoảng thời gian hoạt động của công ty. Vì các biến số DP, SG và CEV có liên quan trực tiếp đến rủi ro của doanh nghiệp, nên việc xác định các giai đoạn trong chu kỳ sống của công ty có thể đưa ra những kết quả khác nhau và không chính xác (Anthony và Ramesh, 1992). Do đó, Luận án sử dụng thêm biến đặc điểm thứ tư là biến AGE, là một biến phi tài chính để nhằm tối thiểu tác động của rủi ro đến kết quả xác định giai đoạn chu kỳ sống của công ty. Bên cạnh đó, do mỗi ngành khác nhau thường có sự khác biệt về tỷ lệ chi trả cổ tức, tốc độ tăng trưởng doanh thu, chi tiêu vốn và thời gian hoạt động nên bài viết xem xét thêm tác động của đặc điểm ngành khi phân loại các giai đoạn trong chu kỳ sống của công ty (Koh và cộng sự, 2015; Anthony và Ramesh, 1992).

Theo đó, ứng với mỗi biến trong 4 biến, Luận án thu thập giá trị quan sát theo từng nhóm ngành⁹. Đầu tiên, Luận án 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; $Q1 < \text{giá trị của quan sát} <$

⁹ Các nhóm ngành được phân nhóm theo tiêu chuẩn ICB

tứ phân vị thứ hai Q_2 thì có điểm số là 2; $Q_2 < \text{giá trị của quan sát} < Q_3$ thì có điểm số là 3; giá trị quan sát $\geq Q_3$ thì có điểm số là 4.

Ngược lại, với biến SG và CEV: nếu giá trị quan sát $<$ tứ phân vị thứ nhất Q_1 thì có điểm số là 4; $Q_1 < \text{giá trị quan sát} < Q_2$ thì có điểm số là 3; $Q_2 < \text{giá trị quan sát} < Q_3$ thì có điểm số là 2; giá trị quan sát $\geq Q_3$ 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 Q_1 (điểm số nhỏ nhất) thì quan sát thuộc giai đoạn khởi sự; $Q_1 < \text{giá trị quan sát} < Q_2$ thì quan sát thuộc giai đoạn tăng trưởng; $Q_2 < \text{giá trị quan sát} < Q_3$ thì quan sát thuộc giai đoạn bão hòa; giá trị quan sát $\geq Q_3$ (điểm số cao nhất) thì quan sát thuộc giai đoạn suy thoái.

Luận án sử dụng các biến giả Birth, Growth và Mature lần lượt đại diện cho từng giai đoạn trong chu kỳ sống của công ty.

Biến Birth bằng 1 khi giá trị quan sát $< Q_1$, nghĩa là ở trong giai đoạn khởi sự, ngược lại bằng 0. Biến Growth bằng 1 khi $Q_1 < \text{giá trị quan sát} < Q_2$, nghĩa là ở trong giai đoạn tăng trưởng, ngược lại bằng 0. Biến Mature bằng 1 khi $Q_2 < \text{giá trị quan sát} < Q_3$, nghĩa là ở trong giai đoạn bão hòa, ngược lại bằng 0 (giai đoạn suy thoái được chọn là nhóm cơ sở).

Bảng 3.2. Mô tả các biến số nhằm xác định các giai đoạn trong chu kỳ sống

Biến số	Ký hiệu	Mô tả biến
Biến số xác định giai đoạn chu kỳ sống của công ty	DP	Cổ tức chi trả / Lợi nhuận sau thuế
	SG	Tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm
	CEV	Chi tiêu vốn / (Giá trị thị trường vốn cổ phần + giá trị sổ sách của tổng nợ)
	AGE	Năm hiện hành – năm hoạt động trên thị trường với loại hình công ty cổ phần.

Nguồn: Tính toán của tác giả

3.2.3. Ước tính các chiến lược TCT của công ty

Các chiến lược tái cấu trúc được tác giả tham khảo từ các nghiên cứu trước đây trên thế giới. Các chiến lược TCT được Luận án nghiên cứu gồm: TCT nhân sự quản lý, TCT hoạt động, TCT tài sản, TCT nguồn tài trợ và TCT từ thương vụ M&A.

3.2.3.1. Chiến lược TCT nhân sự quản lý

Để đo lường chiến lược TCT nhân sự quản lý, Luận án tham khảo nghiên cứu của Denis và Kruse (2000); Sudarsanam và Lai (2001), Kam và cộng sự (2008), Koh và cộng sự (2015) bằng việc quan sát có hay không việc thay thế một trong các vị trí lãnh đạo cấp cao của công ty như: tổng giám đốc điều hành hoặc giám đốc điều hành khi doanh nghiệp xảy ra KQTC. Để thu thập dữ liệu, Luận án xem xét thay đổi nhân sự cấp cao trong báo cáo thường niên và báo cáo thuyết minh tài chính từng năm của các công ty. Bài viết sử dụng biến giả CEO đại diện cho chiến lược TCT nhân sự quản lý được công ty KQTC sử dụng. Cụ thể, ở năm xảy ra KQTC (giả sử năm t), công ty có thay đổi một trong các vị trí lãnh đạo cấp cao như tổng giám đốc (giám đốc) điều hành thì biến CEO nhận giá trị bằng 1; khi đó doanh nghiệp KQTC được xem là có sử dụng TCT nhân sự quản lý, ngược lại bằng 0. Riêng những trường hợp phải thay đổi vị trí lãnh đạo mà do bệnh tật, hoặc đột tử, hoặc đến tuổi về hưu sẽ không được bài viết xem là TCT nhân sự quản lý (Denis và Kruse, 2000; Koh và cộng sự, 2015).

Chẳng hạn năm 2014 doanh nghiệp xảy ra KQTC. Ở năm 2014 doanh nghiệp có thay đổi một trong các lãnh đạo cấp cao, thì biến CEO nhận giá trị bằng 1; khi đó doanh nghiệp KQTC được xem là có sử dụng TCT nhân sự quản lý. Ngược lại nếu ở năm 2014, doanh nghiệp KQTC không thay đổi vị trí này hoặc nếu có thay đổi nhưng với lý do vị trí quản lý đó thay thế do bệnh tật hoặc đột tử, hoặc đến tuổi về hưu thì biến CEO nhận giá trị bằng 0.

3.2.3.2. Chiến lược TCT hoạt động

Để đo lường chiến lược TCT hoạt động, đề tài tập trung vào các phương án cắt giảm chi phí của doanh nghiệp. Các phương án này Luận án kế thừa các công trình của Robbins và Pearce II (1992), Kang và Shivdasani (1997), Denis và Kruse (2000),

Atanassov và Kim (2009), Koh và cộng sự (2015). Cụ thể, bài viết xem xét có hay không việc công ty thực hiện:

(1) Chiến lược TCT hoạt động từ việc cắt giảm hoạt động đầu tư (biến giả INV). Bài viết sử dụng biến giả INV đại diện cho phương án cắt giảm hoạt động đầu tư mà công ty KQTC sử dụng. Để đo lường biến, trước hết bài viết xét dòng tiền thuần hoạt động đầu tư cho tất cả năm quan sát ở từng công ty trong cùng ngành mỗi năm. Từ cơ sở này, tác giả tính dòng tiền thuần hoạt động đầu tư trung bình theo ngành của các năm quan sát. Bài viết so sánh sự sụt giảm dòng tiền thuần hoạt động đầu tư của công ty với giá trị trung bình ngành vừa được tính. Cụ thể, ở năm xảy ra KQTC (giả sử năm t), nếu doanh nghiệp i có dòng tiền thuần hoạt động đầu tư thấp hơn giá trị trung bình của ngành thì biến INV bằng 1 (khi đó doanh nghiệp KQTC được xem là có sử dụng phương án cắt giảm hoạt động đầu tư), ngược lại bằng 0. Vì vậy:

$$\text{Biến } INV_{it} = \begin{cases} 1, & \text{nếu công ty KQTC có dòng tiền thuần hoạt động đầu tư thấp} \\ & \text{hơn giá trị trung bình của ngành} \\ 0, & \text{trường hợp còn lại} \end{cases}$$

(2) Chiến lược TCT hoạt động từ phương án cắt giảm giá vốn hàng bán (biến giả COG). Đề tài sử dụng biến giả COG đại diện cho phương án cắt giảm giá vốn hàng bán (GVHB) mà công ty KQTC sử dụng. Giá vốn hàng bán là toàn bộ chi phí để tạo ra sản phẩm của công ty (đối với doanh nghiệp sản xuất) hay là toàn bộ chi phí mới khi nhập kho hàng hóa được đưa vào giá thành phẩm (đối với doanh nghiệp thương mại dịch vụ). Đây được xem là khoản mục chi phí chiếm tỷ trọng lớn trong quá trình kinh doanh của doanh nghiệp. Trong nghiên cứu này, Luận án xem xét việc cắt giảm GVHB là một trong những phương án của chiến lược TCT hoạt động. Để thực hiện điều này, đề tài sử dụng tỷ số GVHB trên doanh thu thuần.

Để đo lường biến COG, trước hết tác giả tính tỷ số GVHB trên doanh thu thuần cho tất cả năm quan sát ở từng doanh nghiệp trong cùng ngành mỗi năm. Dựa trên cơ sở này, tác giả tính giá trị trung bình của GVHB trên doanh thu thuần theo ngành của các năm quan sát. Bài viết so sánh sự sụt giảm tỷ số GVHB trên doanh thu thuần của công ty với giá trị trung bình ngành vừa được tính. Cụ thể, ở năm xảy ra KQTC (giả

sử năm t), nếu doanh nghiệp i có GVHB trên doanh thu thuần thấp hơn giá trị trung bình ngành thì biến COG bằng 1 (khi đó công ty KQTC được xem là có thực hiện phương án cắt giảm GVHB), ngược lại bằng 0. Vì vậy:

$$\text{Biến COG}_{it} = \begin{cases} 1, & \text{nếu công ty KQTC có GVHB trên doanh thu thuần thấp} \\ & \text{hơn giá trị trung bình của ngành} \\ 0, & \text{trường hợp còn lại} \end{cases}$$

(3) Chiến lược TCT hoạt động từ việc cắt giảm lao động làm việc tại công ty (biến giả EMP). Bài nghiên cứu sử dụng biến giả EMP đại diện cho phương án cắt giảm lao động mà công ty KQTC sử dụng. Để đo lường biến, Luận án thu thập số liệu lao động ở từng công ty trong cùng ngành mỗi năm. Sau đó tác giả tính số lao động trung bình theo ngành của các quan sát trong năm. Ở năm xảy ra KQTC (giả sử năm t), nếu doanh nghiệp i có số lượng lao động thấp hơn mức lao động trung bình ngành thì biến EMP bằng 1 (khi đó công ty KQTC được xem là có tham gia phương án cắt giảm lao động), ngược lại bằng 0. Số liệu lao động được thu thập từ báo cáo thường niên của doanh nghiệp. Luận án xem xét lao động làm việc trực tiếp ở các nhà máy và nhân sự làm việc ở khối văn phòng. Vì vậy:

$$\text{Biến EMP}_{it} = \begin{cases} 1, & \text{nếu công ty KQTC có số lao động} \\ & \text{thấp hơn số lao động trung bình ngành} \\ 0, & \text{trường hợp còn lại} \end{cases}$$

3.2.3.3. Chiến lược TCT tài sản

Bài viết sử dụng biến giả ASSET đại diện chiến lược TCT tài sản mà công ty KQTC tham gia thực hiện. Để đo lường chiến lược TCT tài sản (biến giả ASSET), tác giả kế thừa nghiên cứu của Robbins và Pearce II (1992), Kang và Shivdasani (1997), Koh và cộng sự (2015), sử dụng số liệu tài sản cố định hữu hình (TSCĐHH) ròng của doanh nghiệp. Để đo lường biến, tác giả tính toán giá trị TSCĐHH ròng trung bình theo ngành cho các năm quan sát của các công ty trong ngành. Tiếp đến, Luận án so sánh sự sụt giảm giá trị TSCĐHH ròng của công ty với giá trị trung bình ngành vừa được tính. Cụ thể, ở năm xảy ra KQTC (giả sử năm t), nếu doanh nghiệp i có giá trị TSCĐHH ròng thấp hơn giá trị trung bình của ngành thì biến ASSET bằng 1 (khi đó

doanh nghiệp KQTC được xem là có sử dụng chiến lược TCT tài sản), ngược lại bằng 0. Vì vậy:

$$\text{Biến ASSET}_{it} = \begin{cases} 1, & \text{nếu công ty KQTC có TSCĐHH ròng} \\ & \text{thấp hơn giá trị trung bình ngành} \\ 0, & \text{trường hợp còn lại} \end{cases}$$

3.2.3.4. Chiến lược TCT nguồn tài trợ

Để đo lường khả năng doanh nghiệp sử dụng chiến lược TCT nguồn tài trợ, đề tài tập trung xem xét việc thay đổi các nguồn tài trợ của doanh nghiệp. Các phương án được xây dựng dựa trên tham khảo từ nghiên cứu của Robbins và Pearce II (1992), Chen và Zhang (1998); Hovakimian và cộng sự (2004), Koh và cộng sự (2015). Cụ thể, đề tài xem xét có hay không việc công ty thực hiện:

(1) Chiến lược TCT nguồn tài trợ từ phương án cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức (biến giả DIV). Bài nghiên cứu sử dụng biến giả DIV đại diện cho phương án cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức mà công ty KQTC sử dụng. Luận án dựa trên khoản mục cổ tức mà công ty trả cho cổ đông, được lấy từ báo cáo lưu chuyển tiền tệ. Để đo lường biến DIV, trước hết bài viết xem xét giá trị cổ tức cho tất cả năm quan sát ở từng công ty trong cùng ngành mỗi năm. Từ cơ sở này, tác giả tính giá trị cổ tức trung bình của ngành. Bài viết so sánh sự sụt giảm giá trị cổ tức với cổ tức trung bình của ngành. Cụ thể, ở năm xảy ra KQTC (giả sử năm t), nếu doanh nghiệp i không trả cổ tức hoặc mức trả cổ tức của doanh nghiệp KQTC i thấp hơn cổ tức trung bình của ngành thì biến DIV bằng 1 (khi đó doanh nghiệp KQTC được xem là có tham gia sử dụng phương án cắt giảm cổ tức), ngược lại bằng 0. Vì vậy:

$$\text{Biến DIV}_{it} = \begin{cases} 1, & \text{nếu công ty KQTC không trả cổ tức hoặc cổ tức} \\ & \text{chi trả thấp hơn cổ tức trung bình của ngành} \\ 0, & \text{trường hợp còn lại} \end{cases}$$

(2) Chiến lược TCT nguồn tài trợ từ phương án sử dụng nợ (biến giả NetDebt). Biến giả NetDebt đại diện cho chiến lược TCT nguồn tài trợ từ phương án sử dụng nợ mà doanh nghiệp KQTC tham gia thực hiện. Bài viết xem xét số liệu nợ ròng của công ty, được lấy từ báo cáo lưu chuyển tiền tệ. Để đo lường biến NetDebt, trước hết tác giả tính giá trị nợ ròng của tất cả năm quan sát ở từng công ty trong cùng nhóm ngành mỗi

năm. Từ cơ sở này, Luận án tính giá trị nợ ròng trung bình của ngành. Để tài so sánh sự gia tăng nợ ròng của công ty so với giá trị trung bình ngành vừa được tính. Cụ thể, ở năm xảy ra KQTC (giả sử năm t), nếu doanh nghiệp i có giá trị nợ ròng cao hơn giá trị nợ ròng trung bình của ngành thì biến NetDebt nhận giá trị bằng 1 (khi đó doanh nghiệp KQTC được xem là có sử dụng chiến lược TCT nguồn tài trợ nợ vay), ngược lại bằng 0. Vì vậy:

$$\text{Biến NetDebt}_{it} = \begin{cases} 1, & \text{nếu công ty KQTC có nợ ròng} \\ & \text{cao hơn nợ ròng trung bình ngành} \\ 0, & \text{trường hợp còn lại} \end{cases}$$

Nợ ròng được xác định là: (Tiền vay nhận được – tiền chi trả nợ vay) / Tổng tài sản

(3) Chiến lược TCT nguồn tài trợ từ việc phát hành thêm vốn cổ phần (biến giả NetEquity). Bài viết sử dụng biến giả NetEquity đại diện cho chiến lược TCT nguồn tài trợ từ phương án phát hành thêm vốn cổ phần mà doanh nghiệp KQTC lựa chọn thực hiện. Bài viết xem xét số liệu giá trị vốn cổ phần ròng của công ty, được lấy từ báo cáo lưu chuyển tiền tệ. Để đo lường biến NetEquity, tác giả tính vốn cổ phần ròng của tất cả năm quan sát ở từng công ty trong cùng nhóm ngành mỗi năm. Từ cơ sở này, bài viết tính giá trị vốn cổ phần ròng trung bình của ngành cho các quan sát này. Tác giả so sánh sự gia tăng vốn cổ phần ròng của công ty với giá trị trung bình ngành vừa được tính. Cụ thể, ở năm xảy ra KQTC (giả sử năm t), nếu doanh nghiệp i có vốn cổ phần ròng cao hơn vốn cổ phần ròng trung bình của ngành thì biến NetEquity bằng 1 (khi đó doanh nghiệp KQTC được xem là có sử dụng chiến lược TCT nguồn tài trợ từ phương án vốn cổ phần), ngược lại bằng 0. Vì vậy:

$$\text{Biến NetEquity}_{it} = \begin{cases} 1, & \text{nếu công ty KQTC có vốn cổ phần ròng} \\ & \text{cao hơn vốn cổ phần trung bình ngành} \\ 0, & \text{trường hợp còn lại} \end{cases}$$

Trong đó: vốn cổ phần ròng được xác định là:

Vốn cổ phần ròng = (tiền thu từ phát hành cổ phiếu và nhận vốn góp chủ sở hữu - tiền chi trả vốn góp chủ sở hữu, mua lại cổ phiếu mà công ty đã phát hành) / Tổng tài sản.

3.2.3.5. Chiến lược TCT từ thương vụ M&A

Nghiên cứu của Schendel và cộng sự (1976); Slatter (1984); Sudarsanam và Lai (2001) xem việc mua lại doanh nghiệp khác là hình thức đầu tư mới của doanh nghiệp khi xảy ra KQTC, hoặc là một trong các phương án của chiến lược TCT tài sản. Ở nghiên cứu này, Luận án xem việc mua lại hoặc sáp nhập giữa một công ty với một công ty khác là một chiến lược TCT độc lập của doanh nghiệp (Kam và cộng sự, 2008). Tuy nhiên, khác với Kam và cộng sự (2008) khi đo lường thông qua việc thay đổi quyền kiểm soát cổ đông, Luận án quan sát các đàm phán giao dịch thành công thương vụ M&A. Cụ thể, để đo lường chiến lược TCT từ thương vụ M&A, tác giả xem xét có hay không các công ty trong mẫu nghiên cứu thực hiện chiến lược sáp nhập hoặc mua lại doanh nghiệp. Các công ty Việt Nam trong mẫu nghiên cứu có thể đứng ở vị thế là các công ty mục tiêu trong thương vụ M&A hoặc là các công ty đề nghị thực hiện M&A. Để thực hiện điều này, tác giả sử dụng biến giả M&A cho việc nhận diện theo chiến lược TCT từ thương vụ M&A. Cụ thể biến giả M&A bằng 1, nếu trong năm xảy ra KQTC (giả sử năm t), công ty i có giao dịch thành công thương vụ M&A (khi đó doanh nghiệp KQTC được xem là có sử dụng chiến lược TCT từ các thương vụ giao dịch M&A), ngược lại bằng 0. Số liệu thống kê các thương vụ M&A của các công ty Việt Nam trong mẫu nghiên cứu được lấy từ nguồn dữ liệu của Zephyr. Vì vậy:

$$\text{Biến } M\&A_{it} = \begin{cases} 1, & \text{nếu công ty KQTC giao dịch thành công thương vụ M\&A} \\ 0, & \text{trường hợp còn lại} \end{cases}$$

3.2.4. Xác định các công ty hồi phục sau KQTC

Để trả lời cho câu hỏi thứ 3 trong chương 1 liệu rằng chiến lược TCT mà các công ty KQTC sử dụng có giúp doanh nghiệp vượt qua tình trạng KQTC, mang lại hồi phục cho công ty. Bài viết của Koh và cộng sự (2015) cho thấy ở các giai đoạn trong chu kỳ sống của doanh nghiệp, nếu rơi vào tình trạng KQTC, các công ty có xu hướng tham gia vào các chiến lược TCT. Tuy nhiên, không phải tất cả các chiến lược TCT mà doanh nghiệp từng sử dụng đều đảm bảo mang lại thành công, giúp doanh nghiệp phục hồi sau KQTC. Koh và cộng sự (2015) còn cho rằng các công ty có thể mắc phải những sai lầm và thậm chí là doanh nghiệp phải tuyên bố phá sản. Tại Việt Nam, tác

giả cũng mong muốn xem xét liệu rằng chiến lược TCT mà các công ty KQTC thực hiện có mang lại hiệu quả hồi phục cho các doanh nghiệp hay không. Để thực hiện điều này, bài viết chỉ chọn mẫu các công ty KQTC trong tổng mẫu quan sát và tiếp tục chọn ra các doanh nghiệp được xem là hồi phục. Để phù hợp với định nghĩa về công ty KQTC đã được Luận án trình bày ở phần 3.2.1, tác giả xem xét doanh nghiệp được xem là hồi phục (“recovered” firm) khi:

- Khoảng cách đến điểm KQTC gia tăng trong 2 năm liên tục sau năm bị KQTC (hay $N(-d2) < 0.5$ trong hai năm liên tục sau năm bị KQTC), tức là năm $t+1$, $t+2$ (trong trường hợp KQTC được xác định theo mô hình KMV- Merton).

- Sau năm xảy ra KQTC, giá trị EBITDA lớn hơn chi phí lãi vay trong 2 năm liên tiếp (năm $t+1$, $t+2$) hoặc thu nhập hoạt động dương trong 3 năm liên tục: năm $t+1$, $t+2$ và năm $t+3$ (trong trường hợp KQTC được xác định dựa trên quan sát từ số liệu tài chính thực tế của doanh nghiệp).

Khoảng thời gian tối thiểu 2 năm sau năm KQTC được Luận án lựa chọn để quan sát việc phục hồi doanh nghiệp được tham khảo từ các nghiên cứu của Hambrick và Schechter (1983), Robbins và Pearce II (1992), Koh và cộng sự (2015); đồng thời cũng để phù hợp với định nghĩa về công ty KQTC đã được bài viết trình bày ở phần 3.2.1. Bài viết sử dụng biến giả $Recovery_{it}$ đại diện việc hồi phục của công ty KQTC, bằng 1 nếu công ty KQTC i được xem là phục hồi, ngược lại bằng 0. Vì vậy:

$$\text{biến } Recovery_{it} = \begin{cases} 1, & \text{nếu công ty phục hồi sau KQTC} \\ 0, & \text{trường hợp còn lại} \end{cases}$$

3.2.5. Biến kiểm soát

Các biến kiểm soát sau đây được đưa vào nghiên cứu do các biến này được ghi nhận có những ảnh hưởng khác nhau đến các chiến lược TCT cũng như ảnh hưởng đến khả năng hồi phục doanh nghiệp. Các biến kiểm soát trong mô hình bao gồm: biến TobinsQ, LnAsset, Institutional, Volatility, Return, Leverage, CashFlow lần lượt là biến số kiểm soát cơ hội tăng trưởng của công ty, quy mô công ty, tỷ lệ sở hữu cổ phần từ các nhà đầu tư tổ chức, biến động rủi ro, tỷ suất sinh lợi của công ty trên thị trường,

mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính và dòng tiền hoạt động của công ty. Các biến này được định nghĩa như sau:

Biến TobinsQ: biến số kiểm soát cơ hội tăng trưởng công ty được đo lường bằng giá trị thị trường vốn chủ sở hữu cộng với giá trị sổ sách của nợ trên tổng tài sản. Cách đo lường này được sử dụng bởi Koh và cộng sự (2015). Các tác giả này tìm thấy bằng chứng việc TobinsQ có ảnh hưởng tích cực đến chiến lược TCT nhân sự quản lý, chiến lược TCT nguồn tài trợ từ việc sử dụng nợ, phát hành vốn cổ phần nhưng có tác động tiêu cực đến chiến lược TCT hoạt động và TCT tài sản ở mẫu các công ty trên TTCK Mỹ. Biến số TobinsQ được đưa vào trong mô hình nghiên cứu cho các công ty Việt Nam nhằm kiểm soát và xem xét có hay không ảnh hưởng của cơ hội tăng trưởng đến việc thực hiện các chiến lược TCT, và xem xét ảnh hưởng của biến này đến sự phục hồi doanh nghiệp của các công ty KQTC.

Biến LnAsset: biến số đại diện cho quy mô công ty, được đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản. Moulton và Thomas (1993) cho thấy biến này có mức ý nghĩa thống kê cao nhất trong việc dự đoán quá trình TCT thành công của doanh nghiệp. Koh và cộng sự (2015) tìm thấy biến quy mô công ty có ảnh hưởng cùng chiều đến việc hồi phục doanh nghiệp từ việc sử dụng TCT tài sản và cắt giảm nhân sự. Bài viết đưa biến LnAsset nhằm xem xét ảnh hưởng của quy mô công ty đến việc thực hiện các chiến lược TCT của các công ty Việt Nam, cũng như ảnh hưởng của biến LnAsset đến việc phục hồi doanh nghiệp ở các công ty KQTC.

Biến Volatility: biến số đại diện cho rủi ro của công ty từ góc độ thị trường khi công ty thực hiện các chiến lược TCT, được đo bằng độ lệch chuẩn tỷ suất sinh lợi trung bình cổ phiếu công ty trong năm.

Biến Return: biến số phản ánh tỷ suất sinh lợi trung bình (tháng) của công ty trong năm. Biến Return được tính dựa trên giá cổ phiếu đóng cửa có điều chỉnh vào cuối mỗi tháng trong năm. Kết quả của Koh và cộng sự (2015) tìm thấy biến Volatility có ảnh hưởng cùng chiều đến việc thực hiện chiến lược TCT hoạt động, TCT tài sản; có ảnh hưởng cùng chiều đến việc phục hồi doanh nghiệp. Ngược lại, biến Return có tác động ngược chiều đến việc sử dụng ở các chiến lược TCT, và có tác động tiêu cực

đến việc phục hồi doanh nghiệp ở hầu hết các chiến lược TCT. Khi nghiên cứu ở các công ty Việt Nam, bài viết sử dụng biến Volatility, biến Return để xem xét ảnh hưởng của rủi ro, tỷ suất sinh lợi đến việc sử dụng các chiến lược TCT, và nghiên cứu ảnh hưởng của các biến này đến việc phục hồi công ty.

Biến Institutional: biến số phản ánh mức độ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức trong công ty cổ phần, được tính bằng tỷ lệ sở hữu từ nhà đầu tư tổ chức, được sử dụng trong bài viết của Bethel và Liebeskind (1993), Kang và Shivdasani (1997), Koh và cộng sự (2015). Kết quả của Bethel và Liebeskind (1993) dựa trên mẫu nghiên cứu từ các công ty Mỹ đã tìm thấy bằng chứng việc các cổ đông bên ngoài đã gây áp lực để các công ty thực hiện TCT nhân sự quản lý. Trong khi đó, Kang và Shivdasani (1997) cung cấp bằng chứng về mối quan hệ cùng chiều giữa xác suất thực hiện chiến lược TCT nhân sự quản lý với các cổ đông lớn bên ngoài. Nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015) tìm thấy yếu tố cổ đông tổ chức có tác động cùng chiều đến việc sử dụng chiến lược TCT từ nguồn nợ vay của doanh nghiệp. Do đó, khi thực hiện nghiên cứu ở các công ty Việt Nam, Luận án đưa biến số Institutional như là một cách kiểm soát có hay không ảnh hưởng của nhà đầu tư tổ chức đến khả năng thực hiện chiến lược TCT, xem xét ảnh hưởng của biến này đến việc phục hồi doanh nghiệp.

Biến CashFlow: biến số đại diện cho việc kiểm soát dòng tiền công ty, được tính bằng dòng tiền hoạt động trên tổng tài sản. Koh và cộng sự (2015) tìm thấy dòng tiền hoạt động thuần làm hạn chế việc sử dụng hầu hết các chiến lược TCT. Biến CashFlow được bài viết đưa vào nghiên cứu để kiểm soát dòng tiền hoạt động đến việc thực hiện các chiến lược TCT ở các công ty Việt Nam, và nghiên cứu ảnh hưởng của dòng tiền đến việc phục hồi của các công ty KQTC.

Cuối cùng, biến Leverage: được tính bằng nợ dài hạn chia cho giá trị thị trường vốn chủ sở hữu và giá trị sổ sách nợ dài hạn, được sử dụng trong bài viết của Koh và cộng sự (2015). Bài viết sử dụng biến Leverage trong đề tài nhằm kiểm soát có hay không ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến việc sử dụng chiến lược TCT, ảnh hưởng của yếu tố đòn bẩy tài chính đến việc phục hồi của công ty KQTC.

3.3. Mô hình thực nghiệm

3.3.1. Mô hình nghiên cứu ảnh hưởng của KQTC đến chiến lược TCT trong mối liên hệ với chu kỳ sống

Để trả lời câu hỏi thứ 1 và thứ 2 của Luận án, đề tài dựa vào tổng quan lý thuyết chu kỳ sống, KQTC, TCT và kế thừa mô hình nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015) nhằm kiểm định ảnh hưởng của KQTC đến chiến lược TCT trong mối liên hệ với chu kỳ sống ở các công ty Việt Nam theo mô hình nghiên cứu sau:

$$\begin{aligned} \text{Restructuring}_{it} = & \alpha_1 + \alpha_2 \text{Birth}_{it} + \alpha_3 \text{Growth}_{it} + \alpha_4 \text{Mature}_{it} + \alpha_5 \text{FD}_{it} + \alpha_6 \text{Birth} * \text{FD}_{it} + \alpha_7 \text{Growth} * \text{FD}_{it} \\ & + \alpha_8 \text{Mature} * \text{FD}_{it} + \alpha_9 \text{TobinsQ}_{it} + \alpha_{10} \text{LnAsset}_{it} + \alpha_{11} \text{Institutional}_{it} + \alpha_{12} \text{Volatility}_{it} + \alpha_{13} \text{Return}_{it} + \\ & \alpha_{14} \text{Leverage}_{it} + \alpha_{15} \text{CashFlow}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3.6)$$

Trong đó: Biến phụ thuộc (biến giả) $\text{Restructuring}_{it}$ đại diện cho các chiến lược TCT mà công ty i sử dụng ở thời điểm t xảy ra KQTC, nhận giá trị bằng 1 khi công ty sử dụng chiến lược TCT ở thời điểm KQTC, ngược lại bằng 0.

Biến $\text{Restructuring}_{it}$ lần lượt là các chiến lược TCT nhân sự quản lý (CEO); TCT hoạt động (gồm các phương án: cắt giảm hoạt động đầu tư INV, cắt giảm GVHB (COG), cắt giảm lao động EMP); TCT tài sản (ASSET); TCT nguồn tài trợ (gồm các phương án: cắt giảm hoặc không trả cổ tức (DIV), phương án dựa trên nguồn tài trợ nợ vay (NetDebt); phương án dựa trên nguồn tài trợ vốn cổ phần (NetEquity)); và chiến lược TCT từ thương vụ M&A. Các định nghĩa về biến ở mô hình (3.6) được trình bày ở bảng 3.3.

Biến FD_{it} (biến giả) đại diện cho tình trạng KQTC của công ty, nhận giá trị bằng 1 nếu công ty i xảy ra KQTC ở năm t , ngược lại bằng 0. Theo giả thuyết H1, đề tài kỳ vọng hệ số hồi quy của biến FD trong mô hình (3.6) mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê. Để trả lời câu hỏi thứ 1, Luận án dựa trên kết quả ước lượng hệ số hồi quy của biến FD . Nếu hệ số hồi quy của biến FD dương và có ý nghĩa thống kê; điều này hàm ý ở điều kiện các yếu tố khác không đổi, KQTC sẽ thúc đẩy các công ty Việt Nam gia tăng thực hiện chiến lược TCT.

Biến tương tác gồm có: $\text{Birth} * \text{FD}$, $\text{Growth} * \text{FD}$, $\text{Mature} * \text{FD}$ nhằm kiểm định mối liên hệ giữa KQTC và các giai đoạn của chu kỳ sống khi công ty sử dụng chiến

lược TCT. Kết quả từ mô hình (3.6) của nghiên cứu cũng giúp trả lời câu hỏi thứ 2 liệu rằng các chiến lược TCT được công ty KQTC thực hiện như thế nào ở từng giai đoạn phát triển của chu kỳ sống. Theo giả thuyết H2, bài viết kỳ vọng hệ số hồi quy của các biến tương tác ở mô hình (3.6) có ý nghĩa thống kê. Hệ số hồi quy của các biến tương tác Birth*FD, Growth*FD, Mature*FD có ý nghĩa thống kê, cho biết được sự thay đổi của chiến lược TCT so với từng giai đoạn trong chu kỳ sống khi công ty rơi vào tình trạng KQTC. Bên cạnh đó; hệ số hồi quy của biến Birth, Growth, Mature có ý nghĩa thống kê nhằm giải thích thêm sự khác biệt về việc sử dụng chiến lược TCT giữa các giai đoạn chu kỳ sống (điều kiện các yếu tố còn lại không thay đổi).

Biến TobinsQ, LnAsset, Institutional, Volatility, Return, Leverage, CashFlow là các biến kiểm soát trong mô hình. Như vậy, mô hình (3.6) được hồi quy 9 lần tương ứng với từng chiến lược TCT.

3.3.2. Mô hình nghiên cứu khả năng hồi phục từ chiến lược TCT của các công ty KQTC

Để trả lời câu hỏi thứ 3 của bài nghiên cứu liệu rằng công ty KQTC có được phục hồi từ việc sử dụng chiến lược TCT, bài viết kế thừa mô hình nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015) để thực hiện cho mẫu các công ty Việt Nam. Mô hình (3.7) nhằm kiểm định khả năng hồi phục của công ty KQTC khi thực hiện chiến lược TCT:

$$\text{Recovery}_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 \text{Birth}_{itFD} + \alpha_3 \text{Growth}_{itFD} + \alpha_4 \text{Mature}_{itFD} + \alpha_5 \text{Restructuring}_{itFD} + \alpha_6 \text{Birth*Restructuring}_{itFD} + \alpha_7 \text{Growth*Restructuring}_{itFD} + \alpha_8 \text{Mature*Restructuring}_{itFD} + \alpha_9 \text{TobinsQ}_{itFD} + \alpha_{10} \text{LnAsset}_{itFD} + \alpha_{11} \text{Institutional}_{itFD} + \alpha_{12} \text{Volatility}_{itFD} + \alpha_{13} \text{Return}_{itFD} + \alpha_{14} \text{Leverage}_{itFD} + \alpha_{15} \text{CashFlow}_{itFD} + \varepsilon_i \quad (3.7)$$

Biến phụ thuộc: Biến Recovery ở mô hình (3.7) là biến giả đại diện cho sự hồi phục của công ty KQTC, bằng 1 khi công ty được xem là hồi phục vượt qua tình trạng KQTC; ngược lại bằng 0. Biến Restructuring_{it} (biến giả) bằng 1 khi công ty KQTC thực hiện chiến lược TCT, ngược lại bằng 0.

Restructuring_{it} (biến giả) đại diện gồm các chiến lược TCT nhân sự quản lý (CEO); TCT hoạt động (gồm các phương án: cắt giảm hoạt động đầu tư (INV), cắt giảm GVHB (COG), cắt giảm lao động (EMP)); TCT tài sản (ASSET); TCT nguồn tài trợ (gồm các phương án: cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức (DIV), phương án dựa

trên nguồn tài trợ nợ vay (NetDebt); phương án dựa trên nguồn tài trợ vốn cổ phần (NetEquity)) và chiến lược TCT từ thương vụ M&A. Như vậy, mô hình (3.7) được hồi quy 9 lần tương ứng với từng chiến lược TCT.

Theo giả thuyết H3, bài nghiên cứu kỳ vọng hệ số biến Restructuring trong mô hình (3.7) được kỳ vọng mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê. Nếu hệ số hồi quy của biến Restructuring mang giá trị dương và có ý nghĩa thống kê; điều này hàm ý ở điều kiện các yếu tố khác không đổi, chiến lược TCT mà công ty sử dụng mang lại hiệu quả giúp công ty hồi phục sau KQTC. Ngoài ra, hệ số hồi quy biến tương tác Birth*Restructuring, Growth *Restructuring, Mature*Restructuring nếu có ý nghĩa thống kê, cho thấy được khả năng hồi phục sau KQTC từ các chiến lược TCT có liên hệ với lý thuyết chu kỳ sống. Biến TobinsQ, LnAsset, Institutional, Volatility, Return, Leverage, CashFlow là các biến kiểm soát trong mô hình. Các định nghĩa về biến ở mô hình (3.7) được trình bày ở bảng 3.3.

Bảng 3.3. Bảng tóm tắt các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến số	Ký hiệu	Mô tả biến
Chiến lược TCT nhân sự quản lý	CEO	Bằng 1 nếu tại năm KQTC, công ty thay thế vị trí lãnh đạo ở ban điều hành; ngược lại bằng 0.
Chiến lược TCT hoạt động	INV	Bằng 1 nếu tại năm KQTC, dòng tiền thuần hoạt động đầu tư của công ty thấp hơn dòng tiền thuần hoạt động đầu tư trung bình của ngành; ngược lại bằng 0.
	COG	Bằng 1 nếu tại năm KQTC, GVHB / doanh thu thuần công ty thấp hơn GVHB / doanh thu thuần trung bình của ngành; ngược lại bằng 0.
	EMP	Bằng 1 nếu tại năm KQTC, số lượng lao động của công ty thấp hơn mức lao động trung bình của ngành; ngược lại bằng 0.

Chiến lược TCT tài sản	ASSET	Bằng 1 nếu tại năm KQTC, TSCĐHH ròng của công ty thấp hơn giá trị TSCĐHH ròng trung bình của ngành; ngược lại bằng 0.
Chiến lược TCT nguồn tài trợ	DIV	Bằng 1 nếu tại năm KQTC, công ty không trả cổ tức hoặc có trả cổ tức nhưng cổ tức đã trả cho cổ đông thấp hơn giá trị cổ tức trung bình của ngành; ngược lại bằng 0.
	NetDebt	Bằng 1 nếu tại năm KQTC, công ty có giá trị nợ ròng cao hơn giá trị nợ ròng trung bình của ngành; ngược lại bằng 0. Nợ ròng = (Tiền vay nhận được – tiền chi trả nợ vay) / Tổng tài sản.
	NetEquity	Bằng 1 nếu tại năm KQTC, vốn cổ phần ròng công ty cao hơn vốn cổ phần ròng trung bình của ngành; ngược lại bằng 0. Vốn cổ phần ròng = (tiền thu từ phát hành cổ phiếu và nhận vốn góp – tiền chi trả vốn góp và mua lại cổ phiếu đã phát hành) / Tổng tài sản.
Chiến lược TCT từ thương vụ M&A	M&A	Bằng 1 nếu tại năm KQTC, công ty giao dịch thành công thương vụ M&A; ngược lại = 0.
Hồi phục từ chiến lược TCT	Recovery	Bằng 1 nếu công ty KQTC được phục hồi, ngược lại bằng 0.
Biến độc lập – phân loại các giai đoạn chu kỳ sống	Birth	Bằng 1 nếu năm quan sát có giá trị thuộc giai đoạn khởi sự, ngược lại bằng 0.
	Growth	Bằng 1 nếu năm quan sát có giá trị thuộc giai đoạn tăng trưởng, ngược lại bằng 0.
	Mature	Bằng 1 nếu năm quan sát có giá trị thuộc giai đoạn bão hòa, ngược lại bằng 0.

Biến độc lập – FD: kiệt quỹ tài chính	FD_KMV Merton	Bằng 1, nếu năm quan sát xảy ra KQTC, ngược lại bằng 0. Kết quả tính dựa theo số liệu bảng 3.1.
	FD_thucte	Bằng 1, nếu năm quan sát xảy ra KQTC, ngược lại bằng 0. Kết quả tính toán căn cứ theo dấu hiệu quan sát từ số liệu tài chính thực tế của doanh nghiệp.
Cơ hội tăng trưởng công ty	TobinsQ	(Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu + giá trị sổ sách của nợ) / Tổng tài sản
Quy mô công ty	LnAsset	Logarit tự nhiên của tổng tài sản
Tỷ lệ sở hữu của các tổ chức	Institutional	Tỷ lệ cổ phần của các nhà đầu tư là tổ chức
Biến động rủi ro	Volatility	Độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lợi hàng tháng của cổ phiếu trong năm
Tỷ suất sinh lợi	Return	Tỷ suất sinh lợi trung bình (tháng) trong năm
Đòn bẩy tài chính	Leverage	Nợ dài hạn / (Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu + giá trị sổ sách nợ dài hạn)
Dòng tiền hoạt động	CashFlow	Dòng tiền thuần từ hoạt động / Tổng tài sản

Nguồn: Tác giả tổng hợp

3.4. Phương pháp ước lượng

Để thực hiện kiểm định mô hình (3.6) và (3.7), đề tài sử dụng các ước lượng dành cho dữ liệu bảng (panel data). Dữ liệu dạng bảng là dữ liệu của nhiều đối tượng (các công ty) tại nhiều thời điểm, là sự kết hợp của dữ liệu chéo theo không gian và dữ liệu theo chuỗi thời gian. Ngoài ra, các biến phụ thuộc ở mô hình (3.6) và (3.7) là biến giả nhị phân, thể hiện 2 sự lựa chọn, được mã hóa bằng hai giá trị 1 và 0 nhằm xác định xác suất biến cố xảy ra khi giá trị được nhận là bằng 1 và bằng 0. Do đó, bài viết trình bày hướng nghiên cứu mô hình hồi quy với biến phụ thuộc là biến nhị phân.

Khi biến phụ thuộc ở dạng nhị phân thì việc sử dụng mô hình xác suất tuyến tính (LPM – Linear Probability Model) để ước lượng sẽ có nhược điểm vì:

Thứ nhất, do mô hình LPM được ước lượng bằng phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS - Ordinary Least Squares) nên mô hình LPM vẫn bị phương sai thay đổi, vi phạm giả thiết ban đầu của OLS nên việc kiểm định ý nghĩa không thể tin cậy.

Thứ hai, sai số ngẫu nhiên không phân phối theo quy luật chuẩn.

Thứ ba, về phải biến phụ thuộc của phương trình hồi quy có thể đem lại những xác suất nhỏ hơn 0 hoặc lớn hơn 1, bởi vì phương pháp ước lượng OLS không tính đến sự ràng buộc các xác suất ước lượng phải thuộc khoảng giới hạn từ 0 đến 1.

Với các nhược điểm như vậy, mô hình xác suất tuyến tính LPM không phải là sự lựa chọn để ước lượng dữ liệu có biến phụ thuộc nhị phân. Do đó, để giải quyết các nhược điểm trên và để tránh giá trị xác suất nằm ngoài $[0, 1]$, Luận án kế thừa nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015) sử dụng mô hình Logit để thay thế cho ước lượng có dữ liệu biến phụ thuộc là biến nhị phân.

3.4.1. Mô hình Logit – phương pháp phân tích hồi quy Logit

Mục tiêu chính khi xây dựng mô hình Logit là nhằm ước lượng xác suất xảy ra biến cố khi cho trước giá trị của các biến độc lập. Hàm số được xây dựng là hàm xác suất. Một trong những phương pháp ước lượng hàm xác suất là phương pháp phân tích hồi quy Logit (còn gọi là Logistic Regression). Phương pháp phân tích hồi quy Logit xem xét mối quan hệ giữa biến phụ thuộc là biến định tính và biến độc lập có thể là biến định lượng hoặc biến định tính. Mô hình nguyên mẫu thiết lập như sau:

$$\text{Đặt } P_i = P_r(Y_i = 1 | X_{2i}, X_{3i}, \dots, X_{ki}) = f(X_{2i}, X_{3i}, \dots, X_{ki})$$

Gọi $P_i(Y_i = 1)$ là xác suất để Y bằng 1 đối với quan sát thứ i . Khi đó, giá trị P_i nằm trong khoảng $0 \leq P_i(Y_i = 1) \leq 1$. Có 2 điều kiện cần lưu ý khi xây dựng hàm xác suất:

Thứ nhất: Giá trị X_i của các biến độc lập (các biến bên vế phải của phương trình) thay đổi thì xác suất ước lượng luôn nằm trong khoảng từ 0 đến 1.

Thứ hai: Mối quan hệ giữa P_i và X_i là mối quan hệ phi tuyến, nghĩa là khi X_i nhỏ thì xác suất tiến gần đến 0 với tốc độ chậm dần và khi X_i rất lớn thì xác suất tiến gần đến 1 với tốc độ chậm dần (Aldrich và Nelson, 1984).

Nếu f là hàm mật độ của phân phối logistic (Logistic probability distribution), ta được mô hình Logit. Mô hình Logistic được ra đời và phát triển bởi Cox (1958). Mô hình Logit giả định rằng phân phối xác suất của sai số theo phân phối xác suất Logistic.

Đặt $Z_i = \beta_1 + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_k X_{ki} + U_i$, trong đó Z_i là hàm theo các biến X . Các tham số $\beta_2, \beta_3, \dots, \beta_k$ lần lượt là các hệ số hồi quy theo biến X_2, X_3, \dots, X_k , β_1 là hệ số chặn của

phương trình Z_i . Nếu Z có phân phối Logistic thì $f(Z) = \frac{e^Z}{1+e^Z} = \frac{1}{1+e^{-Z}}$

Khi đó, mô hình Logit có thể được viết như sau: $P_i = P_r(Y_i = 1 | Z_i) = \frac{e^{Z_i}}{1+e^{Z_i}} = \frac{1}{1+e^{-Z_i}}$

Như vậy, P_i là xác suất để Y_i nhận giá trị bằng 1 ($Y_i = 1$) và xác suất để Y_i nhận giá trị bằng 0 ($Y_i = 0$) là $1-P_i$

Như vậy: $1 - P_i = 1 - \frac{1}{1+e^{-Z_i}} = \frac{e^{-Z_i}}{1+e^{-Z_i}}$. Chia tử số và mẫu số cho e^{-Z_i} , giá trị $1 - P_i$ được viết lại như sau:

$1 - P_i = \frac{e^{-Z_i}}{\frac{1+e^{-Z_i}}{e^{-Z_i}}} = \frac{1}{\frac{1}{e^{-Z_i}} + 1} = \frac{1}{1+e^{Z_i}}$. Khi Z_i dao động trong khoảng từ $-\infty$ đến $+\infty$ thì P_i dao động từ 0 đến 1.

Chia P_i cho $1 - P_i$ ta được: $\frac{P_i}{1-P_i} = \frac{1+e^{Z_i}}{1+e^{-Z_i}} = e^{Z_i}$. Lấy logarithm tự nhiên cho 2 vế, ta được

$$L_i = \ln\left(\frac{P_i}{1-P_i}\right) = Z_i = \beta_1 + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_k X_{ki} + U_i$$

Theo Gujarati (2011), Z_i được tính bằng $Z_i = \ln\left(\frac{P_i}{1-P_i}\right)$. Tỷ số $\frac{P_i}{1-P_i}$ còn được gọi là tỷ số Odds. Trong mô hình hồi quy Logit, các nhà nghiên cứu còn quan tâm đến tỷ số Odd ratios, viết tắt là OR (tạm dịch: tỷ số khả năng). Tỷ số Odd ratios dùng để so sánh khả năng (xác suất) xảy ra biến cố so với khả năng không xảy ra biến cố, được tính như sau:

$$\text{Odds} = \frac{P_i}{1-P_i}, \text{ tỷ số này còn có thể được tính } \ln \text{ Odds} = \ln\left(\frac{P_i}{1-P_i}\right).$$

Khi Odds = 1, thì khả năng (xác suất) xảy ra biến cố bằng khả năng không xảy ra biến cố và đều bằng 0,5.

Khi Odds > 1, thì khả năng xảy ra biến cố lớn hơn khả năng không xảy ra biến cố.

Khi Odds < 1, thì khả năng xảy ra biến cố thấp hơn khả năng không xảy ra biến cố.

Các hệ số hồi quy trong mô hình Logit được ước lượng bằng phương pháp hợp lý cực đại (MLE – Maximum Likelihood Estimation), còn được gọi là phương pháp hợp lý tối đa. Theo Gujarati (2011) thì phương pháp hợp lý cực đại đặc biệt hữu ích khi ước lượng các hệ số của các mô hình hồi quy phi tuyến như mô hình Logit, mô hình Probit, mô hình Logit và Probit đa thức. Giả sử, chúng ta xem xét mô hình hồi quy đa biến như sau:

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_k X_{ki} + U_i \quad (3.8)$$

Trong đó U_i là sai số có dạng phân phối như sau: $U_i \sim \text{IIDN}(0, \sigma^2)$ (3.9)

Nghĩa là sai số U_i có phân phối độc lập và giống như một phân phối chuẩn (IIDN – Independently and Identically Distributed as a Normal distribution), có giá trị trung bình bằng 0 và phương sai không đổi. Do các hệ số $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ là hằng số và các biến số X được giả định là cố định khi lấy mẫu lặp đi lặp lại, phương trình (3.9) hàm ý là:

$$Y_i \sim \text{IIDN}(\beta_1 + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_k X_{ki}, \sigma^2) \quad (3.10)$$

Do đó Y_i cũng có phân phối độc lập và giống như một phân phối chuẩn với các hệ số β như đã đề cập ở phương trình (3.10). Vì vậy, ta có thể viết:

$$f(Y_i) = \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}} \exp\left[-\frac{1}{2\sigma^2} (Y_i - \beta_1 - \beta_2 X_{2i} - \dots - \beta_k X_{ki})^2\right] \quad (3.11)$$

Trong đó: \exp là e lũy thừa của biểu thức trong ngoặc vuông và e là cơ số của logarithm tự nhiên. Phương trình (3.11) là hàm mật độ của biến Y_i có phân phối chuẩn với giá trị trung bình và phương sai được cho ở phương trình (3.10).

Vì mỗi Y_i có phân phối như ở phương trình (3.11) nên hàm mật độ kết hợp (tức là xác suất kết hợp) của các quan sát Y có thể được viết như là tích của n số hạng, mỗi số hạng cho mỗi biến Y_i . Tích các số hạng ở phương trình (3.11) có kết quả như sau:

$$f(Y_1, Y_2, \dots, Y_n) = \frac{1}{\sigma^n (\sqrt{2\pi})^n} \exp\left[-\frac{1}{2} \sum \frac{(Y_i - \beta_1 - \beta_2 X_{2i} - \dots - \beta_k X_{ki})^2}{\sigma^2}\right] \quad (3.12)$$

Nếu như các biến số Y_1, Y_2, \dots, Y_n được cho trước hoặc được biết trước thông qua việc thu thập dữ liệu thì các hệ số $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ và σ^2 lại không được biết trước, hàm f ở phương trình (3.12) được gọi là hàm khả năng (Likelihood Function), được ký hiệu là LF. Khi đó, phương pháp ước lượng hợp lý cực đại (the method of maximum likelihood estimation MLE) hay còn gọi là khả năng tối đa là phương pháp ước lượng các hệ số hồi

quy theo cách mà xác suất để quan sát các Y_i từ mẫu là cao nhất có thể. Do đó, ta phải tìm được giá trị cực đại (tối đa) của phương trình (3.12) bằng cách lấy logarithm tự nhiên hai vế của hàm, ta có kết quả ở phương trình (3.13) như sau:

$$-\frac{n}{2} \ln \sigma^2 - \frac{n}{2} \ln(2\pi) - \frac{1}{2} \sum \frac{(Y_i - \beta_1 - \beta_2 X_{2i} - \dots - \beta_k X_{ki})^2}{\sigma^2} \quad (3.13)$$

Bởi vì số hạng cuối cùng ở phương trình (3.13) có dấu âm nên để tối đa hóa phương trình (3.13), ta phải tối thiểu hóa số hạng cuối cùng này. Ở số hạng cuối cùng, ta thấy ngoài phần mẫu số σ^2 thì phần tử số chính là sai số bình phương của OLS. Nghiên cứu của Gujarati (2011) cho rằng nếu chúng ta lấy đạo hàm theo hệ số chặn và hệ số góc, chúng ta sẽ tìm ra được ước lượng $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ giống như các ước lượng OLS.

Riêng ở phần phương sai của sai số, tức là σ^2 có sự khác biệt, ở phương pháp ước lượng tối đa, ta có: $\hat{\sigma}_{ML}^2 = \frac{\sum e_i^2}{n}$. Trong khi đó, ước lượng của OLS là:

$$\hat{\sigma}_{OLS}^2 = \frac{\sum e_i^2}{n-k} \quad (\text{với } n-k \text{ là số bậc tự do, } n \text{ số quan sát, } k \text{ là số hệ số})$$

Như vậy phương sai chưa biết của phương pháp ước lượng hợp lý cực đại MLE không được điều chỉnh bậc tự do, trong khi phương pháp OLS thì có. Ở các mẫu nhỏ thì ước lượng bằng MLE là một ước lượng bị chệch của phương sai thực của sai số. Nhưng khi tăng dần cỡ mẫu quan sát lên thì các ước lượng của phương pháp hợp lý cực đại MLE sẽ tiệm cận (asymptotic) về các ước lượng không chệch. Như vậy, ở các mẫu lớn thì hai phương pháp ước lượng cho kết quả như nhau. Các hệ số hồi quy trong mô hình Logit cho biết độ mạnh cũng như chiều hướng tác động của biến số đến xác suất để Y nhận giá trị bằng 1.

Theo Gujarati (2011), mô hình Logit và Probit nói chung cho các kết quả tương tự nhau, điểm khác biệt chính giữa hai mô hình là phần đuôi của đường cong. Phương sai của một biến ngẫu nhiên theo phân phối logistic là $\pi^2/3$, trong khi đó một biến ngẫu nhiên theo phân phối chuẩn hóa là 1. Điều này cho thấy xác suất có điều kiện P_i tiến về 0 hoặc 1 của mô hình Logit chậm hơn mô hình Probit. Theo Gujarati (2011) thì nhiều nghiên cứu thích chọn mô hình Logit hơn vì nó tương đối đơn giản hơn về mặt toán học.

3.4.2. Mô hình Logit với hiệu ứng tác động ngẫu nhiên (REM)

Đặt $Z_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + U_{it}$ là phương trình hồi quy cho dữ liệu dạng bảng với biến phụ thuộc nhị phân, trong đó Z là hàm theo các biến X và $\beta_2, \beta_3, \dots, \beta_k$ lần lượt là các hệ số hồi quy theo biến X_2, X_3, \dots, X_k , β_1 là hệ số chặn của phương trình Z . Phương trình được viết dưới dạng tổng quát như sau:

$Z_{it} = X_{it}\beta + U_{it}$, với i là đại diện cho công ty và t là thời gian quan sát; Z là vector tập hợp các biến phụ thuộc; X vector là tập hợp các biến độc lập.

Mô hình dữ liệu bảng với hiệu ứng tác động ngẫu nhiên (random effects model) xem xét đến các đặc điểm riêng ở từng công ty và các đặc điểm riêng này khác nhau ở từng công ty. Và điều quan trọng ở hiệu ứng tác động ngẫu nhiên giả định các đặc điểm riêng này không tương quan với biến độc lập. Sự khác biệt của các đặc điểm riêng này được chứa đựng trong thành phần sai số ngẫu nhiên của mô hình. Khi đó mô hình được viết lại:

$Z_{it} = X_{it}\beta + v_{it} + \mu_i$, với $U_{it} = v_{it} + \mu_i$ là chênh lệch tung độ góc; v_{it} và μ_i là các đại lượng ngẫu nhiên.

3.4.3. Mô hình Logit với hiệu ứng tác động cố định (FEM)

Mô hình dữ liệu bảng với hiệu ứng tác động cố định (fixed effects model) xem xét ảnh hưởng của các yếu tố cố định, trong đó xem mỗi công ty như là một biến giả (dummy variable), các biến giả này đóng vai trò như là yếu tố cố định. Do đó, mỗi công ty sẽ có một hàm hồi quy riêng, chỉ khác nhau về tung độ góc của từng công ty. Khi đó mô hình được viết lại như sau:

$Z_{it} = X_{it}\beta + \alpha_i D_{it} + U_{it}$, với D là vector tập hợp các biến giả công ty, $D=1$ nếu là công ty thứ i , ngược lại nhận giá trị bằng 0. Tuy nhiên, hiệu ứng tác động cố định có nhược điểm vì do mô hình này đưa thêm nhiều biến giả vào mô hình nên làm giảm bậc tự do.

3.4.4. Kiểm định sự lựa chọn phù hợp của mô hình

Để kiểm định mô hình phù hợp cho mẫu nghiên cứu dữ liệu của các công ty Việt Nam, Luận án sử dụng kiểm định Hausman (Hausman, 1978) để so sánh mô hình hồi quy Logit giữa hiệu ứng tác động cố định và hiệu ứng tác động ngẫu nhiên với biến phụ thuộc nhị phân. Giả thuyết H_0 được đặt ra như sau:

$H_0: \text{Cov}(X_{it}, \mu_i) = 0$ (các tác động ngẫu nhiên không tương quan với biến độc lập).

Nếu chấp nhận giả thuyết H_0 , nghĩa là kết quả ước lượng cho thấy cả ước lượng hiệu ứng tác động ngẫu nhiên và hiệu ứng tác động cố định đều vững nhưng ước lượng hiệu ứng tác động ngẫu nhiên hiệu quả hơn nên chọn hiệu ứng tác động ngẫu nhiên với biến phụ thuộc nhị phân. Nếu bác bỏ giả thuyết H_0 , hiệu ứng tác động cố định với biến phụ thuộc nhị phân vững hơn nên được chọn.

Phương pháp bootstrap cho ước lượng sai số chuẩn

Phương trình (3.6) và (3.7) là các phương trình chính của mô hình nhằm để giải quyết các mục tiêu nghiên cứu và câu hỏi nghiên cứu ở chương 1. Do biến phụ thuộc ở mô hình (3.6) và (3.7) đều là biến giả nhị phân, đồng thời với những luận giải về phương pháp ước lượng xử lý số liệu đã được trình bày nên các dữ liệu trong bài viết ở mô hình (3.6) và (3.7) đều lần lượt sử dụng hồi quy Logit với hiệu ứng cố định và hiệu ứng ngẫu nhiên. Sau đó, bằng kiểm định Hausman (Hausman Test), Luận án lựa chọn mô hình hồi quy Logit với hiệu ứng ngẫu nhiên là phù hợp nhất cho mẫu số liệu của nghiên cứu với ước lượng MLE, đồng thời bài viết xử lý ước lượng sai số chuẩn bằng phương pháp bootstrap (Efron và Tibshirani, 1994) để đảm bảo độ tin cậy các hệ số hồi quy. Phương pháp bootstrap dựa trên nguyên lý lấy mẫu có hoàn lại. Trên cơ sở chỉ với một mẫu dữ liệu ban đầu, bằng phương pháp lấy mẫu có hoàn lại có thể tạo ra nhiều mẫu mới theo yêu cầu, từ đó có thể ước lượng được các tham số đặc trưng trong thống kê. Điểm quan trọng của phương pháp bootstrap là đối xử với mẫu như là tổng thể. Phương pháp bootstrap giúp cung cấp nhiều thông tin chi tiết hơn của các giá trị thống kê. Dữ liệu ước lượng được Luận án thực hiện trên phần mềm Stata.

3.5. Dữ liệu nghiên cứu và mô tả thống kê

3.5.1. Dữ liệu nghiên cứu

Để thực hiện mục tiêu và trả lời các câu hỏi nghiên cứu, tác giả sử dụng mẫu dữ liệu bảng với các điều kiện chọn mẫu như sau:

- Các công ty chọn được niêm yết trên TTCK Việt Nam, gồm sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX) và sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX). Các công ty thuộc lĩnh vực tài chính, ngân hàng, bảo hiểm, công ty chứng khoán, quỹ đầu tư được Luận án loại ra khỏi mẫu quan sát. Theo Rego (2003) thì nhóm các công ty này khác

biệt đáng kể khi áp dụng các chính sách kế toán và nguồn gốc của các ước tính kế toán, cùng với những ràng buộc pháp lý khác nhau mà các doanh nghiệp này phải đáp ứng.

- Các công ty được phân loại theo hệ thống phân nhóm ngành tiêu chuẩn ICB (Industry Classification Benchmark). ICB là hệ thống phân ngành cho các công ty, được phát triển bởi hệ thống Dow Jones và công ty FTSE. Hệ thống này gồm 10 nhóm ngành (Industries). Luận án loại nhóm ngành viễn thông do không đủ mẫu doanh nghiệp quan sát. Đồng thời, trong nhóm ngành Tài chính cấp 1, bài viết đã loại ra các công ty thuộc nhóm ngành cấp 2 là: bảo hiểm, ngân hàng, dịch vụ tài chính, đầu tư chứng khoán (Rego, 2003); giữ lại những công ty nhóm ngành bất động sản.

Thời gian nghiên cứu của Luận án từ năm 2005 đến 2016. Mốc thời gian được tác giả lựa chọn nhằm đảm bảo khoảng thời gian tương đối đủ dài cho việc xác định các giai đoạn trong chu kỳ sống doanh nghiệp, xác định khoảng thời gian tối thiểu trước và sau hai năm để xác định tình trạng KQTC và quan sát thời gian phục hồi sau KQTC của công ty. Đề tài loại ra khỏi mẫu một số doanh nghiệp do thiếu nhiều dữ liệu quan sát. Từ hướng thu thập trên, mẫu cuối cùng là dữ liệu bảng cho 526 công ty trong giai đoạn nghiên cứu từ 2005 đến 2016. Bảng 3.4 trình bày thống kê các công ty thuộc các nhóm ngành trong mẫu nghiên cứu của Luận án. Dữ liệu tài chính để tính toán các biến được thu thập từ báo cáo tài chính đã được kiểm toán, báo cáo thường niên được công bố công khai và từ cơ sở dữ liệu của công ty chứng khoán Tài Việt (Vietstock). Ngoài ra, dữ liệu giá chứng khoán hàng ngày của công ty, số lượng cổ phiếu và các dữ liệu liên quan khác được lấy từ cơ sở dữ liệu của Vietstock, công ty chứng khoán Vndirect. Dữ liệu lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam kỳ hạn 1 năm dùng trong mô hình KMV-Merton được thu thập từ cơ sở dữ liệu IFS (International Financial Statistics) của IMF. Số liệu thống kê các thương vụ M&A của các công ty Việt Nam được lấy từ nguồn dữ liệu của Zephyr. 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.

Bảng 3.4. Thống kê các công ty thuộc các nhóm ngành nghiên cứu

STT	Nhóm ngành	Số lượng công ty
1	Các dịch vụ hạ tầng	17
2	Công nghệ	21
3	Công nghiệp	228
4	Dầu khí	7
5	Dịch vụ tiêu dùng	42
6	Hàng tiêu dùng	80
7	Bất động sản	49
8	Vật liệu cơ bản	67
9	Y tế	15
Tổng cộng		526

Nguồn: Tác giả tính toán

3.5.2. Thống kê mô tả dữ liệu nghiên cứu

3.5.2.1. Thống kê mô tả các biến

Bảng 3.5. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Biến số	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
FD_thucte	6.312	0,2514	0,000	0,4339	0,000	1,000
FD_KMV Merton	6.312	0,1027	0,000	0,3035	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
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

Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: FD_thucte & FD_KMV Merton là biến FD dựa trên số liệu tài chính thực tế & theo mô hình KMV-Merton. Birth, Growth, Mature là biến đại diện giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, bão hòa. TobinsQ – Cơ hội tăng trưởng; LnAsset – Quy mô công ty; Institutional – Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức; Volatility – Biến động rủi ro; Return - Tỷ suất sinh lợi; CashFlow - Dòng tiền hoạt động; Leverage – Đòn bẩy tài chính.

Bảng 3.5 tóm tắt thống kê mô tả giá trị trung bình, giá trị trung vị, độ lệch chuẩn, giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất lần lượt của các biến FD được đo lường từ số liệu tài chính thực tế của doanh nghiệp (FD_thucte) và theo mô hình KMV-Merton

(FD_KMV Merton); các biến đại diện cho giai đoạn trong chu kỳ sống của công ty và các biến kiểm soát lần lượt TobinsQ, LnAsset, Institutional, Return, Volatility, Leverage và CashFlow. Dữ liệu được thu thập từ 526 công ty từ 2005 đến 2016. Số mẫu quan sát dao động từ 4.527 quan sát (năm – công ty) đến 6.312 quan sát (năm – công ty). Nguyên nhân có sự dao động số quan sát là vì trong mẫu quan sát của tác giả có một số công ty niêm yết trên TTCK từ năm 2008, nên thông tin giá giao dịch quan sát trước năm 2008 không quan sát được. Số liệu thống kê ở bảng 3.5 cho thấy trung bình có 10.27% trong tổng mẫu quan sát (năm – công ty) xảy ra kiệt quệ tài chính (khi biến FD được đo lường theo mô hình KMV Merton) và 25.14% trong tổng mẫu quan sát xảy ra kiệt quệ tài chính (khi biến FD được đo lường theo số liệu tài chính thực tế). Các giá trị trung bình của các biến chu kỳ sống Birth, Growth và Mature cho biết trung bình lần lượt có 19.31% quan sát thuộc giai đoạn khởi sự; 18.94% quan sát thuộc giai đoạn tăng trưởng và 30.16% quan sát thuộc giai đoạn bão hòa. 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 3.6. Thống kê mô tả các chiến lược TCT (FD_thucte)

Biến số	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
CEO	6.312	0,0791	0,000	0,2698	0,000	1,000
M&A	6.312	0,0702	0,000	0,2555	0,000	1,000
INV	6.312	0,0177	0,000	0,1320	0,000	1,000
COG	5.786	0,0835	0,000	0,2766	0,000	1,000
EMP	6.312	0,1439	0,000	0,3510	0,000	1,000
ASSET	6.312	0,1402	0,000	0,3472	0,000	1,000
DIV	5.786	0,0686	0,000	0,2528	0,000	1,000
NetDebt	6.312	0,1001	0,000	0,3002	0,000	1,000
NetEquity	6.312	0,0849	0,000	0,2788	0,000	1,000

Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Biến CEO, M&A, INV, COG, EMP, ASSET, DIV, NetDebt, NetEquity lần lượt tương ứng đại diện cho chiến lược TCT nhân sự quản lý, M&A, cắt giảm đầu tư, cắt giảm GVHB, cắt giảm lao động, cắt giảm tài sản, cắt giảm cổ tức chi trả, phương án từ nợ, phát hành thêm vốn cổ phần. FD_thucte là biến FD đo lường theo số liệu tài chính thực tế.

Bảng 3.6 và 3.7 tóm tắt thống kê mô tả giá trị trung bình, giá trị trung vị, độ lệch chuẩn, giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất lần lượt của các biến đo lường các chiến lược TCT doanh nghiệp (CEO, M&A, INV, COG, EMP, ASSET, DIV, NetDebt và

NetEquity) khi công ty rơi vào tình trạng KQTC. Số liệu thống kê của đề tài cho thấy trung bình các công ty trong mẫu nghiên cứu từng có sử dụng các chiến lược TCT, nhưng khác nhau ở từng chiến lược. Chiến lược TCT hoạt động từ phương án cắt giảm lao động (EMP) và chiến lược TCT tài sản (ASSET) được các công ty sử dụng nhiều hơn so với các chiến lược TCT còn lại khi KQTC được đo lường theo số liệu tài chính thực tế. Trong khi đó, khi KQTC được xác định dựa theo mô hình KMV-Merton cho thấy chiến lược TCT nhân sự quản lý (CEO) trung bình được các công ty sử dụng nhiều hơn so với các chiến lược TCT còn lại.

Bảng 3.7. Thống kê mô tả các chiến lược TCT (FD_KMV Merton)

Biến số	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
CEO	6.312	0,1027	0,000	0,3035	0,000	1,000
M&A	6.312	0,0428	0,000	0,2024	0,000	1,000
INV	6.312	0,0702	0,000	0,2555	0,000	1,000
COG	5.786	0,0692	0,000	0,2539	0,000	1,000
EMP	5.786	0,0299	0,000	0,1703	0,000	1,000
ASSET	5.786	0,0446	0,000	0,2064	0,000	1,000
DIV	6.312	0,0724	0,000	0,2592	0,000	1,000
NetDebt	5.786	0,0545	0,000	0,2270	0,000	1,000
NetEquity	6.312	0,0562	0,000	0,2303	0,000	1,000

Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Biến CEO, M&A, INV, COG, EMP, ASSET, DIV, NetDebt, NetEquity tương ứng đại diện cho chiến lược TCT nhân sự quản lý, M&A, cắt giảm đầu tư, cắt giảm GVHB, cắt giảm lao động, cắt giảm tài sản, cắt giảm cổ tức, phương án từ nợ, phát hành thêm vốn cổ phần. FD_KMV Merton là biến FD đo lường theo mô hình KMV-Merton.

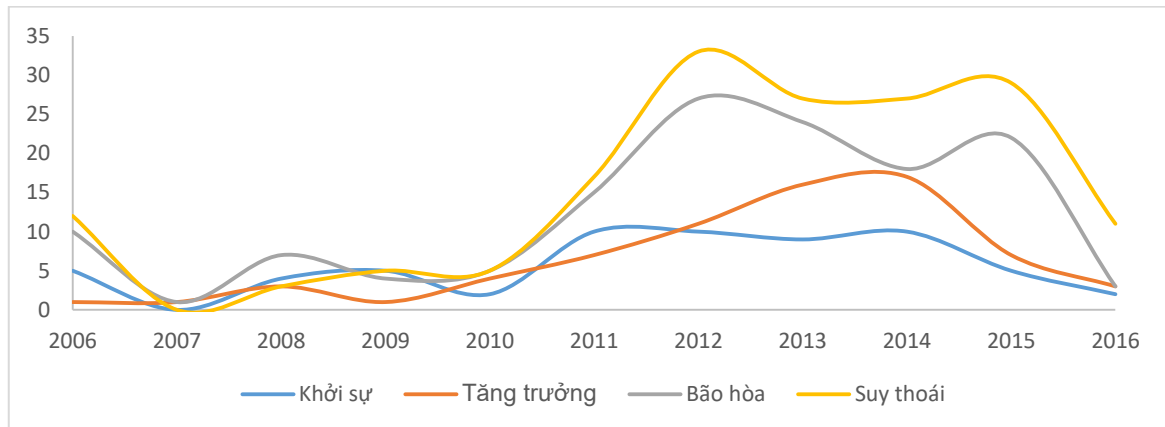
3.5.2.2. Thống kê các giai đoạn chu kỳ sống, KQTC của công ty

Số liệu tổng hợp ở bảng 3.8, hình 3.1 và hình 3.2 cho thấy khi KQTC được xác định dựa trên số liệu tài chính thực tế của công ty thì hầu hết bốn giai đoạn trong chu kỳ sống đều tìm thấy số lượng các công ty KQTC gia tăng trong khoảng thời gian 2011, 2012, 2013, 2014, đỉnh điểm là 2012. Đây là các thời điểm khó khăn cho nền kinh tế Việt Nam và các công ty Việt Nam cũng chịu ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 và khủng hoảng nợ công Châu Âu, từ các chính sách thắt chặt tín dụng của ngân hàng nhà nước. Khi KQTC dựa vào mô hình KMV-Merton cũng cho kết quả gần tương đồng ở các mốc thời gian 2011, 2012. Riêng năm 2008 là năm phản ánh số lượng đột biến của các công ty KQTC ở giai đoạn bão hòa và suy thoái.

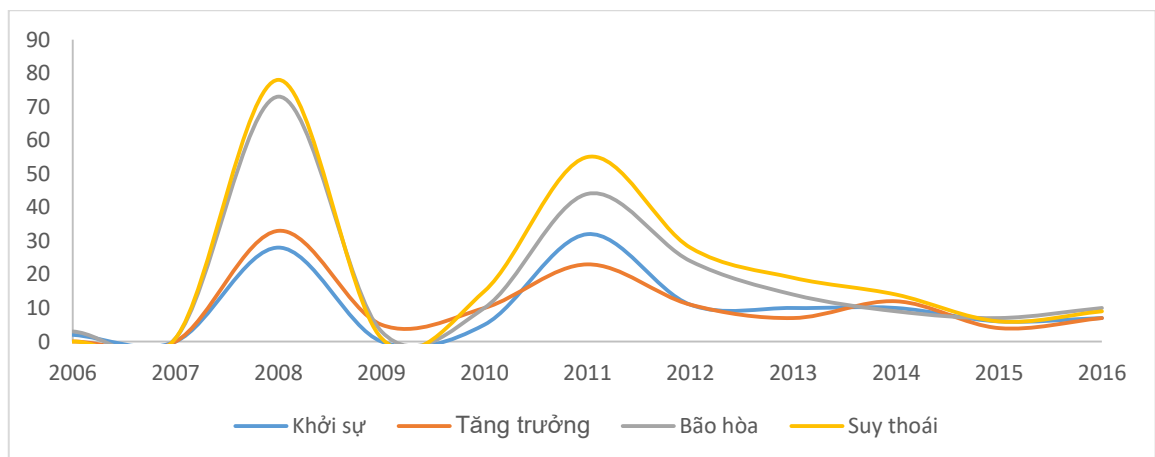
Bảng 3.8. Số quan sát KQTC và không KQTC theo chu kỳ sống

Giai đoạn	Số quan sát KQTC		Số quan sát không KQTC		Tổng	
	Thực tế	KMV Merton	Thực tế	KMV Merton	Thực tế	KMV Merton
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Khởi sự	62	111	943	894	1.005	1.005
Tăng trưởng	71	112	915	874	986	986
Bão hòa	136	198	1.434	1.372	1.570	1.570
Suy thoái	169	226	1.476	1.420	1.645	1.646
Tổng	438	647	4.768	4.560	5.206	5.207

Nguồn: Số liệu tính toán của tác giả

Hình 3.1. Công ty KQTC theo chu kỳ sống từ 2005 - 2016 (thực tế)

Nguồn: Số liệu tính toán của tác giả

Hình 3.2. Công ty KQTC theo chu kỳ sống từ 2005 - 2016 (KMV Merton)

Nguồn: Số liệu tính toán của tác giả

Số liệu tổng hợp còn cho thấy KQTC có thể xảy ra ở bất kỳ giai đoạn nào của chu kỳ sống, xuất hiện ít ở giai đoạn khởi sự nhưng tập trung nhiều ở hai giai đoạn sau, nhiều nhất là ở giai đoạn suy thoái. Số liệu quan sát KQTC theo chu kỳ sống ở năm 2005 không thể hiện ở hình 3.1 và 3.2 vì bị giới hạn số lượng quan sát. Do ở hướng tiếp cận dựa theo mô hình KMV-Merton đòi hỏi phải có dữ liệu giá chứng khoán của các công ty vào năm 2005, tuy nhiên số liệu các công ty niêm yết vào thời điểm này không nhiều tính trên cả 2 thị trường HSX và HNX. Bên cạnh đó, ở hướng tiếp cận đo lường KQTC dựa trên số liệu tài chính thực tế của doanh nghiệp yêu cầu phải quan sát tối thiểu trong 2 năm liên tiếp (2005 và 2004) nên ảnh hưởng đến số lượng quan sát KQTC vào năm 2005.

Kết luận chương 3

Với mục tiêu nghiên cứu ảnh hưởng của KQTC đến các chiến lược TCT trong mối liên hệ với chu kỳ sống doanh nghiệp, và sự hồi phục từ các chiến lược TCT của công ty KQTC, Luận án sử dụng mẫu 526 công ty phi tài chính niêm yết trên TTCK Việt Nam, thời gian nghiên cứu từ 2005 - 2016. Chương 3 dựa trên khung lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm để tìm ra mô hình và phương pháp xác định các giai đoạn trong chu kỳ sống, xác định tình trạng KQTC và xác định các chiến lược TCT. Đồng thời, bài viết trình bày phương pháp kiểm định việc hồi phục từ các chiến lược TCT sau KQTC. Các chiến lược TCT được Luận án sử dụng lần lượt là: Chiến lược TCT nhân sự quản lý; Chiến lược TCT hoạt động: gồm phương án cắt giảm hoạt động đầu tư, cắt giảm GVHB, cắt giảm lao động; Chiến lược TCT tài sản; Chiến lược TCT nguồn tài trợ: gồm phương án cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức, sử dụng nguồn tài trợ từ nợ và phát hành vốn cổ phần và chiến lược TCT từ thương vụ M&A. Chương 3 cũng trình bày phương pháp ước lượng sử dụng mô hình hồi quy Logit với hiệu ứng cố định và hiệu ứng ngẫu nhiên. Bằng kiểm định Hausman, Luận án lựa chọn mô hình hồi quy Logit với hiệu ứng ngẫu nhiên là phù hợp nhất cho mẫu nghiên cứu của đề tài, đồng thời tác giả xử lý ước lượng sai số chuẩn bằng phương pháp bootstrap (Bootstrapped standard errors) để đảm bảo độ tin cậy cho các hệ số hồi quy.

CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

Giới thiệu chương 4

Trong chương 4, đề tài trình bày kết quả ước lượng ảnh hưởng chu kỳ sống, KQTC đến từng chiến lược TCT. Các chiến lược TCT được bài viết nghiên cứu gồm: chiến lược TCT nhân sự quản lý, TCT thông qua thương vụ M&A, TCT hoạt động (gồm các phương án: cắt giảm GVHB; cắt giảm hoạt động đầu tư; cắt giảm lao động), TCT tài sản, TCT nguồn tài trợ (gồm các phương án: cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức; phương án sử dụng nguồn tài trợ từ nợ; phát hành cổ phần). Bên cạnh đó, luận án cũng kiểm định việc hồi phục từ các chiến lược TCT sau KQTC. Trên cơ sở các kết quả ước lượng đạt được, bài viết thảo luận kết quả nghiên cứu.

4.1. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT nhân sự quản lý

Bảng 4.1 trình bày kết quả tác động của KQTC, chu kỳ sống công ty đến chiến lược TCT nhân sự quản lý từ mô hình (3.6). Biến phụ thuộc là CEO – đại diện cho chiến lược TCT nhân sự cấp quản lý. Cột (1) và (2) trình bày hệ số hồi quy và tỷ số Odds trong trường hợp KQTC được xác định dựa trên mô hình KMV-Merton. Tương tự, kết quả ước lượng khi KQTC tính toán dựa trên số liệu tài chính thực tế của công ty được thể hiện ở cột (3) và (4).

Trước hết, bài viết xem xét mối liên hệ giữa chiến lược TCT nhân sự quản lý với các giai đoạn trong chu kỳ sống. Kết quả hồi quy tìm thấy hệ số biến Birth ở cả hai cột (1) và (3) đều mang dấu âm, và bằng chứng có ý nghĩa thống kê rõ nhất ở biến Birth cột (3) với giá trị là $-0,4564$, tỷ số Odds của biến Birth ở cột (4) có giá trị nhỏ hơn 1. Từ kết quả này, bài viết thấy rằng ở điều kiện các yếu tố khác không đổi thì ở giai đoạn khởi sự, các công ty Việt Nam trong mẫu ít sử dụng chiến lược TCT nhân sự quản lý so với các giai đoạn còn lại. Kết quả thực nghiệm này có cùng quan điểm với Miller và Friesen (1984). Điều này cho thấy ở giai đoạn khởi sự, mức độ sở hữu tập trung ở các công ty khá cao, các giám đốc đồng thời cũng là người chủ doanh nghiệp nên các công ty ít chịu áp lực bên ngoài để thay đổi nhân sự cấp quản lý.

Bảng 4.1. Kết quả ước lượng chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT nhân sự quản lý

	CEO			
	FD (KMV Merton)		FD (thucte)	
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)
_cons	-1,5364 (2,2102)	0,2152 (0,4533)	6,8679** (3,0226)	960,9197* (2479,374)
Birth	-0,5134 (0,4635)	0,5985 (0,2545)	-0,4564* (0,2692)	0,6335* (0,1734)
Growth	0,3245 (0,2994)	1,3833 (0,5127)	-0,1447 (0,2726)	0,8652 (0,2503)
Mature	0,1317 (0,2393)	1,1408 (0,3858)	-0,0121 (0,2288)	0,9879 (0,2236)
FD	2,4349*** (0,3477)	11,4146*** (3,4631)	0,6817** (0,3382)	1,9771** (0,6080)
Birth*FD	0,6493 (0,5158)	1,9143 (0,9196)	-0,3357 (0,6349)	0,7148 (0,3966)
Growth*FD	-0,3798 (0,5247)	0,6840 (0,3339)	-0,2358 (0,4596)	0,7899 (0,4008)
Mature*FD	0,1627 (0,3512)	1,1766 (0,5422)	-0,4415 (0,3767)	0,6430 (0,2656)
TobinsQ	0,0631 (0,2053)	1,0651 (0,2497)	-0,6091 (0,6697)	0,5438 (0,4217)
LnAsset	-0,1092 (0,0830)	0,8966 (0,0716)	-0,3894*** (0,1122)	0,6774*** (0,0628)
Institutional	-0,2771 (0,3390)	0,7579 (0,2869)	-1,4661*** (0,4191)	0,2308*** (0,1055)
Leverage	0,9773*** (0,3292)	2,6573*** (0,9004)	3,0007*** (0,4543)	20,0993*** (8,9421)
CashFlow	-1,2024** (0,5266)	0,3005** (0,1475)	0,0782 (0,5781)	1,0813 (0,6322)
Return	0,1303 (1,4266)	1,1391 (1,4246)	-3,0759** (1,3526)	0,0461** (0,0551)
Volatility	1,5715* (0,9194)	4,8138* (4,3589)	2,8952*** (0,8979)	18,0875*** (17,7770)
Số quan sát	4.300	4.300	4.300	4.300
Wald chi-squared	307,05***	366,22***	171,8***	149,64***
Log likelihood value	-766,32	-766,32	-1.004,33	-1.004,33

*Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Các biến được định nghĩa theo bảng 3.3. Sai số chuẩn Bootstrap trong (). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

Kết quả nghiên cứu còn tìm thấy ở cả hai cách tiếp cận đo lường KQTC, hệ số hồi quy của biến FD ở cả hai cột (1) và (3) đều mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê (2,4349 và 0,6817) lần lượt ở mức 1% và 5%; cho thấy KQTC có tác động cùng chiều đến việc gia tăng sử dụng chiến lược TCT nhân sự quản lý. Kết quả tìm được phù hợp với giả thuyết H1 được bài viết kỳ vọng khi nghiên cứu cho các công ty Việt Nam. Giả thuyết H1 được chấp nhận ở chiến lược TCT nhân sự quản lý. Từ kết quả hồi quy, bài viết thấy rằng KQTC xảy ra càng thúc đẩy các công ty gia tăng sử dụng chiến lược TCT nhân sự quản lý bằng việc thay đổi vị trí lãnh đạo cấp cao của doanh nghiệp. Tỷ số Odds của biến FD ở cả hai trường hợp lần lượt 11,4146 và 1,9771; có ý nghĩa thống kê (lần lượt cột (2) và cột (4)) đều lớn hơn 1 càng khẳng định khả năng cao là các doanh nghiệp thay thế vị trí lãnh đạo điều hành để TCT doanh nghiệp khi rơi vào tình trạng KQTC. Kết quả này đồng nhất với quan điểm của Koh và cộng sự (2015) và các nghiên cứu trước đây của Hofer (1980), Pearce II và Robbins (1993), Sudarsanam và Lai (2001), Kam và cộng sự (2008), Atanassov và Kim (2009). Khi công ty xảy ra KQTC, các sức ép thường đổ dồn cho vị trí lãnh đạo công ty đang điều hành doanh nghiệp. Không một CEO nào dám khẳng định là mình chưa bao giờ mắc sai lầm. Việc thay đổi vị trí lãnh đạo điều hành trong doanh nghiệp trước áp lực về KQTC là một bằng chứng cho thấy các công ty Việt Nam đã chấp nhận thực hiện TCT công ty ngay từ chính cả bộ máy điều hành, dấu hiệu tích cực sẽ giúp cải thiện tình hình hoạt động doanh nghiệp.

Hệ số hồi quy của biến tương tác chu kỳ sống với biến FD không có ý nghĩa thống kê ở cả hai cách tiếp cận KQTC, do vậy không có bằng chứng cho thấy việc các công ty Việt Nam thay đổi vị trí CEO khi xảy ra KQTC có mối liên hệ với chu kỳ sống. Kết quả tìm được tương đồng với Koh và cộng sự (2015) khi cho thấy xu hướng trong thời gian qua việc thay thế vị trí nhân sự quản lý khi công ty xảy ra KQTC không có mối liên hệ với chu kỳ sống doanh nghiệp. Tuy nhiên, kết quả tìm được khác với kỳ vọng giả thuyết H2 của đề tài.

Ngoài ra, kết quả phân tích định lượng đối với các biến kiểm soát cho thấy: Ở cột (1) và (3); bài viết tìm thấy biến Leverage và biến Volatility có ảnh hưởng

hiều nhất đến việc thực hiện TCT nhân sự quản lý. Hệ số hồi quy của hai biến này đều dương và có ý nghĩa thống kê. Kết quả tìm được cho thấy đòn bẩy tài chính (Leverage) càng cao càng thúc đẩy việc TCT nhân sự quản lý. Việc gia tăng nợ trong cấu trúc vốn nhưng nếu sử dụng không hợp lý có thể gây tổn thất cho doanh nghiệp, khi đó nhà quản lý sẽ chịu áp lực rất lớn và dễ bị sa thải để tìm nhà quản lý mới. Yếu tố biến động rủi ro tỷ suất sinh lợi cổ phiếu cũng có tác động cùng chiều đến việc thay đổi nhân sự quản lý, thể hiện ở hệ số hồi quy của biến Volatility là dương. Kết quả này cho thấy biến động rủi ro tỷ suất sinh lợi cổ phiếu càng cao càng gia tăng việc sử dụng TCT nhân sự quản lý ở doanh nghiệp. Thực tế cho thấy sự biến động tỷ suất sinh lợi trên thị trường do bất ổn trong giá chứng khoán sẽ gây ra tâm lý hoang mang cho cổ đông, có thể gây ra xung đột giữa chủ sở hữu và người quản lý. Các cổ đông có thể gây áp lực lên công ty để yêu cầu thay thế nhà quản lý hiện tại khi họ cho rằng chính sách điều hành hiện nay cần được thay đổi.

Từ kết quả thực nghiệm ở bảng 4.1, bài viết tóm tắt điểm chính đối với chiến lược TCT nhân sự quản lý:

- Ở điều kiện các yếu tố khác không đổi, các công ty ở giai đoạn khởi sự ít sử dụng chiến lược TCT nhân sự quản lý so với các giai đoạn còn lại.
- Tuy nhiên khi rơi vào tình trạng KQTC, các công ty gia tăng thực hiện chiến lược TCT nhân sự quản lý bằng việc thay thế nhân sự quản lý mới.
- Tác giả còn tìm thấy các yếu tố: đòn bẩy tài chính (Leverage), biến động rủi ro của công ty trên thị trường (Volatility) là các yếu tố được doanh nghiệp quan tâm nhiều nhất khi thực hiện chiến lược TCT nhân sự quản lý.

4.2. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT từ thương vụ M&A

Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT từ M&A của các công ty trong khoảng thời gian 2005 đến 2016 được thể hiện ở bảng 4.2. Kết quả được ước lượng từ mô hình (3.6) với biến phụ thuộc là M&A – đại diện cho chiến lược TCT từ các thương vụ sáp nhập, mua lại công ty.

Ở cột (1) bài viết tìm thấy hệ số hồi quy của biến tương tác Mature*FD mang dấu âm có giá trị là -0,8834; đồng thời tỷ số Odds của biến Mature*FD ở cột (2) là 0,4133 nhỏ hơn 1 khi KQTC được tiếp cận dựa trên dữ liệu thị trường công ty. Kết quả tìm được cung cấp bằng chứng về mối liên hệ giữa chu kỳ sống và KQTC ở chiến lược TCT từ thương vụ M&A. Giả thuyết H2 được xác định ở chiến lược TCT từ thương vụ M&A. Kết quả thực nghiệm phản ánh so với các giai đoạn khác của chu kỳ sống thì các công ty KQTC trong giai đoạn bão hòa ít sử dụng chiến lược TCT từ thương vụ M&A với công ty khác. Điều này có thể lý giải thực tế ở giai đoạn bão hòa, các công ty không còn nhiều cơ hội đầu tư, hiệu quả hoạt động kinh doanh không còn tốt như các giai đoạn trước đây và trong bối cảnh KQTC, các công ty sẽ càng e ngại về cơ hội thành công mang lại từ các thương vụ M&A. Vì vậy các công ty KQTC hạn chế sử dụng phương thức M&A như là một chiến lược để TCT doanh nghiệp.

Kết quả phân tích định lượng của các biến kiểm soát tìm thấy hệ số biến Leverage ở cột (1) và (3) đều âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, như vậy yếu tố đòn bẩy tài chính có tác động ngược chiều đến biến M&A. Kết quả tìm được hàm ý khi đòn bẩy tài chính tăng cao càng làm hạn chế việc thực hiện chiến lược TCT từ thương vụ M&A. Đòn bẩy tài chính cao trong cấu trúc vốn doanh nghiệp có thể khiến các đối tác đàm phán từ các giao dịch M&A e ngại về gánh nặng chi phí của doanh nghiệp, gây trở ngại trong việc đàm phán thành công các thương vụ M&A. Ngược lại, hệ số hồi quy của biến Return và biến LnAsset mang dấu dương với cùng mức ý nghĩa thống kê 1%, cho thấy các biến này có tác động cùng chiều đến việc thực hiện chiến lược TCT từ M&A của doanh nghiệp. Điều này cho thấy sự gia tăng tỷ suất sinh của doanh nghiệp trên TTCK và lợi thế về quy mô tài sản doanh nghiệp là những thế mạnh của công ty giúp làm gia tăng các giao dịch M&A. Đây là hai yếu tố được doanh nghiệp cân nhắc để gia tăng việc thực hiện chiến lược TCT thông qua M&A.

Bảng 4.2. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT từ M&A

	M&A			
	FD (KMV Merton)		FD (thucte)	
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)
_cons	-13,9542*** (1,4361)	0,000*** (0,000)	-14,0046*** (1,7254)	0,000*** (0,000)
Birth	-0,0021 (0,2113)	0,9979 (0,2002)	-0,0911 (0,1903)	0,9129 (0,1979)
Growth	0,0648 (0,1833)	1,0669 (0,1885)	0,0673 (0,1745)	1,0696 (0,2118)
Mature	0,0775 (0,1539)	1,0805 (1,1933)	0,0889 (0,1648)	1,0929 (0,2186)
FD	0,0865 (0,2725)	1,0903 (0,3942)	-0,0665 (0,2908)	0,9356 (0,2940)
Birth*FD	-0,8070 (0,6686)	0,4461 (0,3393)	0,1069 (0,3441)	1,1127 (0,4991)
Growth*FD	-0,7739 (0,5155)	0,4612 (0,2904)	-0,2764 (0,4676)	0,7585 (0,3379)
Mature*FD	-0,8834* (0,5043)	0,4133* (0,2210)	-0,3362 (0,4354)	0,7145 (0,3545)
TobinsQ	-0,1092 (0,1253)	0,8965 (0,0958)	-0,0987 (0,1690)	0,9060 (0,1232)
LnAsset	0,4332*** (0,0514)	1,5421*** (0,0986)	0,4369*** (0,0635)	1,5478*** (0,0877)
Institutional	-0,0192 (0,2250)	0,9809 (0,2665)	-0,0175 (0,2176)	0,9826 (0,2238)
Leverage	-1,1674*** (0,3211)	0,3111*** (0,1004)	-1,2404*** (0,3567)	0,2892*** (0,0986)
CashFlow	-0,4189 (0,4536)	0,6577 (0,2625)	-0,4123 (0,4687)	0,6621 (0,2394)
Return	8,2568*** (1,4489)	3853,932*** (4189,969)	8,4669*** (1,2698)	4754,942*** (5691,505)
Volatility	-1,2426 (0,8673)	0,2886 (0,2521)	-1,5140* (0,8010)	0,2200 (0,2078)
Số quan sát	4.300	4.300	4.300	4.300
Wald chi-squared	212,89***	149,17***	155,88***	174,18***
Log likelihood value	-1.227,195	-1.227,195	-1.228,953	-1.228,953

*Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Các biến được định nghĩa theo bảng 3.3. Sai số chuẩn Bootstrap trong (). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

4.3. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT hoạt động

Bài nghiên cứu tiếp tục kiểm định ảnh hưởng của chu kỳ sống công ty, KQTC đến chiến lược TCT hoạt động. Ở chiến lược TCT hoạt động, Luận án nghiên cứu ba phương án. Các biến phụ thuộc INV, COG, EMP lần lượt đại diện cho phương án cắt giảm hoạt động đầu tư, cắt giảm GVHB và cắt giảm lao động. Kết quả của từng phương án được trình bày lần lượt ở bảng 4.3, bảng 4.4 và bảng 4.5. Cột (1) và (2) ở các bảng trình bày hệ số hồi quy và tỷ số Odds trong trường hợp KQTC được xác định dựa trên hướng tiếp cận dữ liệu thị trường công ty theo mô hình KMV-Merton. Tương tự, kết quả ước lượng khi KQTC được xác định dựa trên số liệu tài chính kế toán thực tế của công ty được trình bày ở cột (3) và (4).

4.3.1. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án cắt giảm hoạt động đầu tư

Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT hoạt động từ phương án cắt giảm hoạt động đầu tư của doanh nghiệp được trình bày theo bảng 4.3.

Khi nghiên cứu ở khía cạnh ảnh hưởng độc lập của chu kỳ sống đến phương án cắt giảm hoạt động đầu tư: Bài viết tìm thấy ở cột (3), hệ số hồi quy của biến Birth và Growth đều mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê, đồng nhất với nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015). Kết quả tìm được cho thấy các công ty Việt Nam trong giai đoạn khởi sự, tăng trưởng sử dụng phương án cắt giảm các hoạt động đầu tư nhiều hơn so với doanh nghiệp ở giai đoạn bão hòa, suy thoái. Nguyên nhân có thể được giải thích là do ở hai giai đoạn đầu, các công ty có nhiều cơ hội đầu tư để lựa chọn hơn so với các giai đoạn còn lại. Vì vậy các nhà quản trị tài chính công ty cân đối để cắt giảm danh mục đầu tư không mang lại hiệu quả cho doanh nghiệp. Hành động này đi đôi với việc giúp doanh nghiệp kiểm soát và giảm chi phí, đặc biệt là giảm các chi phí hoạt động cố định.

Ngoài ra, hệ số hồi quy biến FD ở cột (1) và (3) đều mang dấu dương với hệ số FD lần lượt là 0,5424 và 1,4107; tỷ số Odds ở cột (2) và (4) đều lớn hơn 1; lần lượt là 1,72 và 4,099. Như vậy, ở hai hướng tiếp cận khi xác định KQTC đều cho ra kết quả tương đồng, cho thấy tác động cùng chiều của KQTC đến phương án cắt giảm

đầu tư. Điều này cho thấy các công ty đã gia tăng sử dụng phương án cắt giảm hoạt động đầu tư khi xảy ra KQTC, kết quả này phù hợp với kỳ vọng giả thuyết H1. Như vậy, giả thuyết H1 được chấp nhận ở trường hợp chiến lược TCT hoạt động từ phương án hoạt động đầu tư khi nghiên cứu cho các công ty Việt Nam. Phương án cắt giảm hoạt động đầu tư giúp doanh nghiệp đánh giá lại cơ cấu đầu tư trong danh mục, từ đó loại bỏ những khoản mục đầu tư không mang lại hiệu quả, không phải là lợi thế cạnh tranh chính của công ty, chấp nhận thu gọn ngành nghề kinh doanh, hoặc rút bớt các chi nhánh, hoặc rút bớt đại lý hoạt động thiếu hiệu quả. Việc cắt giảm các hoạt động đầu tư mà vốn không phải là lợi thế của doanh nghiệp trong bối cảnh chịu áp lực KQTC sẽ giúp doanh nghiệp tiết giảm đáng kể các khoản chi phí phát sinh, để doanh nghiệp tập trung nguồn lực vào các khoản mục đầu tư mang lại lợi ích tốt nhất, gia tăng mức độ tập trung kinh doanh của công ty, giúp công ty vượt qua tình huống khó khăn tài chính. Điển hình cho việc sử dụng phương án này là Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai là một tập đoàn đa ngành nghề, lĩnh vực kinh doanh đa ngành. Sau một thời gian đầu tư dàn trải, doanh nghiệp này đã có phương án cắt giảm một số mảng kinh doanh không hiệu quả như: kinh doanh mía đường bị bán trong khi doanh nghiệp thu hẹp kinh doanh ngô, dầu cọ do không mang lại hiệu quả. Kết quả thực nghiệm của luận án cũng đồng nhất với Koh và cộng sự (2015) về quan điểm các công ty KQTC sẽ gia tăng thực hiện chiến lược TCT hoạt động từ phương án cắt giảm hoạt động đầu tư, cũng phù hợp với các luận điểm các nghiên cứu trước đây của Asquith và cộng sự (1994), Sudarsanam và Lai (2001).

Bảng 4.3. Kết quả ước lượng ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án cắt giảm hoạt động đầu tư

	INV			
	FD (KMV Merton)		FD (thucte)	
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)
_cons	7,3209*** (2,7358)	1511,665*** (3656)	-10,0276*** (2,7250)	0,000*** (0,0001)
Birth	-0,3943 (0,3273)	0,6741 (0,2790)	1,1491*** (0,4009)	3,1554** (1,4349)
Growth	-0,0972	0,9073	0,7526*	2,1225*

	(0,2876)	(0,2901)	(0,4203)	(0,9395)
Mature	0,0384	1,0391	0,5938	1,8109
	(0,2227)	(0,2447)	(0,3840)	(0,9022)
FD	0,5424*	1,7200*	1,4107***	4,099**
	(0,3008)	(0,5017)	(0,4611)	(2,400)
Birth*FD	-1,0806	0,3393	-1,5217*	0,2183*
	(0,8257)	(0,2406)	(0,8112)	(0,1700)
Growth*FD	-0,3638	0,6950	-1,9194**	0,1466**
	(0,7090)	(0,4007)	(0,8095)	(0,1128)
Mature*FD	-0,2596	0,7713	-1,2951	0,2738
	(0,4199)	(0,3002)	(0,7834)	(0,2097)
TobinsQ	-0,2749	0,7596	-0,6596	0,5170
	(0,6592)	(0,4071)	(0,4254)	(0,2614)
LnAsset	-0,4196***	0,6573***	0,1885*	1,2074*
	(0,0961)	(0,0585)	(0,1067)	(0,1218)
Institutional	-1,4140***	0,2431***	-0,9333**	0,3932*
	(0,4830)	(0,1306)	(0,3690)	(0,1908)
Leverage	2,5262***	12,5060***	1,3335***	3,7944***
	(0,3688)	(4,8589)	(0,4360)	(1,8064)
CashFlow	-0,3242	0,7231	0,9483**	2,5813*
	(0,7400)	(0,4976)	(0,5608)	(1,3455)
Return	-2,2751	0,1027	-6,6940***	0,0012***
	(1,6177)	(0,1433)	(2,1905)	(0,0024)
Volatility	2,7615***	15,8238***	2,9748**	19,5852***
	(0,9091)	(15,9754)	(1,1472)	(21,2221)
Số quan sát	4.300	4.300	4.300	4.300
Wald chi-squared	134,36***	160,60***	55,84***	72,06***
Log likelihood value	-885,83	-885,83	-411,74	-411,74

Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Các biến được định nghĩa theo bảng 3.3. Sai số chuẩn Bootstrap trong (.). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Khi bài viết mở rộng kiểm định ảnh hưởng tương tác giữa chu kỳ sống với KQTC ở phương án cắt giảm hoạt động đầu tư, kết quả tìm thấy bằng chứng các doanh nghiệp KQTC trong giai đoạn khởi sự, giai đoạn tăng trưởng sử dụng phương án cắt giảm hoạt động đầu tư ít hơn so với các doanh nghiệp KQTC ở hai giai đoạn còn lại của chu kỳ sống. Do hệ số hồi quy của biến tương tác Birth*FD và Growth*FD ở cột (3) lần lượt là -1, 5217 và -1,9194 và có ý nghĩa thống kê; đồng thời tỷ số Odds của hai biến tương tác này ở cột (4) có giá trị nhỏ hơn 1. Như vậy, chu kỳ sống có ảnh hưởng đến mức độ thực hiện cắt giảm hoạt động đầu tư của công ty KQTC. Giá

thuyết H2 được xác định ở phương án cắt giảm hoạt động đầu tư. Rõ ràng việc cắt giảm hoạt động đầu tư được doanh nghiệp Việt Nam thực hiện khi xảy ra KQTC. Bên cạnh đó các công ty KQTC trong giai đoạn khởi sự, giai đoạn tăng trưởng ít sử dụng phương án này so với các công ty KQTC trong giai đoạn bão hòa, giai đoạn suy thoái. Điều này cho thấy các doanh nghiệp KQTC ở các giai đoạn này vẫn ưu tiên phát triển để mở rộng thị phần. Kết quả này có thể lý giải vì ở hai giai đoạn đầu của chu kỳ sống, các công ty nào cũng mong muốn đẩy mạnh tìm kiếm các cơ hội đầu tư, mở rộng quy mô hoạt động. Khi xảy ra KQTC trong hai giai đoạn đầu của chu kỳ sống, doanh nghiệp càng cân nhắc hơn trong việc cắt giảm các hạng mục đầu tư. Vì nếu việc cắt giảm các hoạt động đầu tư một cách vội vã mà không có sự phân tích đánh giá thận trọng có thể vô tình đánh mất các hạng mục đầu tư cốt lõi, vốn là lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp thì công ty sẽ càng thiệt hại hơn.

Luận án còn tìm thấy ở cột (1) và (3) tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức (Institutional), đòn bẩy tài chính (Leverage), biến động rủi ro tỷ suất sinh lợi (Volatility) là các yếu tố có ảnh hưởng nhiều nhất đến phương án cắt giảm hoạt động đầu tư. Hệ số biến Leverage và biến Volatility đều mang dấu dương, cho thấy tác động cùng chiều của từng biến đến phương án cắt giảm đầu tư. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính cao thường đi kèm với gánh nặng chi phí tài chính, điều này khiến các doanh nghiệp thúc đẩy quá trình cắt giảm các hoạt động đầu tư không hiệu quả, không phải là lợi thế của công ty nhằm giảm bớt phần nào chi phí cho doanh nghiệp. Ngoài ra, biến động rủi ro tỷ suất sinh lợi của công ty trên TTCK gây ra tâm lý sợ thua lỗ đối với nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu doanh nghiệp. Điều này khiến công ty cần đánh giá lại các phương án đầu tư không hiệu quả để có kế hoạch cắt giảm. Trong khi đó, dấu âm của hệ số biến Institutional phản ánh tỷ lệ sở hữu của cổ đông tổ chức càng cao càng làm doanh nghiệp hạn chế sử dụng phương án cắt giảm hoạt động đầu tư.

4.3.2. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án cắt giảm GVHB

Kết quả ảnh hưởng của môi liên hệ chu kỳ sống, KQTC đến phương án cắt giảm GVHB được trình bày theo bảng 4.4. Trong đó, biến COG đại diện cho việc doanh nghiệp cắt giảm giá trị GVHB khi công ty xảy ra KQTC.

Ở khía cạnh độc lập giữa chu kỳ sống với phương án cắt giảm GVHB, đề tài tìm thấy các hệ số của các biến chu kỳ sống đều âm, tuy nhiên chỉ có ý nghĩa thống kê ở biến Birth và biến Growth (cột 3), đồng thời tỷ số Odds của 2 biến này ở cột (4) nhỏ hơn 1. Kết quả này cho thấy thực tế ở giai đoạn khởi sự, tăng trưởng là các giai đoạn mà các công ty Việt Nam ít sử dụng phương án cắt giảm GVHB so với các giai đoạn còn lại. Lý giải cho kết quả này, bài viết cho rằng ở giai đoạn khởi sự và tăng trưởng, nếu không có sự biến động về tình hình tài chính, các công ty Việt Nam muốn phát triển sản phẩm của doanh nghiệp ra thị trường và mong muốn được thị trường nhìn nhận sản phẩm và dịch vụ của mình. Do đó, doanh nghiệp tích cực đẩy mạnh và gia tăng doanh số tiêu thụ nên việc cắt giảm GVHB được công ty hạn chế sử dụng ở hai giai đoạn đầu. Vì nếu việc cắt giảm GVHB mà không được nghiên cứu một cách cụ thể rõ ràng sẽ khiến doanh nghiệp mất đi lợi thế cạnh tranh trên thị trường.

Ngoài ra, kết quả hệ số hồi quy hệ số của biến FD ở hai cột (1) và (3) là không có ý nghĩa thống kê. Luận án không tìm thấy bằng chứng tác động của KQTC đến phương án cắt giảm GVHB. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Huỳnh Thị Cẩm Hà và cộng sự (2017), Koh và cộng sự (2015). Điều này cho thấy phương án cắt giảm GVHB không khả thi đối với các công ty khi rơi vào tình trạng KQTC. Kết quả kiểm định cũng chưa tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ giữa KQTC với các giai đoạn trong chu kỳ sống của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu tìm thấy hệ số hồi quy của các biến kiểm soát Leverage và Volatility mang dấu dương và đều có ý nghĩa ở mức 1%. Như vậy, tương tự với phương án cắt giảm hoạt động đầu tư, đòn bẩy tài chính và biến động rủi ro tỷ suất sinh lợi tiếp tục là các yếu tố được công ty xem xét để gia tăng sử dụng phương án cắt giảm GVHB. Ngược lại, yếu tố quy mô doanh nghiệp (LnAsset), mức độ sở hữu nhà đầu tư tổ chức trong cấu trúc sở hữu (Institutional), tỷ suất sinh lợi thị trường của công ty (Return) là các yếu tố làm doanh nghiệp hạn chế sử dụng phương án cắt giảm GVHB (các hệ số hồi quy của biến LnAsset, Institutional và Return đều mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở cả hai cột (1) và (3) của bảng 4.4).

Bảng 4.4. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án cắt giảm GVHB

	COG			
	FD (KMV Merton)		FD (thucte)	
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)
_cons	4,5896 (3,1804)	98,4534* (247,87)	7,2755*** (2,7621)	1.444,49** (4076,636)
Birth	-0,5522 (0,4060)	0,5757 (0,2870)	-0,5013* (0,2624)	0,6057* (0,1660)
Growth	-0,1990 (0,3671)	0,8195 (0,2245)	-0,4707** (0,2397)	0,6245* (0,1608)
Mature	-0,4918 (0,3235)	0,6115 (0,2102)	-0,1105 (0,2188)	0,8953 (0,2060)
FD	-0,4724 (0,3754)	0,6235 (0,2691)	0,2944 (0,2563)	1,3423 (0,4705)
Birth*FD	0,3645 (0,9156)	1,4397 (1,5369)	-0,0098 (0,5948)	0,9902 (0,5344)
Growth*FD	0,3363 (0,8106)	1,3997 (0,8986)	0,1725 (0,4604)	1,1883 (0,5893)
Mature*FD	0,1062 (0,4928)	1,1120 (0,6080)	-0,0838 (0,4593)	0,9196 (0,4421)
TobinsQ	-0,0179 (0,4205)	0,9822 (0,4819)	-0,2554 (0,5013)	0,7746 (0,3700)
LnAsset	-0,3519*** (0,1180)	0,7033*** (0,0681)	-0,4109*** (0,1062)	0,6630*** (0,0698)
Institutional	-1,5096** (0,5983)	0,2210*** (0,1282)	-1,3779*** (0,4299)	0,2520*** (0,1097)
Leverage	2,5614*** (0,4980)	12,9544*** (4,7378)	2,3728*** (0,4610)	10,7277*** (5,3631)
CashFlow	0,8115 (0,7821)	2,2513 (1,3907)	0,4419 (0,6136)	1,5556 (0,7787)
Return	-3,6107** (1,7288)	0,0270* (0,0588)	-4,2334*** (1,0802)	0,0145*** (0,0206)
Volatility	3,6103*** (0,9685)	36,9768*** (33,5994)	2,7118*** (0,8731)	15,0561*** (12,7337)
Số quan sát	4.300	4.300	4.300	4.300
Wald chi-squared	96,78***	104,95***	66,65***	82,09***
Log likelihood value	-522,523	-522,523	-893,144	-893,144

Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Các biến được định nghĩa theo bảng 3.3. Sai số chuẩn Bootstrap trong (). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

4.3.3. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án cắt giảm lao động

Kết quả ảnh hưởng của mối quan hệ chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT hoạt động thông qua phương án cắt giảm lao động được tác giả trình bày ở bảng 4.5. Theo đó, biến EMP đại diện cho việc doanh nghiệp cắt giảm bớt lao động làm việc ở công ty khi xảy ra KQTC.

Khi nghiên cứu ở khía cạnh độc lập về ảnh hưởng của chu kỳ sống đến phương án cắt giảm lao động công ty, tác giả tìm thấy hệ số hồi quy của biến Birth lần lượt ở cột (1) và (3) bảng 4.5 đều mang dấu âm lần lượt là -0,7465 và -0,7073 và có ý nghĩa thống kê. Tỷ số Odds của biến Birth ở cột (2) và (4) cũng đều nhỏ hơn 1 và có cùng mức ý nghĩa 5%. Kết quả tìm được cho thấy so với các giai đoạn còn lại của chu kỳ sống thì các công ty Việt Nam trong giai đoạn khởi sự đã hạn chế sử dụng phương án cắt giảm lao động. Điều này được giải thích là do những doanh nghiệp hoạt động ở giai đoạn đầu thường có quy mô nhỏ, do đó lực lượng lao động ở công ty được định biên để phù hợp với mô hình hoạt động, và họ được tuyển dụng với mục đích thúc đẩy quá trình hoạt động của công ty. Vì vậy, nếu doanh nghiệp không có sự bất ổn về tài chính thì họ sẽ hạn chế việc cắt giảm lao động ở giai đoạn khởi sự.

Bằng việc kiểm định ảnh hưởng của KQTC đến phương án cắt giảm lao động (EMP), bài viết tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ cùng chiều giữa KQTC đối với biến EMP. Cụ thể, hệ số hồi quy biến FD có ý nghĩa thống kê ở cả hai cách tiếp cận KQTC, đều mang dấu dương lần lượt ở cột (1) và (3) là 0,4710 và 0,7604. Tỷ số Odds của biến FD ở hai cột (2) và (4) đều lớn hơn 1 và có mức ý nghĩa; lần lượt là 1,6015 và 2,1391. Bài viết tìm thấy bằng chứng KQTC có tác động cùng chiều đến việc sử dụng chiến lược TCT hoạt động thông qua phương án cắt giảm lao động. Kết quả tìm thấy phù hợp với kỳ vọng giả thuyết H1, đồng nhất với nghiên cứu Koh và cộng sự (2015) khi tìm thấy bằng chứng việc KQTC xảy ra thúc đẩy các công ty thực hiện ngay việc cắt giảm lao động. Lý giải chính sách này được các công ty trên thế giới và các doanh nghiệp Việt Nam lựa chọn để thực hiện vì việc cắt giảm lao động thường đòi hỏi ít ngân sách hoặc gần như không cần nguồn vốn, được xem như là chính sách “thắt lưng buộc bụng” nhằm giúp doanh nghiệp ổn định nguồn tài chính trong ngắn

hạn (Koh và cộng sự, 2015). Chính điều này giúp các công ty KQTC duy trì hoạt động và có thời gian để tìm kiếm các chiến lược TCT khác tốt hơn để cải thiện dòng tiền doanh nghiệp trong giai đoạn khó khăn tài chính. Kết quả của Luận án cũng đồng quan điểm với các nghiên cứu trước đây của John và cộng sự (1992), Asquith và cộng sự (1994), Kang và Shivdasani (1997), Denis và Kruse (2000), Sudarsanam và Lai (2001), Atanassov và Kim (2009) về việc lựa chọn sử dụng phương án cắt giảm lao động khi doanh nghiệp đối mặt với những khó khăn về tài chính.

Bảng 4.5. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án cắt giảm lao động

	EMP			
	FD (KMV Merton)		FD (thucte)	
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)
_cons	7,0476*** (2,5219)	1.150,141** (3.166,604)	10,9450*** (2,4664)	56.669,3*** (148.208,6)
Birth	-0,7465** (0,3177)	0,4740** (0,1611)	-0,7073** (0,3177)	0,4929** (0,1350)
Growth	0,0151 (0,2433)	1,0152 (0,3157)	-0,3067 (0,3301)	0,7358 (0,2094)
Mature	-0,1089 (0,2850)	0,8968 (0,2414)	-0,0437 (0,2386)	0,9572 (0,2062)
FD	0,4710* (0,2577)	1,6015* (0,4060)	0,7604** (0,3031)	2,1391** (0,6430)
Birth*FD	-0,5913 (0,7902)	0,5535 (0,4306)	-0,1736 (0,6572)	0,8406 (0,4841)
Growth*FD	-0,4657 (0,6271)	0,6276 (0,4063)	-0,2378 (0,6053)	0,7883 (0,3977)
Mature*FD	-0,3427 (0,4474)	0,7098 (0,3070)	-0,6510* (0,3738)	0,5215* (0,1959)
TobinsQ	-0,3698 (0,5963)	0,6908 (0,4899)	-0,4778 (0,5616)	0,6201 (0,3367)
LnAsset	-0,4052*** (0,0951)	0,6668*** (0,0671)	-0,5459*** (0,0915)	0,5793*** (0,0542)
Institutional	-1,2842** (0,5435)	0,2768*** (0,1367)	-1,8170*** (0,5193)	0,1625*** (0,0665)
Leverage	2,3365*** (0,4792)	10,345*** (4,4772)	3,1081*** (0,4202)	22,3779*** (10,056)
CashFlow	-0,2321	0,7928	-0,0874	0,9163

	(0,8197)	(0,5456)	(0,6547)	(0,5808)
Return	-1,3383	0,2622	-3,1913**	0,0411***
	(1,2216)	(0,3749)	(1,2688)	(0,0432)
Volatility	1,4486	4,2571	2,3868***	10,8781**
	(1,1073)	(4,5291)	(0,8903)	(10,4651)
Số quan sát	4.300	4.300	4.300	4.300
Wald chi-squared	109,47***	121,15***	210,09***	176,35***
Log likelihood value	-788,091	-788,091	-941,347	-941,347

*Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Các biến được định nghĩa theo bảng 3.3. Sai số chuẩn Bootstrap trong (.). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

Tuy nhiên, việc cắt giảm lao động cũng chính là thách thức rất lớn đối với nhà quản trị doanh nghiệp, vì không những phải đảm bảo lợi ích công bằng cho người lao động khi công ty sa thải, mà còn phải cân bằng lợi ích cho nhân sự đang làm việc, mà vẫn phải đảm bảo ổn định và nâng cao hiệu quả hoạt động sau khi TCT doanh nghiệp. Đây được xem chuyện “cực chẳng đã” đối với doanh nghiệp. Bên cạnh đó, khi nghiên cứu về ảnh hưởng tương tác của KQTC với các giai đoạn trong chu kỳ sống, đề tài tìm thấy bằng chứng các công ty KQTC ở giai đoạn bão hòa hạn chế sử dụng phương án cắt giảm lao động so với công ty KQTC ở các giai đoạn còn lại. Cụ thể, hệ số hồi quy biến Mature*FD ở cột (3) mang dấu âm, có giá trị là -0,6510 và tỷ số Odds tương ứng ở cột (4) có giá trị nhỏ hơn 1, có ý nghĩa thống kê. Kết quả phân tích ở Việt Nam cho thấy việc cắt giảm lao động được doanh nghiệp thực hiện khi xảy ra KQTC. Khi mở rộng mối liên hệ này với chu kỳ sống thì những công ty gặp KQTC trong giai đoạn bão hòa đã hạn chế sử dụng phương án cắt giảm lao động so với công ty KQTC ở các giai đoạn còn lại. Ở giai đoạn bão hòa, tốc độ tăng trưởng các công ty KQTC đã có sự sụt giảm, trong khi công ty lại cần lực lượng lao động để hỗ trợ doanh nghiệp trong quá trình duy trì thị phần và cải tiến hoạt động; việc hạn chế cắt giảm lao động ở giai đoạn bão hòa phần nào giúp doanh nghiệp có nguồn nhân lực để duy trì hoạt động kinh doanh. Các hệ số hồi quy của biến tương tác giữa chu kỳ sống và của KQTC ở cột (1) có cùng dấu với trường hợp KQTC được đo lường dựa trên số liệu tài chính kế toán ở cột (3) nhưng không tìm được bằng chứng có ý nghĩa thống kê.

Kết quả nghiên cứu còn tìm thấy các yếu tố đặc trưng của công ty như: quy mô doanh nghiệp (LnAsset), mức độ sở hữu của cổ đông tổ chức (Institutional) và

đòn bẩy tài chính (Leverage) là các yếu tố có ảnh hưởng nhiều nhất đến phương án cắt giảm lao động. Kết quả tìm được bằng chứng cho thấy quy mô tài sản của doanh nghiệp càng lớn, tỷ lệ nắm giữ cổ phần của cổ đông tổ chức càng cao trong cấu trúc sở hữu càng làm doanh nghiệp hạn chế sử dụng phương án cắt giảm lao động. Cụ thể, hệ số hồi quy của biến LnAsset và biến Institutional ở hai cột (1) và (3) đều mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê. Trong khi đó hệ số hồi quy của biến Leverage mang giá trị dương với mức ý nghĩa thống kê 1%, cho thấy đòn bẩy tài chính có tác động cùng chiều đến phương án cắt giảm lao động, là yếu tố được doanh nghiệp xem xét để gia tăng thực hiện phương án này.

Từ những kết quả thực nghiệm ở bảng 4.3, 4.4 và 4.5, Luận án tóm tắt những điểm chính đối với chiến lược TCT hoạt động:

- Bài viết tìm thấy khi KQTC xảy ra đã thúc đẩy các công ty Việt Nam gia tăng sử dụng chiến lược TCT hoạt động thông qua việc cắt giảm hoạt động đầu tư, cắt giảm lao động với kỳ vọng giúp doanh nghiệp thoát khỏi KQTC. Việc cắt giảm hoạt động đầu tư giúp công ty KQTC tập trung nguồn lực vào các hoạt động đầu tư chủ lực mang lại hiệu quả cho công ty, giúp kiểm soát và giảm bớt chi phí hoạt động tại doanh nghiệp. Trong khi đó, cắt giảm lao động được xem như chính sách “thắt lưng buộc bụng” vì gần như không đòi hỏi nguồn vốn hoặc nguồn tài nguyên. Chính điều này giúp các công ty Việt Nam ở thời điểm KQTC ổn định được nguồn lực hiện có để duy trì hoạt động, đồng thời để có thời gian tìm kiếm các chiến lược tốt hơn để cải thiện dòng tiền doanh nghiệp. Tuy nhiên, các doanh nghiệp Việt Nam cần lưu ý việc cắt giảm lao động không thể thực hiện thường xuyên sẽ gây ra tổn thất rất lớn cho công ty về chính sách đào tạo nguồn nhân lực. Phương án cắt giảm GVHB không khả thi đối với các công ty khi rơi vào tình trạng KQTC. Các phương án cắt giảm có thể có tác động trong ngắn hạn, tuy nhiên nếu như doanh nghiệp sử dụng về lâu dài sẽ gây hại cho vị thế và tăng trưởng của doanh nghiệp trên thị trường, sẽ khiến các doanh nghiệp không đủ các nguồn lực để mở rộng hoạt động kinh doanh.

- Hơn thế nữa, việc cắt giảm lao động được các công ty KQTC hạn chế ở giai đoạn bão hòa. Ngoài ra, ở phương án cắt giảm hoạt động đầu tư được các công ty KQTC hạn chế sử dụng ở giai đoạn khởi sự, tăng trưởng.

- Các yếu tố quy mô doanh nghiệp, mức độ sở hữu của cổ đông tổ chức có ảnh hưởng nhiều nhất đến việc doanh nghiệp hạn chế sử dụng chiến lược TCT hoạt động. Trong khi đó yếu tố đòn bẩy tài chính là yếu tố khiến doanh nghiệp gia tăng sử dụng ở hầu hết các phương án của chiến lược TCT hoạt động.

4.4. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT tài sản

Kết quả ước lượng mối quan hệ giữa chu kỳ sống, KQTC và chiến lược TCT tài sản được thể hiện ở bảng 4.6. Kết quả được ước lượng từ mô hình (3.6) với biến phụ thuộc là ASSET – đại diện cho việc doanh nghiệp cắt giảm giá trị TSCĐHH ròng. Các kết quả hồi quy và tỷ số Odds ở trường hợp KQTC được đo lường theo hướng tiếp cận số liệu thị trường công ty được trình bày ở cột (1) và cột (2). Cột (3) và cột (4) là các kết quả ước lượng và tỷ số Odds khi KQTC được đo lường theo số liệu tài chính kế toán thực tế của doanh nghiệp.

Bảng 4.6. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT tài sản

	ASSET			
	FD (KMV Merton)		FD (thucte)	
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)
_cons	7,9409** (3,1147)	2.809,818** (9009,104)	11,4644*** (2,8832)	95.260,28*** (270.996,7)
Birth	-0,7912** (0,3694)	0,4532** (0,1406)	-0,8356** (0,3446)	0,4336*** (0,1311)
Growth	-0,5038* (0,2866)	0,6042* (0,1805)	-0,1269 (0,3579)	0,8808 (0,2561)
Mature	-0,2907 (0,2148)	0,7477 (0,1544)	0,0156 (0,2447)	1,0157 (0,2090)
FD	0,4236* (0,2529)	1,5274* (0,3529)	0,7253** (0,3680)	2,0653* (0,8079)
Birth*FD	-0,4660 (0,5219)	0,6274 (0,3413)	0,2171 (0,6390)	1,2424 (0,7583)
Growth*FD	0,0655 (0,5739)	1,0676 (0,6543)	-0,2981 (0,5496)	0,74222 (0,4324)

Mature*FD	-0,1158 (0,3643)	0,8906 (0,3360)	-0,4921 (0,4685)	0,6113 (0,2378)
TobinsQ	-0,4015 (0,5701)	0,6693 (0,3615)	-0,5806 (0,6160)	0,5595 (0,3699)
LnAsset	-0,4273*** (0,1136)	0,6522*** (0,0782)	-0,5613*** (0,1067)	0,5704*** (0,0606)
Institutional	-1,5883*** (0,4649)	0,2042*** (0,1040)	-1,6861*** (0,5543)	0,1852*** (0,1006)
Leverage	3,0642*** (0,4270)	21,4165*** (10,4205)	2,5048*** (0,4098)	12,2406*** (5,6857)
CashFlow	-0,0273 (0,6584)	0,9730 (0,5421)	0,0457 (0,6180)	1,0467 (0,7195)
Return	-1,9393 (1,2663)	0,1438* (0,1494)	-3,2908*** (1,0649)	0,0372*** (0,0429)
Volatility	2,4265*** (0,8733)	11,3192*** (10,2316)	2,1980* (1,1248)	9,007** (8,9351)
Số quan sát	4.300	4.300	4.300	4.300
Wald chi-squared	153,51***	130,04***	205,92***	146,86***
Log likelihood value	-975,517	-975,517	-928,402	-928,402

*Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Các biến được định nghĩa theo bảng 3.3. Sai số chuẩn Bootstrap trong (.). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

Khi nghiên cứu ở khía cạnh độc lập của chu kỳ sống, bài viết muốn xem xét liệu rằng chiến lược TCT tài sản được doanh nghiệp sử dụng có khác nhau giữa các giai đoạn trong chu kỳ sống hay không (với điều kiện các yếu tố khác không đổi). Kết quả của Luận án tìm thấy hệ số hồi quy của biến Birth và Growth ở cột (1) đều mang dấu âm và có mức ý nghĩa thống kê, tỷ số Odds tương ứng của hai biến này đều có giá trị nhỏ hơn 1 ở cột (2). Trong khi đó ở cột (3), mặc dù hệ số hồi quy của Birth và Growth đều mang dấu âm nhưng tác giả chỉ tìm thấy ý nghĩa thống kê ở biến Birth. Tổng hợp từ các kết quả này cho thấy các công ty ở các giai đoạn đầu ít sử dụng chiến lược TCT tài sản so với các giai đoạn sau của chu kỳ sống (các yếu tố còn lại không thay đổi), phù hợp với luận điểm đặt ra của Brown và cộng sự (1994). Các công ty ở các giai đoạn ban đầu thường là những doanh nghiệp khởi tạo, còn non trẻ, cấu trúc sở hữu tập trung và đồng thời công ty cũng có giới hạn về quy mô sản xuất. Chính vì vậy, nhà quản trị tài chính công ty sẽ sử dụng những tài sản cố định hiện có để phát

triển sản phẩm ra thị trường, gia tăng doanh thu cho doanh nghiệp, nên hạn chế phương án bán tài sản công ty.

Bài viết còn tìm thấy bằng chứng tác động của KQTC xảy ra khiến công ty gia tăng sử dụng chiến lược TCT tài sản. Do hệ số hồi quy mang dấu dương của biến FD ở hai cột (1) và (3) của bảng 4.6 lần lượt 0,4236 và 0,7253 đều có ý nghĩa thống kê, đồng thời tỷ số Odds cột (2) và (4) đều có giá trị lớn hơn 1. Kết quả này phù hợp với giả thuyết H1 kỳ vọng của Luận án và đồng nhất với các nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015); Kam và cộng sự (2008); Huỳnh Thị Cẩm Hà và cộng sự (2017). Kết quả cho thấy KQTC càng thúc đẩy các công ty Việt Nam gia tăng sử dụng chiến lược TCT tài sản; thông qua quyết định cắt giảm TSCĐHH, cơ cấu thanh lý 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 ra sự cạnh tranh trên thị trường (Shleifer và Vishny, 1992; Koh và cộng sự, 2015). Việc thanh lý tài sản, bán bớt tài sản của các dự án có tỷ suất sinh lời thấp, không tạo ra dòng tiền giúp công ty có được nguồn tiền mặt, giải quyết những khó khăn về tài chính, làm giảm bớt áp lực lên dòng tiền doanh nghiệp. Kết quả đạt được cũng cùng quan điểm với các nghiên cứu trước đây của Asquith và cộng sự (1994), Brown và cộng sự (1994), Kang và Shivdasani (1997), Denis và Kruse (2000), Sudarsanam và Lai (2001), Atanassov và Kim (2009).

Tuy nhiên, tác giả không tìm thấy bằng chứng về ảnh hưởng tương tác giữa KQTC và chu kỳ sống của công ty đến chiến lược TCT tài sản. Các hệ số biến tương tác Birth*FD, Growth*FD, Mature*FD không có ý nghĩa thống kê ở cả hai cách đo lường KQTC. Do đó, giả thuyết H2 bị bác bỏ ở trường hợp chiến lược TCT tài sản. Ở góc độ khác, tác giả nhận thấy mặc dù quyết định lựa chọn chiến lược TCT tài sản của công ty KQTC không có mối liên hệ với chu kỳ sống, nhưng lại chịu ảnh hưởng bởi các biến kiểm soát về quy mô doanh nghiệp (LnAsset), mức độ sở hữu của cổ đông tổ chức (Institutional), đòn bẩy tài chính (Leverage) và biến động rủi ro thị trường của công ty (Volatility).

Liên quan đến các yếu tố kiểm soát, Luận án tìm thấy ở cả hai cột (1) và (3) của bảng 4.6: yếu tố quy mô doanh nghiệp, mức độ sở hữu của cổ đông tổ chức có

tác động ngược chiều, làm hạn việc chế sử dụng chiến lược TCT tài sản của công ty. Cụ thể, hệ số hồi quy của biến LnAsset và biến Institutional mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này cũng phù hợp với nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015). Quy mô doanh nghiệp lớn, cổ đông tổ chức chiếm ưu thế trong cấu trúc sở hữu thì khả năng doanh nghiệp sử dụng chiến lược TCT tài sản càng ít hơn. Trong khi đó, dấu dương của hệ số hồi quy của biến Leverage và biến Volatility với mức ý nghĩa thống kê 1% cho thấy việc duy trì đòn bẩy tài chính ở mức cao, biến động rủi ro của công ty trên thị trường càng cao lại thúc đẩy doanh nghiệp gia tăng thực hiện chiến lược TCT tài sản.

4.5. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT nguồn tài trợ

Đề tài tiếp tục kiểm định mối quan hệ giữa lý thuyết chu kỳ sống, KQTC đối với chiến lược TCT nguồn tài trợ. Để đo lường chiến lược TCT nguồn tài trợ, đề tài sử dụng ba phương án: cắt giảm hoặc không trả cổ tức cho cổ đông (biến DIV); sử dụng nguồn tài trợ từ nợ (biến NetDebt) và phương án phát hành thêm vốn cổ phần (biến NetEquity). Các kết quả của từng chiến lược DIV, NetDebt, NetEquity được trình bày lần lượt ở bảng 4.7; 4.8 và bảng 4.9. Các kết quả hồi quy và tỷ số Odds ở trường hợp KQTC được đo lường theo hướng tiếp cận số liệu thị trường công ty được trình bày ở cột (1) và cột (2). Cột (3) và cột (4) là các kết quả ước lượng và tỷ số Odds khi KQTC được đo lường theo số liệu tài chính kế toán thực tế của doanh nghiệp.

4.5.1. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án cắt giảm hoặc không trả cổ tức

Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT nguồn tài trợ từ chính sách cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức (DIV) được trình bày theo bảng 4.7.

Trước hết, luận án xem xét ở khía cạnh tác động độc lập của chu kỳ sống đến chiến lược TCT nguồn tài trợ từ phương án cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức. Kết quả tìm thấy hệ số hồi quy của biến Birth ở cột (1) và (3) đều mang dấu âm, tuy nhiên bằng chứng ý nghĩa thống kê rõ nhất được tìm thấy ở biến Birth cột (1), có giá trị là $-0,5476$ và tỷ số Odds của biến Birth ở cột (2) có giá trị nhỏ hơn 1. Điều này hàm ý các công ty Việt Nam ở giai đoạn khởi sự ít sử dụng phương án liên quan đến cổ tức

so với các giai đoạn còn lại. Điều này có thể được giải thích theo lý thuyết chu kỳ sống: ở giai đoạn khởi sự, các doanh nghiệp có rủi ro kinh doanh rất cao, mức độ sở hữu tập trung cao, quy mô vốn của doanh nghiệp thường đến từ các nhà đầu tư vốn mạo hiểm, các nhà đầu tư góp vốn ở giai đoạn khởi sự không kỳ vọng nhiều vào mức cổ tức mà doanh nghiệp chi trả nên dấu âm của hệ số hồi quy được hiểu như là nhà quản trị tài chính công ty sẽ thực hiện chính sách không chi trả cổ tức.

Ảnh hưởng của KQTC đến phương án cắt giảm cổ tức chi trả: Bài viết tìm thấy ở cột (1) và (3) của bảng 4.7, hệ số của biến FD đều có ý nghĩa thống kê và mang dấu dương; lần lượt là 0,4968 và 0,6818. Đồng thời, tỷ số Odds ở cột (2) và cột (4) đều lớn hơn 1, phù hợp với kỳ vọng của giả thuyết H1 của Luận án. Kết quả tìm được cung cấp bằng chứng KQTC có tác động cùng chiều đến phương án cắt giảm cổ tức chi trả. Điều này hàm ý rằng KQTC xảy ra càng thúc đẩy các công ty tăng cường phương án cắt giảm cổ tức chi trả cho cổ đông. Kết quả này được giải thích theo lý thuyết trật tự phân hạng. Bởi vì việc cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức được doanh nghiệp thực hiện nhằm mục đích giữ lại thu nhập, tận dụng nguồn vốn nội bộ để giảm bớt chi phí sử dụng vốn, duy trì nguồn vốn cho doanh nghiệp hoạt động nhằm giúp công ty có thể xoay chuyển cục diện khó khăn đang đối mặt, giúp doanh nghiệp vượt qua giai đoạn khó khăn tài chính. Kết quả này đồng nhất với nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015), Huỳnh Thị Cẩm Hà và cộng sự (2017). Kết quả của đề tài cũng đồng quan điểm với các nghiên cứu trước đây của DeAngelo và DeAngelo (1990), John và cộng sự (1992), Sudarsanam và Lai (2001) khi lựa chọn phương án cắt giảm cổ tức lúc doanh nghiệp xảy ra KQTC.

Khi mở rộng nghiên cứu về ảnh hưởng tương tác giữa KQTC với chu kỳ sống, đề tài tìm thấy hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê của biến $Growth*FD$ ở cột (3) có giá trị âm là -1,1230 và tỷ số Odds của biến này ở cột (4) mang giá trị nhỏ hơn 1, khi KQTC được đo lường theo dữ liệu tài chính kế toán thực tế. Giả thuyết H2 được xác định ở chiến lược TCT nguồn tài trợ từ phương án cắt giảm chi trả cổ tức. Kết quả tìm được hàm ý rằng các công ty KQTC trong giai đoạn tăng trưởng ít sử dụng phương án cắt giảm chi trả cổ tức so với các công ty KQTC ở các giai đoạn còn lại.

Nguyên nhân có thể được lý giải là do mặc dù các doanh nghiệp đã và đang đối diện với tình trạng KQTC, tuy nhiên do ở các giai đoạn đầu, chính sách cổ tức mà công ty áp dụng cho các cổ đông chỉ mang tính danh nghĩa, hoặc gần như không chi trả. Do đó, thay vì cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức, nhà quản trị tài chính có thể tìm các phương án TCT khác phù hợp hơn. Chính vì vậy, các công ty hạn chế sử dụng phương án này nhằm muốn các cổ đông hiện hữu gắn bó lâu dài với doanh nghiệp, cùng doanh nghiệp vượt qua giai đoạn khó khăn. Phân tích định lượng của các biến kiểm soát, bài viết tìm thấy biến quy mô doanh nghiệp (LnAsset), mức độ sở hữu của cổ đông tổ chức (Institutional) ở cột (1) và yếu tố biến động rủi ro thị trường của công ty (Volatility) ở cột (3) là các yếu tố khiến công ty cân nhắc hạn chế sử dụng phương án cắt giảm chi trả cổ tức, trong khi đó việc gia tăng sử dụng đòn bẩy tài chính (Leverage) ở cột (1) là yếu tố giúp công ty cân nhắc việc gia tăng thực hiện phương án này.

Bảng 4.7. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức

	DIV			
	FD (KMV Merton)		FD (thucte)	
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)
_cons	13,7774*** (3,9475)	962.593,2*** (3.042.224)	-5,5906* (2,8871)	0,0037** (0,0103)
Birth	-0,5476* (0,2850)	0,5783* (0,1896)	-0,1683 (0,2906)	0,8451 (0,2480)
Growth	0,0450 (0,2963)	1,0460 (0,3460)	-0,0530 (0,2758)	0,9484 (0,2876)
Mature	-0,1877 (0,2389)	0,8288 (0,2136)	0,1719 (0,1934)	1,1875 (0,2701)
FD	0,4968* (0,2818)	1,6434* (0,4853)	0,6818** (0,2977)	1,9774** (0,5542)
Birth*FD	-0,0161 (0,6464)	0,9840 (0,6438)	-0,5813 (0,4887)	0,5591 (0,2655)
Growth*FD	-0,7550 (0,6067)	0,4699 (0,3069)	-1,1230* (0,6039)	0,3253* (0,2030)
Mature*FD	0,3212 (0,4798)	1,3788 (0,6241)	-0,6912 (0,3665)	0,5009 (0,2421)
TobinsQ	-0,4575 (0,6892)	0,6328 (0,4148)	0,0917 (0,1454)	1,0960 (0,1453)

LnAsset	-0,6888*** (0,1450)	0,5021*** (0,0588)	0,0651 (0,1072)	1,0672 (0,1125)
Institutional	-1,1527* (0,6139)	0,3157* (0,2071)	0,0005 (0,3388)	1,0004 (0,2525)
Leverage	3,7237*** (0,5684)	41,4163*** (19,9799)	0,4468 (0,4824)	1,5632 (0,7182)
CashFlow	0,1774 (0,5565)	1,194 (0,9107)	-0,0267 (0,5125)	0,9736 (0,5093)
Return	-2,3819 (1,7155)	0,0923* (0,114)	2,0588 (1,4043)	7,8366 (12,0453)
Volatility	1,4789 (0,8690)	4,388 (4,111)	-2,5408** (1,1506)	0,0788** (0,0913)
Số quan sát	4.300	4.300	4.300	4.300
Wald chi-squared	106,31***	180,05***	33,17***	22,04*
Log likelihood value	-700,499	-700,499	-931,605	-931,605

*Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Các biến được định nghĩa theo bảng 3.3. Sai số chuẩn Bootstrap trong (). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

4.5.2. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án sử dụng nguồn tài trợ từ nợ

Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT nguồn tài trợ từ phương án sử dụng nợ (NetDebt) được trình bày theo bảng 4.8.

Các giai đoạn trong chu kỳ sống của doanh nghiệp: Khi xét ở khía cạnh độc lập của chu kỳ sống, Luận án tìm thấy ý nghĩa thống kê của hệ số biến Birth ở cột (1) và mang dấu âm, tỷ số Odds của biến Birth ở cột (2) có giá trị nhỏ hơn 1. Điều này cho thấy các công ty ở giai đoạn khởi sự hạn chế sử dụng TCT từ nguồn tài trợ dựa vào nợ. Kết quả của đề tài có cùng quan điểm với lập luận của Mueller (1972), Sudarsanam và Lai (2001). Các nhóm tác giả này cho rằng, các công ty ở giai đoạn khởi sự thường không chắc chắn về hiệu quả kinh doanh bởi vì những sản phẩm và ý tưởng kinh doanh của những công ty còn khá mới, rủi ro kinh doanh khá cao, dòng tiền không ổn định. Chính vì vậy ở góc độ người cho vay, các chủ nợ sẽ e ngại về tính thanh khoản của doanh nghiệp. Trong khi đó, nhà quản trị tài chính cũng cần trọng với phương án vay nợ vì doanh nghiệp phải chịu áp lực chi trả chi phí lãi vay cố định cho chủ nợ, trong khi đó thì dòng tiền thuần của doanh nghiệp trong giai đoạn khởi sự không ổn định và thường mang dấu âm.

Kiểm định ảnh hưởng của KQTC đến phương án sử dụng nguồn tài trợ từ nợ: Tác giả tìm thấy hệ số hồi quy biến FD có ý nghĩa thống kê ở cột (3) với giá trị là 0,9595 và tỷ số Odds ở cột (4) có giá trị lớn hơn 1, khi KQTC được đo lường dựa trên số liệu tài chính kế toán thực tế của công ty. Kết quả tìm được hàm ý KQTC xảy ra thúc đẩy các công ty Việt Nam tăng cường thực hiện TCT nguồn tài trợ từ nợ nhằm gia tăng nguồn vốn để xoay chuyển cục diện doanh nghiệp, giúp công ty vượt qua giai đoạn khó khăn của KQTC. Kết quả tìm được phù hợp với giả thuyết H1 ở chiến lược TCT nguồn tài trợ từ nợ, và cũng đồng nhất với nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015). Theo lý thuyết trật tự phân hạng, khi nguồn vốn nội bộ đã sử dụng hết thì công ty cân nhắc sử dụng nguồn tài trợ từ bên ngoài, trong đó nguồn tài trợ từ nợ được doanh nghiệp cân nhắc vì được hưởng lợi ích của tấm chắn thuế từ lãi vay. Kết quả này cũng đồng thuận với luận điểm của các nghiên cứu của Gilson (1989, 1990); Slatter (1984); Kam và cộng sự (2008).

Bên cạnh đó, khi nghiên cứu sự tương tác giữa KQTC với các giai đoạn chu kỳ sống, bài viết tìm thấy hệ số của biến Mature*FD có ý nghĩa thống kê. Do hệ số hồi quy của biến Mature*FD là -1,3844 ở cột (3) và tỷ số Odds của biến tương tác này ở cột (4) là 0.2504 nhỏ hơn 1, và đều có ý nghĩa thống kê. Điều này hàm ý rằng các công ty KQTC trong giai đoạn bão hòa ít có khả năng sử dụng chiến lược TCT nguồn tài trợ từ nợ so với các công ty KQTC trong các giai đoạn còn lại của chu kỳ sống. Giả thuyết H2 được xác định đối với chiến lược TCT nguồn tài trợ từ nợ. Thực tế cho thấy cấu trúc vốn có sử dụng đòn bẩy tài chính của các công ty Việt Nam trong mẫu nghiên cứu phần lớn đến từ nguồn nợ vay do ngân hàng cung ứng. Do vậy, các doanh nghiệp này phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn vay từ hệ thống ngân hàng. Bên cạnh đó ở giai đoạn bão hòa, thị phần của các công ty đã bắt đầu suy giảm và khi kết hợp có sự biến động lớn về rủi ro tài chính trong doanh nghiệp, các ngân hàng sẽ siết chặt các khoản cho vay bằng cách giảm bớt hoặc hạn chế các khoản vay nhằm kiểm soát rủi ro có thể ảnh hưởng đến ngân hàng. Điều này khiến cho khả năng sử dụng thêm nguồn tài trợ từ nợ của các công ty KQTC trong giai đoạn bão hòa bị suy giảm.

Các biến kiểm soát về quy mô doanh nghiệp (LnAsset), mức độ sở hữu của cổ đông tổ chức (Institutional), tỷ suất sinh lợi thị trường của công ty (Return), đòn bẩy tài chính (Leverage) vẫn tiếp tục là các biến có ảnh hưởng nhiều đến các quyết định TCT của doanh nghiệp. Cụ thể hệ số hồi quy của các biến LnAsset, biến Institutional, biến Return mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê; cho thấy tác động ngược chiều của các biến này đến phương án NetDebt. Kết quả này hàm ý những doanh nghiệp có quy mô tài sản lớn, tỷ lệ sở hữu cổ đông tổ chức chiếm ưu thế, hoặc tỷ suất sinh lợi cổ phiếu công ty gia tăng thì càng hạn chế việc sử dụng chiến lược TCT nguồn tài trợ từ nợ. Trong khi đó, hệ số của biến Leverage có giá trị dương với ý nghĩa thống kê 1%, điều này cho thấy cấu trúc vốn của doanh nghiệp có sử dụng đòn bẩy tài chính cao giúp công ty gia tăng sử dụng chiến lược TCT nguồn tài trợ từ nợ vay.

Bảng 4.8. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án sử dụng nợ

	NetDebt			
	FD (KMV Merton)		FD (thucte)	
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)
_cons	5,0194* (2,8326)	151,3178* (433,0086)	4,7583* (2,7508)	116,5463* (294,5747)
Birth	-0,4025* (0,2285)	0,6686* (0,1496)	0,4068 (0,3446)	1,502 (0,5535)
Growth	-0,2221 (0,3007)	0,8008 (0,2118)	0,1290 (0,3549)	1,1376 (0,4324)
Mature	-0,0917 (0,2088)	0,9123 (0,1766)	0,1779 (0,3250)	1,1946 (0,3447)
FD	0,2324 (0,2659)	1,2616 (0,3450)	0,9595*** (0,3649)	2,6103*** (0,8557)
Birth*FD	-0,3363 (0,5312)	0,7144 (0,4380)	-0,7673 (0,7764)	0,4642 (0,3229)
Growth*FD	-0,1056 (0,5020)	0,8997 (0,4538)	-0,1917 (0,5893)	0,8255 (0,4591)
Mature*FD	0,2311 (0,4707)	1,2600 (0,4717)	-1,3844** (0,5808)	0,2504** (0,1435)
TobinsQ	-0,2865 (0,6117)	0,7508 (0,4610)	-1,3049*** (0,4426)	0,2711** (0,1417)
LnAsset	-0,3227*** (0,1042)	0,7241*** (0,0762)	-0,3068*** (0,1055)	0,7358*** (0,0709)
Institutional	-1,4245***	0,2406***	-0,8572**	0,4243**

	(0,5026)	(0,1102)	(0,4119)	(0,1776)
Leverage	2,0938***	8,1158***	1,9648***	7,1332***
	(0,3863)	(3,3078)	(0,4202)	(2,6146)
CashFlow	0,3877	1,4736	-4,1548***	0,0156***
	(0,6534)	(0,7616)	(0,7167)	(0,0121)
Return	-2,7949**	0,0611**	-3,2183*	0,04**
	(1,4286)	(0,080)	(1,6510)	(0,0618)
Volatility	2,2629**	9,6107***	1,0401	2,8294
	(1,0034)	(7,1393)	(1,2827)	(3,1078)
Số quan sát	4.300	4.300	4.300	4.300
Wald chi-squared	95,22***	92,91***	68,94***	136,59***
Log likelihood value	-879,495	-879,495	-525,176	-525,176

*Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Các biến được định nghĩa theo bảng 3.3. Sai số chuẩn Bootstrap trong (). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

4.5.3. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án phát hành thêm vốn cổ phần

Phần tiếp theo của Luận án là kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến chiến lược TCT nguồn tài trợ từ phương án phát hành thêm vốn cổ phần (NetEquity) được trình bày theo bảng 4.9.

Các giai đoạn trong chu kỳ sống của doanh nghiệp: ở khía cạnh ảnh hưởng độc lập của chu kỳ sống đến chiến lược TCT, tác giả tìm thấy hệ số có ý nghĩa thống kê của biến Birth và Growth ở cột (1) lần lượt là -0,9758 và -0,7083; đồng thời tỷ số Odds của hai biến này ở cột (2) có giá trị nhỏ hơn 1. Điều này cho thấy ở giai đoạn khởi sự, giai đoạn tăng trưởng, các công ty Việt Nam hạn chế sử dụng chiến lược TCT nguồn tài trợ từ vốn cổ phần so với các giai đoạn còn lại của chu kỳ sống. Đối với những công ty Việt Nam ở giai đoạn khởi sự, các nhà đầu tư vốn cổ phần bên ngoài e ngại về uy tín doanh nghiệp và lo ngại về rủi ro khi đầu tư vào các công ty này ở giai đoạn ban đầu. Do đó, nguồn vốn chủ lực của công ty đến từ các cổ đông sáng lập. Khi doanh nghiệp đã vượt qua được giai đoạn khởi sự và chuyển sang giai đoạn tăng trưởng, lúc này dòng tiền của doanh nghiệp tăng nhanh nhưng không ổn định, rủi ro kinh doanh cũng vẫn còn cao. Nhà quản trị tài chính sẽ tận dụng lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư thay vì huy động vốn từ nguồn tài trợ bên ngoài.

Ảnh hưởng của KQTC đến chiến lược TCT nguồn tài trợ từ vốn cổ phần:

Kết quả của bài nghiên cứu tìm thấy ý nghĩa thống kê của hệ số biến FD ở cột (1) và (3); lần lượt có giá trị dương là 8,9363 và 0,8576; cho thấy được KQTC có tác động cùng chiều đến phương án NetEquity. Điều này cho thấy KQTC xảy ra đóng vai trò quan trọng thúc đẩy các công ty Việt Nam trong mẫu tăng cường sử dụng chiến lược TCT nguồn tài trợ từ vốn cổ phần. Kết quả tìm thấy phù hợp với kỳ vọng giả thuyết H1 ở trường hợp chiến lược TCT nguồn tài trợ từ vốn cổ phần. Điểm phát hiện khá thú vị là kết quả của Luận án ngược với bài viết của Koh và cộng sự (2015) khi nghiên cứu ở các công ty trên TTCK Mỹ. Kết quả này có thể giải thích ở góc độ lý thuyết trật tự phân hạng. Lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng, các công ty sẽ gia tăng nguồn tài trợ bên ngoài thông qua việc phát hành thêm vốn cổ phần khi xảy ra KQTC. Để đánh đổi từ việc phát hành thêm vốn cổ phần, các công ty KQTC có thể buộc phải chấp nhận chi phí sử dụng vốn cao hơn do các cổ đông đòi hỏi tỷ suất sinh lợi kỳ vọng cao hơn để bù đắp rủi ro tăng thêm, đồng thời các doanh nghiệp buộc phải chấp nhận một số điều kiện ràng buộc mà cổ đông yêu cầu nhằm kiểm soát rủi ro doanh nghiệp. Kết quả của nghiên cứu phù hợp với luận điểm của Sudarsanam và Lai (2001). Tuy nhiên, ở chiến lược TCT nguồn tài trợ từ vốn cổ phần, bài viết chưa tìm thấy đủ bằng chứng về ảnh hưởng tương tác giữa KQTC với các giai đoạn trong chu kỳ sống đến chiến lược TCT. Các hệ số biến tương tác Birth*FD, Growth*FD, Mature*FD không có ý nghĩa thống kê. Do đó, giả thuyết H2 không được chấp nhận ở trường hợp chiến lược TCT tài trợ từ vốn cổ phần.

Ngoài ra, bài viết tìm thấy các biến kiểm soát đòn bẩy tài chính công ty (Leverage), dòng tiền thuần của doanh nghiệp (CashFlow) ở cột (1) là các yếu tố có tác động cùng chiều đến chiến lược TCT nguồn tài trợ từ vốn cổ phần, được công ty cân nhắc để gia tăng thực hiện chiến lược TCT nguồn tài trợ từ vốn cổ phần. Trong khi đó, cơ hội tăng trưởng doanh nghiệp (TobinsQ); mức độ sở hữu của cổ đông tổ chức (Institutional), tỷ suất sinh lợi công ty trên thị trường (Return) ở cột (3) có ảnh hưởng ngược chiều đến phương án này, là các yếu tố được công ty xem xét khi hạn chế dùng phương án phát hành vốn cổ phần để TCT doanh nghiệp.

Bảng 4.9. Kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến phương án phát hành thêm vốn cổ phần

	NetEquity			
	FD (KMV Merton)		FD (thucte)	
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)
_cons	-2,1444 (3,2176)	0,1171 (0,3619)	-2,0881 (4,4591)	0,1239 (0,5526)
Birth	-0,9758** (0,4464)	0,3769** (0,1499)	0,9328 (0,6239)	2,5415 (1,5856)
Growth	-0,7083** (0,3385)	0,4924* (0,1915)	0,7909 (0,5553)	2,2053 (1,2245)
Mature	-0,0576 (0,3214)	0,944 (0,3595)	0,4244 (0,4885)	1,5286 (0,7467)
FD	8,9363*** (0,5496)	7.602,957*** (5.624,594)	0,8576* (0,5170)	2,3574* (1,2188)
Birth*FD	1,0243 (0,7562)	2,7851 (2,2068)	-1,1987 (9,0723)	0,3015 (2,736)
Growth*FD	0,3172 (0,7413)	1,3732 (0,8441)	-0,3919 (0,8974)	0,6757 (0,6064)
Mature*FD	-0,0577 (0,5800)	0,9439 (0,4539)	-0,5249 (3,5437)	0,5916 (2,0964)
TobinsQ	-0,2669 (0,3133)	0,7657 (0,2715)	-1,2934** (0,4992)	0,2743** (0,1369)
LnAsset	-0,1771 (0,1254)	0,8376 (0,1027)	-0,0837 (0,1660)	0,9197 (0,1526)
Institutional	0,1526 (0,3987)	1,1649 (0,3846)	-1,7902*** (0,6105)	0,1669*** (0,1019)
Leverage	1,2536*** (0,4306)	3,5027** (1,8486)	0,5149 (0,5705)	1,6734 (0,9546)
CashFlow	2,6504*** (0,7989)	14,1595*** (12,0861)	0,2952 (1,0250)	1,3433 (1,377)
Return	-1,1281 (1,5186)	0,3236 (0,5956)	-8,0108*** (1,7265)	0,0003*** (0,005)
Volatility	-1,2688 (1,2686)	0,2811 (0,3975)	3,1447 (1,8616)	23,2136 (43,2152)
Số quan sát	4.300	4.300	4.300	4.300
Wald chi-squared	370,49***	231,29***	56,12***	56,12***
Log likelihood value	-299,25	-299,25	-245,43	-245,43

*Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Các biến được định nghĩa theo bảng 3.3. Sai số chuẩn Bootstrap trong (). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

Từ những kết quả thực nghiệm ở bảng 4.7, 4.8 và 4.9, Luận án tóm tắt những điểm chính đối với chiến lược TCT nguồn tài trợ:

- Khi xảy ra KQTC, các công ty tăng cường sử dụng phương án cắt giảm cổ tức chi trả, phương án tài trợ từ nợ vay và phát hành thêm vốn cổ phần. Việc cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức giúp doanh nghiệp tận dụng nguồn vốn nội bộ. Sử dụng nguồn tài trợ từ nợ, phát hành thêm vốn cổ phần là các phương án cũng được các công ty KQTC thực hiện để có thể có thêm nguồn tài trợ bên ngoài, giúp doanh nghiệp duy trì hoạt động nhằm xoay chuyển cục diện khó khăn tài chính.

- Ở các giai đoạn đầu, đặc biệt là giai đoạn khởi sự, các công ty ít lựa chọn chiến lược TCT nguồn tài trợ. Do ở giai đoạn khởi sự, nguồn vốn duy trì hoạt động chủ yếu của các doanh nghiệp là vốn góp của các cổ đông sáng lập, cấu trúc sở hữu tập trung cao, nhiều rủi ro nên khả năng huy động vốn từ bên ngoài là hạn chế. Chính sách cổ tức trong giai đoạn khởi sự hầu như là không chi trả cổ tức cho cổ đông.

- Các công ty KQTC ở giai đoạn bão hòa hạn chế sử dụng phương án tài trợ từ nợ so với các công ty KQTC ở các giai đoạn còn lại của chu kỳ sống. Việc hạn chế sử dụng nguồn tài trợ từ nợ của doanh nghiệp ở giai đoạn này nguyên nhân từ chính sách siết chặt các khoản cho vay của ngân hàng một khi doanh nghiệp đã qua thời kỳ tăng trưởng nhanh và phải đối diện với rủi ro tài chính. Ngoài ra, phương án cắt giảm cổ tức được công ty KQTC hạn chế thực hiện ở giai đoạn tăng trưởng.

- Yếu tố kiểm soát về mức độ sở hữu của cổ đông tổ chức được xem là có ảnh hưởng nhiều nhất đến việc hạn chế sử dụng các phương án của chiến lược TCT nguồn tài trợ. Ngược lại, đòn bẩy tài chính là ảnh hưởng nhiều nhất thúc đẩy doanh nghiệp gia tăng thực hiện các phương án của chiến lược TCT nguồn tài trợ.

Bảng 4.10. Tổng hợp kết quả ảnh hưởng của chu kỳ sống, KQTC đến các chiến lược TCT

	CEO		M&A		INV		COG		EMP		ASSET		DIV		NetDebt		NetEquity	
	FD KMV (1)	FD thucte (2)	FD KMV (3)	FD thucte (4)	FD KMV (5)	FD thucte (6)	FD KMV (7)	FD thucte (8)	FD KMV (9)	FD thucte (10)	FD KMV (11)	FD thucte (12)	FD KMV (13)	FD thucte (14)	FD KMV (15)	FD thucte (16)	FD KMV (17)	FD thucte (18)
Birth	-0,5134	-0,4564*	-0,0021	-0,0911	-0,3943	1,1491***	-0,5522	-0,5013*	-0,7465**	-0,7073**	-0,7912**	-0,8356**	-0,5476*	-0,1683	-0,4025*	0,4068	-0,9758**	0,9328
Growth	0,3245	-0,1447	0,0648	0,0673	-0,0972	0,7526*	-0,1990	-0,4707**	0,0151	-0,3067	-0,5038*	-0,1269	0,0450	-0,0530	-0,2221	0,1290	-0,7083**	0,7909
Mature	0,1317	-0,0121	0,0775	0,0889	0,0384	0,5938	-0,4918	-0,1105	-0,1089	-0,0437	-0,2907	0,0156	-0,1877	0,1719	-0,0917	0,1779	-0,0576	0,4244
FD	2,4349***	0,6817**	0,0865	-0,0665	0,5424*	1,4107***	-0,4724	0,2944	0,4710*	0,7604**	0,4236*	0,7253**	0,4968*	0,6818**	0,2324	0,9595***	8,9363***	0,8576*
Birth*FD	0,6493	-0,3357	-0,8070	0,1069	-1,0806	-1,5217*	0,3645	-0,0098	-0,5913	-0,1736	-0,4660	0,2171	-0,0161	-0,5813	-0,3363	-0,7673	1,0243	-1,1987
Growth*FD	-0,3798	-0,2358	-0,7739	-0,2764	-0,3638	-1,9194**	0,3363	0,1725	-0,4657	-0,2378	0,0655	-0,2981	-0,7550	-1,1230*	-0,1056	-0,1917	0,3172	-0,3919
Mature*FD	0,1627	-0,4415	-0,8834*	-0,3362	-0,2596	-1,2951	0,1062	-0,0838	-0,3427	-0,6510*	-0,1158	-0,4921	0,3212	-0,6912	0,2311	-1,3844**	-0,0577	-0,5249
Số quan sát	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300
Wald chi-squared	307,05	171,8	212,89	155,88	134,36	55,84	96,78	66,65	109,47	210,09	153,51	205,92	106,31	33,17	95,22	68,94	370,49	56,12
Prob> chi2	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
Log likelihood	-766,32	-1004,33	-1227,2	1229	-885,8	-411,74	-522,5	-893,1	-788,09	-941,35	-975,52	-928,40	-700,5	-931,6	-879,5	-525,18	-299,25	-245,4

*Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: FD_KMV và FD_t.te là biến FD theo mô hình KMV-Merton và theo quan sát số liệu tài chính thực tế. CEO, M&A, INV, COG, EMP, ASSET, DIV, NetDebt, NetEquity lần lượt là biến số đại diện cho chiến lược TCT nhân sự quản lý, M&A, cắt giảm hoạt động đầu tư, cắt giảm GVHB, cắt giảm lao động, cắt giảm tài sản, cắt giảm cổ tức chi trả, sử dụng nợ, phát hành thêm vốn cổ phần. *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

Bảng 4.11. Bảng tổng hợp tỷ số Odds từ mô hình (3.6)

	CEO		M&A		INV		COG		EMP		ASSET		DIV		NetDebt		NetEquity	
	FD KMV (1)	FD thucte (2)	FD KMV (3)	FD thucte (4)	FD KMV (5)	FD thucte (6)	FD KMV (7)	FD thucte (8)	FD KMV (9)	FD thucte (10)	FD KMV (11)	FD thucte (12)	FD KMV (13)	FD thucte (14)	FD KMV (15)	FD thucte (16)	FD KMV (17)	FD thucte (18)
Birth	0,598	0,634*	0,998	0,913	0,674	3,155***	0,576	0,606*	0,474**	0,493**	0,453**	0,434***	0,578*	0,845	0,669*	1,502	0,377**	2,542
Growth	1,383	0,865	1,067	1,070	0,907	2,123*	0,820	0,625*	1,015	0,736	0,604*	0,881	1,046	0,948	0,801	1,138	0,492*	2,205
Mature	1,141	0,988	1,081	1,093	1,039	1,811	0,612	0,895	0,897	0,957	0,748	1,016	0,829	1,188	0,912	1,195	0,944	1,529
FD	11,415***	1,977**	1,090	0,936	1,720*	4,099**	0,624	1,342	1,602*	2,139**	1,527*	2,065*	1,643*	1,977**	1,262	2,610***	7602,957***	2,357*
Birth*FD	1,914	0,715	0,446	1,113	0,339	0,218*	1,440	0,990	0,554	0,841	0,627	1,242	0,984	0,559	0,714	0,464	2,785	0,302
Growth*FD	0,684	0,790	0,461	0,759	0,695	0,147**	1,400	1,188	0,628	0,788	1,068	0,742	0,470	0,325*	0,899	0,826	1,373	0,676
Mature*FD	1,177	0,643	0,413*	0,715	0,771	0,274	1,112	0,920	0,710	0,522*	0,891	0,611	1,379	0,501	1,260	0,250**	0,944	0,592
Số quan sát	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300
Wald chi-squared	366,22	149,64	149,17	174,2	160,60	72,06	104,95	82,09	121,15	176,35	130,04	146,86	180,05	22,04	92,91	136,59	231,29	56,12
Prob> chi2	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
Log likelihood	-766,32	-1004,33	-1227,2	1229	-885,8	-411,74	-522,5	-893,1	-788,09	-941,35	-975,52	-928,40	-700,5	-931,6	-879,5	-525,18	-299,25	-245,4

*Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: FD_KMV và FD_t.te là biến FD theo mô hình KMV-Merton và theo quan sát số liệu tài chính thực tế. CEO, M&A, INV, COG, EMP, ASSET, DIV, NetDebt, NetEquity lần lượt là biến số đại diện cho chiến lược TCT nhân sự quản lý, M&A, cắt giảm hoạt động đầu tư, cắt giảm GVHB, cắt giảm lao động, cắt giảm tài sản, cắt giảm cổ tức chi trả, sử dụng nợ, phát hành thêm vốn cổ phần. *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

4.6. Kiểm định khả năng phục hồi từ các chiến lược TCT của các công ty KQTC

Trong phần 4.6, đề tài kiểm định liệu rằng các chiến lược TCT được các công ty thực hiện khi xảy ra KQTC có giúp gia tăng hồi phục doanh nghiệp hay không. Để thực hiện điều này, Luận án phân tích khả năng hồi phục từ các chiến lược TCT của công ty KQTC tại Việt Nam trong khoảng thời gian từ năm 2005 đến 2016. Bảng 4.12 và 4.13 trình bày tổng quan thống kê những chiến lược TCT qua các giai đoạn chu kỳ sống được các công ty KQTC sử dụng và tỷ lệ hồi phục của các công ty. KQTC ở bảng 4.12 được tính dựa theo mô hình KMV-Merton, bảng 4.13 đo lường KQTC dựa trên quan sát từ số liệu tài chính thực tế của doanh nghiệp.

Số liệu tổng hợp từ bảng 4.12 và 4.13 cho thấy tỷ lệ hồi phục của các công ty KQTC ở các giai đoạn trong chu kỳ sống là khác nhau và cũng khác nhau giữa các chiến lược TCT. Chiến lược TCT từ thương vụ M&A ít được các công ty KQTC Việt Nam sử dụng. Trong khi đó, chiến lược TCT nhân sự cấp quản lý (CEO) thường được các công ty KQTC sử dụng nhiều nhất ở cả bốn giai đoạn, theo cả hai cách đo lường KQTC. Để kiểm định khả năng phục hồi sau KQTC từ các chiến lược TCT, tác giả dùng ước lượng hồi quy Logit với hiệu ứng tác động ngẫu nhiên, đồng thời xử lý ước lượng sai số chuẩn bằng phương pháp bootstrap. Kết quả được ước lượng theo mô hình (3.7). Biến phụ thuộc là Recovery, nhận giá trị bằng 1 nếu công ty KQTC được hồi phục theo cách xác định ở phần 3.2.4, ngược lại nhận giá trị bằng 0. Restructuring là biến độc lập của từng chiến lược tái cấu trúc (CEO, M&A, INV, COG, EMP, ASSET, DIV, NetDebt và NetEquity), bằng 1 khi từng chiến lược TCT tương ứng được thực hiện, ngược lại bằng 0. Như vậy, mô hình (3.7) lần lượt được hồi quy 9 lần tương ứng với từng chiến lược TCT.

Bảng 4.12. Thống kê tỷ lệ hồi phục của công ty sau KQTC từ các chiến lược TCT (FD_KMV Merton)

Chiến lược tái cấu trúc	Giai đoạn khởi sự			Giai đoạn tăng trưởng			Giai đoạn bão hòa			Giai đoạn suy thoái			Tổng		
	Công ty chọn	Công ty hồi phục	% hồi phục	Công ty chọn	Công ty hồi phục	% hồi phục	Công ty chọn	Công ty hồi phục	% hồi phục	Công ty chọn	Công ty hồi phục	% hồi phục	Công ty chọn	Công ty hồi phục	% hồi phục
CEO	25	16	64,0%	25	15	60,0%	48	26	54,2%	39	30	76,9%	137	87	63,5%
M&A	4	1	25,0%	5	4	80,0%	6	3	50,0%	13	10	76,9%	28	18	64,3%
INV	7	4	57,1%	9	2	22,2%	20	9	45,0%	27	20	74,1%	63	35	55,6%
COG	5	2	40,0%	4	2	50,0%	8	1	12,5%	11	8	72,7%	28	13	46,4%
EMP	7	3	42,9%	12	6	50,0%	19	13	68,4%	19	14	73,7%	57	36	63,2%
ASSET	10	6	60,0%	13	6	46,2%	22	11	50,0%	31	24	77,4%	76	47	61,8%
DIV	9	5	55,6%	7	3	42,9%	19	10	52,6%	21	18	85,7%	56	36	64,3%
NetDebt	7	5	71,4%	10	3	30,0%	20	11	55,0%	23	16	69,6%	60	35	58,3%
NetEquity	68	54	79,4%	75	50	66,7%	129	87	67,4%	127	105	83,5%	399	296	74,2%

Nguồn: Tính toán của tác giả. Ghi chú: FD_KMV Merton là KQTC được đo lường theo mô hình KMV-Merton. CEO, M&A, INV, COG, EMP, ASSET, DIV, NetDebt, NetEquity lần lượt là biến số đại diện cho chiến lược TCT nhân sự quản lý, M&A, cắt giảm hoạt động đầu tư, cắt giảm GVHB, cắt giảm lao động, cắt giảm tài sản, cắt giảm cổ tức chi trả, sử dụng nợ, phát hành thêm vốn cổ phần.

Bảng 4.13. Thống kê tỷ lệ hồi phục của công ty sau KQTC từ các chiến lược TCT (FD_thucte)

Chiến lược tái cấu trúc	Giai đoạn khởi sự			Giai đoạn tăng trưởng			Giai đoạn bão hòa			Giai đoạn suy thoái			Tổng		
	Công ty chọn	Công ty hồi phục	% hồi phục	Công ty chọn	Công ty hồi phục	% hồi phục	Công ty chọn	Công ty hồi phục	% hồi phục	Công ty chọn	Công ty hồi phục	% hồi phục	Công ty chọn	Công ty hồi phục	
CEO	13	4	30,8%	17	9	52,9%	26	10	38,5%	48	29	60,4%	104	52	50,0%
M&A	13	4	30,8%	20	11	55,0%	23	11	47,8%	29	15	51,7%	85	41	48,2%
INV	11	5	45,5%	11	6	54,5%	14	4	28,6%	23	11	47,8%	59	26	44,1%
COG	12	4	33,3%	15	9	60,0%	25	9	36,0%	62	31	50,0%	114	53	46,5%
EMP	33	12	36,4%	37	16	43,2%	58	18	31,0%	82	34	41,5%	210	80	38,1%
ASSET	14	5	35,7%	16	9	56,3%	28	10	35,7%	137	87	63,5%	195	111	56,9%
DIV	19	7	36,8%	23	11	47,8%	27	6	22,2%	44	19	43,2%	113	43	38,1%
NetDebt	8	2	25,0%	9	4	44,4%	7	2	28,6%	122	74	60,7%	146	82	56,2%
NetEquity	2	2	100,0%	1	0	0,0%	5	1	20,0%	113	70	61,9%	121	73	60,3%

Nguồn: Tính toán của tác giả. Ghi chú: FD_thucte là KQTC được đo lường theo quan sát từ số liệu tài chính thực tế của doanh nghiệp. CEO, M&A, INV, COG, EMP, ASSET, DIV, NetDebt, NetEquity lần lượt là biến số đại diện cho chiến lược TCT nhân sự quản lý, M&A, cắt giảm hoạt động đầu tư, cắt giảm GVHB, cắt giảm lao động, cắt giảm tài sản, cắt giảm cổ tức chi trả, sử dụng nợ, phát hành thêm vốn cổ phần.

4.6.1. Kiểm định khả năng hồi phục từ chiến lược TCT nhân sự quản lý

Kết quả ước lượng khả năng hồi phục từ chiến lược TCT nhân sự quản lý của các công ty KQTC được thể hiện ở bảng 4.14. Cột (1) và (2) trình bày các hệ số hồi quy và tỷ số Odds trong trường hợp KQTC được tính toán dựa trên mô hình KMV-Merton. Tương tự, các kết quả ước lượng và tỷ số Odds khi KQTC được tính toán dựa trên số liệu tài chính thực tế của công ty được trình bày ở cột (3) và (4).

Kết quả phân tích định lượng ở bảng 4.14 cho thấy hệ số hồi quy của biến Restructuring ở hai cột (1) và (3) đều mang giá trị dương, nhưng chỉ có ý nghĩa thống kê ở cột (3) với giá trị là 0,5760. Đồng thời tỷ số Odds của biến Restructuring ở cột (4) là 1,7789 lớn hơn 1. Điều này cho thấy việc sử dụng chiến lược TCT nhân sự quản lý có tác động cùng chiều đến việc phục hồi doanh nghiệp, phù hợp với kỳ vọng giả thuyết H3 của Luận án. Giả thuyết H3 được chấp nhận ở chiến lược TCT nhân sự quản lý. Kết quả này cho thấy việc thay đổi vị trí lãnh đạo điều hành có ảnh hưởng cùng chiều đến khả năng hồi phục của các công ty KQTC, gia tăng phục hồi cho doanh nghiệp. Lãnh đạo quản lý mới sau khi được thay thế ở các công ty KQTC đóng vai trò quan trọng, giúp công ty phân tích thực trạng doanh nghiệp, đánh giá lại nguyên nhân gây ra KQTC. Mặc dù nguyên nhân gây ra KQTC có thể không hoàn toàn xuất phát từ các quyết định từ vị trí lãnh đạo trước đây. Mặc dù vậy, cấp quản lý mới trên cơ sở góc nhìn trực quan sẽ đưa ra các định hướng mới, các phương án cụ thể để giúp khôi phục doanh nghiệp. Kết quả của bài viết phù hợp với quan điểm của các nghiên cứu trước đây của Hofer (1980), Gopinath (1991), Pearce II và Robbins (1993), Lohrke và cộng sự (2004). Tuy nhiên, hệ số hồi quy của các biến tương tác chu kỳ sống và TCT nhân sự quản lý không có ý nghĩa thống kê. Do vậy, Luận án không tìm thấy bằng chứng về mối liên hệ giữa việc hồi phục doanh nghiệp từ chiến lược TCT nhân sự quản lý với lý thuyết chu kỳ sống. Bên cạnh đó, hệ số hồi quy của biến kiểm soát về cơ hội tăng trưởng (TobinsQ), đòn bẩy tài chính (Leverage) mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở cột (1), có tác động ngược chiều đến việc phục hồi, làm giảm việc hồi phục công ty khi sử dụng chiến lược TCT nhân sự quản lý.

Bảng 4.14. Kết quả kiểm định hồi phục từ chiến lược TCT nhân sự quản lý

	CEO			
	FD (KMV Merton)		FD (thuế)	
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)
_cons	3,4245 (3,4577)	30,7087 (107,9183)	-0,0625 (1,8198)	0,9394 (1,4312)
Birth	0,7370* (0,4386)	2,0896* (0,8932)	-0,1663 (0,1915)	0,8468 (0,1727)
Growth	-0,0216 (0,4541)	0,9786 (0,3235)	0,0127 (0,1860)	1,0128 (0,2041)
Mature	-0,1015 (0,3964)	0,9035 (0,3247)	-0,1459 (0,1831)	0,8643 (0,1507)
Restructuring	0,3749 (0,5030)	1,4549 (0,6552)	0,5760* (0,3277)	1,7789* (0,6168)
Birth* Restructuring	-0,0207 (0,9765)	0,9795 (0,7877)	-1,1991 (4,4490)	0,3015 (1,1148)
Growth* Restructuring	-0,6320 (0,7920)	0,5315 (0,3987)	0,0443 (0,6137)	1,0453 (0,7127)
Mature* Restructuring	-0,7012 (0,6693)	0,4960 (0,3153)	-0,4058 (0,5794)	0,6664 (0,3981)
TobinsQ	-3,2190*** (0,9182)	0,0399*** (0,0265)	-0,0498 (0,1451)	0,9514 (0,1148)
LnAsset	-0,0016 (0,1187)	0,9984 (0,1253)	-0,0295 (0,0655)	0,9708 (0,0558)
Institutional	0,8317 (0,5364)	2,2971 (1,1438)	0,4817 (0,3242)	1,6188 (0,5378)
Leverage	-1,2359*** (0,4116)	0,2905*** (0,1159)	0,1125 (0,2897)	1,119 (0,3282)
CashFlow	1,0437 (0,6477)	2,8395 (2,1322)	-0,8526 (0,5547)	0,4262 (0,2221)
Return	-7,4746*** (1,7604)	0,0005*** (0,0011)	3,7502*** (1,4109)	42,531*** (54,4)
Volatility	1,8206 (1,7374)	6,1758 (10,0248)	0,8062 (0,9625)	2,2394 (2,4415)
Số quan sát	612	612	1.064	1.064
Wald chi-squared	76,78***	97,71***	31,01***	28,80**
Log likelihood value	-338,51	-338,51	-668,15	-668,15

Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Restructuring là chiến lược TCT nhân sự quản lý CEO, các biến còn lại được định nghĩa theo bảng 3.3. Sai số chuẩn Bootstrap trong (). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

4.6.2. Kiểm định khả năng hồi phục từ chiến lược TCT thương vụ M&A

Kết quả kiểm định khả năng hồi phục sau KQTC từ chiến lược TCT thông qua thương vụ M&A của các công ty trong mẫu nghiên cứu được trình bày ở bảng 4.15.

Kết quả phân tích định lượng cho thấy hệ số của biến Restructuring ở cả 2 cách tiếp cận đo lường KQTC đều dương nhưng không có ý nghĩa thống kê. Bài viết chưa tìm thấy bằng chứng hiệu quả việc hồi phục khi sử dụng chiến lược TCT thông qua các giao dịch thương vụ M&A ở các công ty KQTC. Do đó, đề tài chưa có bằng chứng để chấp nhận giả thuyết H3 ở chiến lược TCT từ thương vụ M&A. Điều này cho thấy mặc dù M&A là chiến lược TCT được các công ty KQTC có sử dụng trong khoảng thời gian nghiên cứu nhưng chưa thực sự mang lại hiệu quả cho quá trình hồi phục của công ty KQTC. Luận án chỉ tìm thấy hệ số hồi quy của biến Birth*Restructuring là -2,5050 ở cột (1) có ý nghĩa thống kê và tỷ số Odds ở cột (2) có giá trị nhỏ hơn 1. Kết quả tìm được cho thấy, nỗ lực thực hiện quá trình TCT từ các thương vụ M&A của các công ty KQTC trong giai đoạn khởi sự chỉ càng làm giảm việc hồi phục doanh nghiệp. Bản thân các công ty ở giai đoạn khởi sự đã tiềm ẩn nhiều rủi ro, chính vì vậy khi rơi vào tình trạng tài chính kiệt quệ, việc thực hiện M&A không mang lại hiệu quả khả thi cho doanh nghiệp.

Bảng 4.15. Kết quả kiểm định hồi phục từ chiến lược TCT thương vụ M&A

	M&A			
	FD (KMV Merton)		FD (thucte)	
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)
_cons	3,5458 (3,4482)	34,6666 (129,8936)	0,4587 (1,2858)	1,582 (2,2034)
Birth	0,7068** (0,3212)	2,0275** (0,6394)	-0,2276 (0,2337)	0,7964 (0,1854)
Growth	-0,0717 (0,2492)	0,9308 (0,2731)	-0,0353 (0,2298)	0,9653 (0,2204)
Mature	-0,2407 (0,3348)	0,7861 (0,2006)	-0,2141 (0,2035)	0,8073 (0,1531)
Restructuring	0,4705 (0,4894)	1,6008 (1,2955)	0,5728 (0,4680)	1,7732 (0,7008)
Birth* Restructuring	-2,5050**	0,0817*	-0,7647	0,4655

	(1,2105)	(0,1228)	(0,9430)	(0,2856)
Growth* Restructuring	1,5597	4,7574	0,2957	1,3441
	(1,2273)	(6,8087)	(0,6246)	(0,9383)
Mature* Restructuring	-1,1589	0,3138	0,1431	1,1538
	(0,9846)	(0,3973)	(0,6988)	(0,6615)
TobinsQ	-0,1397	0,8694	-0,0456	0,9554
	(1,4917)	(1,3512)	(0,1080)	(0,1166)
LnAsset	-0,1061	0,8993	-0,0479	0,9532
	(0,1474)	(0,1253)	(0,0484)	(0,0511)
Institutional	0,8603	2,3637**	0,3408	1,4060
	(0,6357)	(0,9509)	(0,3436)	(0,3992)
Leverage	-0,9466	0,388***	0,2687	1,3082
	(0,7191)	(0,1345)	(0,26920)	(0,3841)
CashFlow	0,4652	1,5923	-0,8787*	0,4153*
	(0,3491)	(0,9242)	(0,4779)	(0,2142)
Return	-7,8873***	0,0003***	3,2820**	26,6278**
	(2,7386)	(0,0009)	(1,4771)	(35,0289)
Volatility	1,5019	4,4902	0,9649	2,6244
	(1,6521)	(7,449)	(0,9041)	(2,2009)
Số quan sát	612	612	1.064	1.064
Wald chi-squared	349,93***	838,33***	34,30***	34,90***
Log likelihood value	-353,14	-353,14	-667,19	-667,19

Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Restructuring là chiến lược TCT từ thương vụ M&A, các biến còn lại được định nghĩa theo bảng 3.3. Sai số chuẩn Bootstrap trong (). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

4.6.3. Kiểm định khả năng hồi phục từ chiến lược TCT hoạt động

Kết quả ước lượng khả năng hồi phục từ chiến lược TCT hoạt động của các công ty KQTC được thể hiện lần lượt ở bảng 4.16, 4.17 và bảng 4.18, tương ứng với các phương án cắt giảm đầu tư, cắt giảm GVHB và cắt giảm lao động công ty. Cột (1) và (2) ở các bảng trình bày các hệ số hồi quy và tỷ số Odds khi KQTC được tính toán theo số liệu thị trường của mô hình KMV-Merton. Tương tự, các kết quả ước lượng và tỷ số Odds khi KQTC được tính toán dựa trên số liệu tài chính thực tế của công ty được trình bày ở cột (3) và (4).

4.6.3.1. Kiểm định khả năng hồi phục từ phương án cắt giảm hoạt động đầu tư

Kết quả phân tích định lượng tìm thấy hệ số biến Restructuring ở cả hai cột (1) và (3) ở bảng 4.16 đều có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê với hệ số lần lượt

là 0,6769 và 0,7582. Đồng thời, tỷ số Odds ở cột (2) và cột (4) có ý nghĩa thống kê với giá trị lần lượt là 1,9679 và 2,1343 (lớn hơn 1). Kết quả tìm được cho thấy phương án cắt giảm hoạt động đầu tư có ảnh hưởng tích cực, có tác động cùng chiều đến việc phục hồi doanh nghiệp KQTC. Do đó, giả thuyết H3 được chấp nhận ở chiến lược TCT hoạt động từ phương án cắt giảm hoạt động đầu tư. Kết quả này cũng đồng nhất với nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015), Huỳnh Thị Cẩm Hà và cộng sự (2017). Với nỗ lực của doanh nghiệp khi cương quyết cắt giảm các khoản đầu tư không hiệu quả, hướng đến đầu tư tập trung vào lĩnh vực cốt lõi của doanh nghiệp. Điều này giúp doanh nghiệp tiết kiệm được chi phí hoạt động, đồng thời giúp doanh nghiệp KQTC xoay chuyển cục diện, vượt qua khó khăn tài chính, ít nhất là duy trì trong ngắn hạn.

Bảng 4.16. Kết quả kiểm định hồi phục từ phương án cắt giảm hoạt động đầu tư

	INV			
	FD (KMV Merton)		FD (thucte)	
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)
_cons	2,8083 (3,4150)	16,5816 (66,3543)	0,2114 (1,4827)	1,2354 (1,8915)
Birth	0,6344 (0,3761)	1,8858 (0,7728)	-0,2872 (0,2388)	0,7503 (0,1886)
Growth	0,3024 (0,3915)	1,3530 (0,4635)	-0,0081 (0,2111)	0,9919 (0,2097)
Mature	-0,0766 (0,3695)	0,9263 (0,3692)	-0,1686 (0,1509)	0,8449 (0,1513)
Restructuring	0,6769* (0,3959)	1,9679* (0,7731)	0,7582** (0,3632)	2,1343** (0,7566)
Birth* Restructuring	0,8745 (0,7812)	2,3978 (2,4813)	-0,0975 (0,7368)	0,9071 (0,6145)
Growth* Restructuring	-3,4183*** (0,6308)	0,0328*** (0,0239)	0,3010 (0,6833)	1,3512 (0,7063)
Mature* Restructuring	-1,3301 (0,7394)	0,2644 (0,2125)	-0,7368 (0,8789)	0,4787 (0,4086)
TobinsQ	-0,1514 (0,9535)	0,8594 (1,5726)	-0,0331 (0,1433)	0,9674 (0,0992)
LnAsset	-0,0812 (0,1333)	0,9219 (0,1275)	-0,0383 (0,0571)	0,9623 (0,0558)
Institutional	0,8923 (0,5591)	2,4408 (1,2825)	0,4245 (0,2792)	1,5287 (0,4724)
Leverage	-1,0417**	0,3528**	0,1924	1,2121

	(0,4540)	(0,1549)	(0,2655)	(0,3299)
CashFlow	0,8409	2,3184	-0,8490	0,4278*
	(0,7662)	(2,0469)	(0,5511)	(0,1999)
Return	-8,1468***	0,0002***	3,5987**	36,5521***
	(1,9727)	(0,0006)	(1,5703)	(40,8355)
Volatility	1,3386	3,8138	0,8138	2,2563
	(1,4719)	(6,1842)	(0,8369)	(2,1637)
Số quan sát	612	612	1064	1.064
Wald chi-squared	104,94***	60,08***	25,64**	47,61***
Log likelihood value	-350,47	-350,47	-668,799	-668,799

*Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Restructuring là TCT từ phương án cắt giảm đầu tư (INV), các biến còn lại được định nghĩa theo bảng 3.3. Sai số chuẩn Bootstrap trong (.). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

Ngoài ra, kết quả phân tích định lượng của các biến tương tác còn cho thấy khả năng phục hồi từ việc sử dụng phương án cắt giảm hoạt động đầu tư ít bị tác động bởi chu kỳ sống của doanh nghiệp. Cụ thể, đa số hệ số hồi quy của các biến tương tác được tìm thấy không có ý nghĩa thống kê. Chỉ duy nhất hệ số hồi quy của biến Growth* Restructuring có ý nghĩa thống kê ở cột (1) mang giá trị âm, khi KQTC được đo lường theo mô hình KMV- Merton. Đồng thời, tỷ số Odds của biến này ở cột (2) có giá trị nhỏ hơn 1. Kết quả này cho thấy các công ty KQTC trong giai đoạn tăng trưởng khi sử dụng phương án cắt giảm hoạt động đầu tư để TCT doanh nghiệp có tác động ngược chiều, làm giảm quá trình hồi phục doanh nghiệp so với khi sử dụng phương án này ở các giai đoạn còn lại.

4.6.3.2. Kiểm định khả năng hồi phục từ phương án cắt giảm GVHB

Tương tự với chiến lược TCT từ thương vụ M&A, ở phương án cắt giảm GVHB, bài viết chưa tìm thấy đủ bằng chứng khẳng định việc công ty KQTC sử dụng phương án này có tác động tích cực đến việc hồi phục doanh nghiệp. Các hệ số hồi quy biến Restructuring mang dấu ở bảng 4.17 mang dấu dương, nhưng không có ý nghĩa thống kê. Do đó, bài viết chưa có đủ bằng chứng để chấp nhận giả thuyết H3 ở chiến lược TCT hoạt động từ phương án cắt giảm GVHB. Đồng thời, hệ số hồi quy biến tương tác giữa các biến chu kỳ sống đối với phương án này phần lớn đều âm và ít tìm được ý nghĩa thống kê.

Điều này cho thấy chiến lược cắt giảm GVHB ở các công ty Việt Nam trong mẫu nghiên cứu chưa thực sự mang lại khả thi cho việc hồi phục doanh nghiệp sau KQTC. Sử dụng phương án cắt giảm GVHB có thể khiến các doanh nghiệp phải thu hẹp phạm vi sản xuất, điều này đã làm cho tình hình hoạt động công ty không được cải thiện. Kết quả thực nghiệm này càng củng cố thêm dựa trên lập luận của Koh và cộng sự (2015), Boyne và Meier (2009) khi cho rằng việc nỗ lực theo đuổi cắt giảm chi phí từ việc cắt giảm GVHB sẽ không mang lại thành công cho doanh nghiệp, đôi khi càng làm cho tình hình của doanh nghiệp càng trầm trọng hơn. Với mong muốn cắt giảm bớt chi phí hoạt động từ phương án cắt giảm GVHB đã không đảm bảo được hiệu quả mang lại như kỳ vọng đặt ra cho các công ty Việt Nam.

Bảng 4.17. Kết quả kiểm định hồi phục từ phương án cắt giảm GVHB

	COG			
	FD (KMV Merton)		FD (thucte)	
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)
_cons	2,9678 (3,6454)	19,4487 (64,3154)	-0,0907 (1,1790)	0,9133 (1,4889)
Birth	0,6350 (0,4507)	1,8870 (0,7240)	-0,1967 (0,3027)	0,8214 (0,2046)
Growth	0,1103 (0,2171)	1,1166 (0,3528)	-0,0175 (0,2103)	0,9826 (0,1932)
Mature	-0,2051 (0,2908)	0,8146 (0,1979)	-0,1610 (0,1975)	0,8513 (0,1412)
Restructuring	0,7087 (1,1383)	2,0313 (1,6193)	0,5447 (0,4731)	1,7241 (0,6547)
Birth* Restructuring	-1,1785 (1,5448)	0,3077 (0,3768)	-1,4116* (0,7383)	0,2438** (0,1752)
Growth* Restructuring	-3,1353*** (0,9503)	0,0435*** (0,0434)	0,1676 (0,7155)	1,1825 (0,7375)
Mature* Restructuring	-1,6252 (1,1534)	0,1969** (0,1573)	-0,5069 (0,8281)	0,6024 (0,4780)
TobinsQ	-0,1414 (1,4547)	0,8681 (1,3706)	-0,0471 (0,1429)	0,9540 (0,1329)
LnAsset	-0,0852 (0,1321)	0,9182 (0,1162)	-0,0273 (0,0466)	0,9730 (0,0599)
Institutional	0,7791* (0,4579)	2,1795** (0,8127)	0,4312 (0,2819)	1,5390 (0,5585)
Leverage	-0,9478	0,3875*	0,1565	1,1694

	(0,6530)	(0,1975)	(0,2344)	(0,2738)
CashFlow	0,8383	2,3124	-0,8690	0,4193
	(0,6179)	(1,7096)	(0,5619)	(0,170)
Return	-7,8620***	0,0003***	3,7006***	40,4734***
	(1,4490)	(0,0007)	(1,3868)	(52,0604)
Volatility	1,5259	4,5993	0,8347	2,3042
	(2,0176)	(6,1396)	(0,9481)	(1,9791)
Số quan sát	612	612	1.064	1.064
Wald chi-squared	268,36***	133,48***	25,82**	32,33***
Log likelihood value	-353,17	-353,17	-668,29	-668,29

*Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Restructuring là chiến lược TCT hoạt động từ phương án cắt giảm GVHB (COG), các biến còn lại được định nghĩa theo bảng 3.3. Sai số chuẩn Bootstrap trong (). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

4.6.3.3. Kiểm định khả năng hồi phục từ phương án cắt giảm lao động

Kết quả kiểm định khả năng hồi phục từ phương án cắt giảm lao động thể hiện ở bảng 4.18. Hệ số hồi quy của biến Restructuring được tìm thấy ở cột (3) là -0,3270; đồng thời tỷ số Odds ở cột (4) có giá nhỏ hơn 1, đều có ý nghĩa thống kê. Kết quả tìm thấy phương án cắt giảm lao động mà các công ty KQTC lựa chọn để TCT lại có tác động ngược chiều đến sự phục hồi doanh nghiệp. Do vậy, giả thuyết H3 bị bác bỏ ở trường hợp TCT hoạt động bằng phương án cắt giảm lao động, khác với kỳ vọng ban đầu của bài viết. Từ kết quả hồi quy, bài viết thấy rằng phương án này có tác động tiêu cực, làm giảm khả năng hồi phục của các công ty KQTC trong mẫu nghiên cứu. Kết quả thực nghiệm của Luận án phù hợp với luận điểm của Denis và Kruse (2000) khi nghiên cứu các công ty trên TTCK Mỹ. Ngược lại, bài viết của Kang và Shivdasani (1997) lại tìm thấy chiến lược TCT từ việc cắt giảm lao động ở các công ty Nhật Bản giúp cải thiện hoạt động công ty trong giai đoạn từ 1986 đến 1990. Tại Việt Nam, kết quả tìm được của bài viết có thể được giải thích là do mặc dù các công ty khi rơi vào tình trạng KQTC có sử dụng cắt giảm nhân sự như là một chính sách “thắt lưng buộc bụng”, là biện pháp tạm thời trong ngắn hạn để hỗ trợ doanh nghiệp Việt Nam vượt qua khó khăn tài chính. Nhưng phương án này gây ra tổn thất lớn khi phá vỡ chính sách đào tạo nguồn nhân lực ổn định trong dài hạn của doanh nghiệp. Hơn nữa, việc sa thải lao động có ảnh hưởng rất lớn đến tinh thần của đội ngũ nhân viên, gây tâm lý hoang mang cho người lao động, ảnh hưởng đến hiệu suất làm việc.

Bên cạnh đó, việc sử dụng phương án cắt giảm lao động nhưng doanh nghiệp lại chưa đánh giá cụ thể thực trạng sử dụng nguồn nhân lực ở từng bộ phận trong công ty, mà cắt giảm một cách máy móc sẽ càng làm xáo trộn quá trình TCT doanh nghiệp. Kết quả tìm thấy phù hợp với nghiên cứu của Huỳnh Thị Cẩm Hà và cộng sự (2017). Ngoài ra ở cột (3), các hệ số hồi quy của biến Birth và Mature được tìm thấy có ý nghĩa thống kê và mang dấu âm, tỷ số Odds ở cột (4) tương ứng của các biến này nhỏ hơn 1; hàm ý việc hồi phục doanh nghiệp ở giai đoạn khởi sự, giai đoạn bão hòa sẽ bị suy giảm so với các giai đoạn còn lại. Bên cạnh đó, bài viết không tìm thấy đủ bằng chứng về mối quan hệ tương tác giữa phương án cắt giảm lao động và chu kỳ sống với hiệu quả từ việc hồi phục của doanh nghiệp (hệ số biến tương tác không có ý nghĩa thống kê). Khả năng phục hồi công ty từ phương án cắt giảm lao động ít có mối liên hệ với các giai đoạn trong chu kỳ sống công ty.

Bảng 4.18. Kết quả kiểm định hồi phục từ phương án cắt giảm lao động

	EMP			
	FD (KMV Merton)		FD (thucte)	
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)
_cons	2,8181 (3,2603)	16,7452 (70,6196)	-0,0967 (1,9044)	0,9078 (1,4775)
Birth	0,7678 (0,5580)	2,1550 (0,9819)	-0,3891* (0,2201)	0,6777* (0,1557)
Growth	0,0442 (0,3992)	1,0452 (0,3977)	0,0627 (0,1972)	1,0647 (0,2153)
Mature	-0,3200 (0,3033)	0,7261 (0,2523)	-0,3124* (0,1879)	0,7317** (0,1062)
Restructuring	0,5316 (0,6934)	1,7017 (1,308)	-0,3270* (0,1894)	0,7211* (0,1368)
Birth* Restructuring	-2,3621* (1,3593)	0,0942* (0,1241)	0,1629 (0,4962)	1,1769 (0,6229)
Growth* Restructuring	-0,8419 (1,2414)	0,4309 (0,5055)	0,2500 (0,3888)	1,2840 (0,5850)
Mature* Restructuring	0,1917 (0,9749)	1,2113 (1,4376)	0,2617 (0,3441)	1,2992 (0,4922)
TobinsQ	-0,1390 (1,6464)	0,8702 (1,272)	-0,1196 (0,1188)	0,8872 (0,1084)
LnAsset	-0,0770 (0,1270)	0,9258 (0,1519)	-0,0274 (0,0733)	0,9729 (0,060)

Institutional	0,8704 (0,6146)	2,3877 (1,3107)	0,6422** (0,3122)	1,9005* (0,6893)
Leverage	-0,9959** (0,4941)	0,3693** (0,1804)	0,3038 (0,3419)	1,3549 (0,4303)
CashFlow	0,6030 (0,5347)	1,8276 (1,5455)	-0,4823 (0,6294)	0,6178 (0,3374)
Return	-7,8978*** (1,9653)	0,0003*** (0,0007)	2,9738** (1,4029)	19,5669** (29,2994)
Volatility	1,2028 (1,8394)	3,3295 (6,4637)	1,0421 (0,9599)	2,8351 (2,784)
Số quan sát	612	612	860	860
Wald chi-squared	94,28***	84,75***	22,9*	30,67***
Log likelihood value	-353,07	-353,07	-536,4	-536,4

*Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Restructuring là chiến lược TCT từ phương án cắt giảm lao động (EMP), các biến còn lại được định nghĩa theo bảng 3.3. Sai số chuẩn Bootstrap trong (.). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

4.6.4. Kiểm định khả năng hồi phục từ chiến lược TCT tài sản

Kết quả ước lượng khả năng hồi phục từ việc sử dụng chiến lược TCT tài sản của các công ty KQTC thể hiện ở bảng 4.19. Cột (1) và (2) trình bày các hệ số hồi quy và tỷ số Odds khi KQTC được tính toán dựa trên số liệu thị trường từ mô hình KMV-Merton. Tương tự, các kết quả ước lượng và tỷ số Odds khi KQTC được tính toán dựa trên số liệu tài chính thực tế của công ty được trình bày ở cột (3) và (4).

Bảng 4.19. Kết quả kiểm định việc hồi phục từ chiến lược TCT tài sản

	ASSET			
	FD (KMV Merton)		FD (thucte)	
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)
_cons	2,6416 (3,7958)	14,0359 (44,7627)	-0,0681 (1,5274)	0,9341 (1,1644)
Birth	0,6102 (0,5145)	1,8408 (0,8041)	-0,1766 (0,2186)	0,8381 (0,1915)
Growth	0,2632 (0,3045)	1,3011 (0,4251)	0,0205 (0,2167)	1,0207 (0,1919)
Mature	-0,0674 (0,3459)	0,9348 (0,3638)	-0,1406 (0,1728)	0,8689 (0,1736)
Restructuring	0,6925 (0,5328)	1,9988 (1,2151)	0,5106* (0,3049)	1,6662* (0,4829)
Birth* Restructuring	0,6167	1,8529	-1,1385	0,3203

	(1,2154)	(2,0304)	(0,7510)	(0,2688)
Growth* Restructuring	-1,9810**	0,1379**	-0,0394	0,9613
	(0,8864)	(0,1127)	(0,6312)	(0,5912)
Mature* Restructuring	-1,2801	0,2780	-0,4855	0,6154
	(0,9267)	(0,2542)	(0,6767)	(0,4515)
TobinsQ	-0,1525	0,8585	-0,0456	0,9554
	(1,3916)	(1,1999)	(0,1253)	(0,1093)
LnAsset	-0,0748	0,9279	-0,0293	0,9711
	(0,1430)	(0,1041)	(0,0570)	(0,0460)
Institutional	0,8978	2,4541	0,4618	1,5868
	(0,6751)	(1,4040)	(0,2846)	(0,4961)
Leverage	-1,0802**	0,3395**	0,1517	1,1637
	(0,4695)	(0,1691)	(0,2476)	(0,3249)
CashFlow	0,7421	2,1003	-0,8563	0,4247*
	(0,6758)	(1,3816)	(0,5394)	(0,2123)
Return	-8,2166***	0,0002***	3,6691**	39,2174***
	(1,9414)	(0,0005)	(1,5823)	(45,1207)
Volatility	1,4253	4,1592	0,8136	2,2559
	(1,6188)	(6,5948)	(0,9222)	(2,3402)
Số quan sát	612	612	1.064	1.064
Wald chi-squared	48,55***	58,17***	27,86**	51,52**
Log likelihood value	-352,18	-352,18	-668,76	-668,76

*Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Restructuring là chiến lược TCT tài sản (ASSET), các biến còn lại được định nghĩa theo bảng 3.3. Sai số chuẩn Bootstrap trong (.). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

Kết quả phân tích định lượng tìm thấy hệ số hồi quy biến Restructuring ở cột (3) có giá trị dương là 0,5106; đồng thời tỷ số Odds ở cột (4) là 1,6662 lớn hơn 1 và đều có ý nghĩa thống kê, cho thấy biến Restructuring có tác động cùng chiều đến việc phục hồi doanh nghiệp. Đây là bằng chứng tìm thấy việc sử dụng chiến lược TCT tài sản có tác động tích cực đến sự hồi phục ở các công ty KQTC tại Việt Nam, làm gia tăng việc phục hồi, giúp doanh nghiệp vượt qua tình trạng KQTC. Việc chủ động bán bớt các tài sản hoặc danh mục đầu tư không mang lại lợi ích tài chính cho doanh nghiệp đã giúp công ty có thêm nguồn tiền từ việc thanh lý tài sản. Đồng thời điều này đã giúp doanh nghiệp tập trung nguồn vốn, nguồn nhân lực cho các mảng danh mục đầu tư chiến lược. Việc lựa chọn chiến lược TCT tài sản đã giúp mang lại hiệu quả cho công ty KQTC. Kết quả tìm thấy phù hợp với kỳ vọng giả thuyết H3, và phù

hợp với nghiên cứu trước đây của Hambrick và Schechter (1983), Denis và Kruse (2000). Tuy nhiên, Luận án không tìm thấy đủ bằng chứng chứng minh việc phục hồi từ việc sử dụng chiến lược TCT tài sản có liên hệ với chu kỳ sống công ty.

4.6.5. Kiểm định khả năng hồi phục từ chiến lược TCT nguồn tài trợ

Kết quả ước lượng khả năng hồi phục từ chiến lược TCT nguồn tài trợ của các công ty KQTC thể hiện ở bảng 4.20, 4.21 và 4.22, tương ứng với các phương án cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức (DIV), phương án tài trợ từ nợ (NetDebt) và phát hành thêm vốn cổ phần (NetEquity). Cột (1) và (2) của các bảng trình bày các hệ số hồi quy và tỷ số Odds khi KQTC được tính toán dựa trên số liệu thị trường từ mô hình KMV-Merton. Tương tự, các kết quả ước lượng và tỷ số Odds khi KQTC được tính toán dựa trên số liệu tài chính thực tế của công ty được trình bày ở cột (3) và (4).

4.6.5.1. Kiểm định khả năng hồi phục từ phương án cắt giảm trả cổ tức

Kết quả kiểm định khả năng hồi phục sau KQTC từ phương án cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức (DIV) được bài viết trình bày ở bảng 4.20. Ở chiến lược TCT nguồn tài trợ từ phương án cắt giảm trả cổ tức, Luận án tìm thấy hệ số biến Restructuring có ý nghĩa thống kê ở cả hai cột (1) và (3), với giá trị lần lượt là 0,9492 và 0,5957. Ngoài ra, bài viết còn tìm thấy tỷ số Odds cột (2) và cột (4) của biến Restructuring có giá trị lớn hơn 1 lần lượt là 2,5836 và 1,8143.

Kết quả tìm thấy phù hợp với nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015), Huỳnh Thị Cẩm Hà và cộng sự (2017) cho thấy bằng chứng việc sử dụng phương án cắt giảm cổ tức chi trả khi công ty xảy ra KQTC có tác động cùng chiều đến việc hồi phục cho các công ty Việt Nam. Kết quả phù hợp với giả thuyết H3 đối với chiến lược TCT nguồn tài trợ từ phương án cắt giảm cổ tức chi trả. Đây là phương án được đánh giá là mang lại hiệu quả cho quá trình phục hồi doanh nghiệp, giúp công ty có thể tận dụng nguồn vốn nội bộ thông qua việc thỏa thuận với các cổ đông trì hoãn trả cổ tức. Điều này giúp doanh nghiệp giảm dùng nguồn tài trợ bên ngoài, cân đối lại nguồn vốn, đồng thời giúp doanh nghiệp giảm chi phí sử dụng vốn, tích lũy thêm nguồn tiền mặt để vượt qua khó khăn tài chính.

Bảng 4.20. Kết quả kiểm định hồi phục từ phương án cắt giảm trả cổ tức

	DIV			
	FD (KMV Merton)		FD (thuế)	
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)
_cons	2,6388 (3,3074)	13,9968 (43,2041)	0,3026 (1,2790)	1,3533 (2,2603)
Birth	0,6463 (0,5400)	1,9085 (0,7338)	-0,0953 (0,2312)	0,9091 (0,1933)
Growth	0,1766 (0,3838)	1,1931 (0,3457)	0,1365 (0,2357)	1,1463 (0,2214)
Mature	-0,0375 (0,3511)	0,9631 (0,3345)	-0,0517 (0,1977)	0,9496 (0,1494)
Restructuring	0,9492* (0,5712)	2,5836* (1,4292)	0,5957* (0,3394)	1,8143* (0,6188)
Birth* Restructuring	0,1290 (1,0755)	1,1377 (1,4344)	-1,0043 (0,9465)	0,3663 (0,2969)
Growth* Restructuring	-1,8226 (1,560)	0,1616 (0,1945)	-0,5907 (0,8359)	0,5540 (0,5539)
Mature* Restructuring	-1,6988* (1,0270)	0,1829* (0,1742)	-1,6938** (0,7050)	0,1838** (0,1272)
TobinsQ	-0,1496 (1,6513)	0,8610 (1,5273)	-0,1129 (0,1231)	0,8932 (0,1215)
LnAsset	-0,0752 (0,1298)	0,9275 (0,0965)	-0,0414 (0,0477)	0,9594 (0,0627)
Institutional	0,8925 (0,5729)	2,4411 (1,4483)	0,3551 (0,2550)	1,4263 (0,4816)
Leverage	-1,0716** (0,5484)	0,3424** (0,6262)	0,1030 (0,2823)	1,1084 (0,2917)
CashFlow	0,6486 (0,7625)	1,9129 (1,3673)	-0,8778 (0,6400)	0,4156 (0,2590)
Return	-8,2523*** (2,3137)	0,0002*** (0,0004)	3,2677** (1,4942)	26,2513** (42,8860)
Volatility	1,4154 (1,5733)	4,1180 (6,9842)	1,0407 (0,8426)	2,8311 (2,9991)
Số quan sát	612	612	956	956
Wald chi-squared	53,99***	71,12***	30,74***	28,17**
Log likelihood value	-352,52	-352,52	-598,7	-598,7

*Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Restructuring là chiến lược TCT nguồn tài trợ từ phương án cắt giảm cổ tức (DIV), các biến còn lại được định nghĩa theo bảng 3.3. Sai số chuẩn Bootstrap trong (). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

Bên cạnh đó, khi xem xét ở mức độ tương tác với chu kỳ sống, Luận án tìm thấy hệ số biến tương tác Mature* Restructuring ở cột (1) và cột (3) lần lượt mang giá trị là -1,6988 và -1,6938; các tỷ số Odds của biến này ở cột (2) và cột (4) tương ứng đều nhỏ hơn 1, có ý nghĩa thống kê. Kết quả cho thấy phương án cắt giảm cổ tức được các công ty KQTC thực hiện trong giai đoạn bão hòa làm hạn chế quá trình phục hồi hơn so với việc thực hiện phương án này ở các giai đoạn còn lại. Ở góc độ của lý thuyết chu kỳ sống thì ở giai đoạn bão hòa, thị phần của công ty đã có phần sụt giảm, các cơ hội đầu tư ít hơn và tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp đã chậm lại. Trong điều kiện bình thường chưa có bất ổn về tài chính thì chính sách trả cổ tức trong giai đoạn bão hòa là một chính sách chi trả cổ tức cao. Tuy nhiên khi xảy ra KQTC, các doanh nghiệp đã sử dụng phương án cắt giảm cổ tức với mong muốn tận dụng nguồn vốn để bình ổn doanh nghiệp. Nhưng vì phương án này được thực hiện ở giai đoạn bão hòa sẽ khiến các cổ đông càng hoang mang về tình hình hoạt động của doanh nghiệp. Các cổ đông sẽ dịch chuyển dòng vốn của mình ra khỏi công ty để giảm thiểu rủi ro, điều này gây khó khăn cho quá trình phục hồi ở các công ty KQTC.

4.6.5.2. Kiểm định khả năng hồi phục của phương án sử dụng tài trợ từ nợ

Bảng 4.21 trình bày kết quả kiểm định khả năng hồi phục từ việc sử dụng chiến lược TCT nguồn tài trợ từ nợ. Hệ số hồi quy của biến Restructuring ở cả hai cột (1) và (3) mang dấu dương nhưng không có ý nghĩa thống kê. Kết quả phân tích định lượng chưa tìm thấy bằng chứng hồi phục ở các công ty KQTC khi sử dụng nguồn tài trợ từ nợ để TCT công ty. Giả thuyết H3 chưa được chấp nhận ở chiến lược TCT nguồn tài trợ từ phương án sử dụng nợ. Nguyên nhân có thể được lý giải là do việc sử dụng phương án tài trợ từ nợ trong tình trạng KQTC khiến các công ty phải chịu nhiều điều kiện ràng buộc từ các tổ chức tín dụng khi doanh nghiệp vay thêm nợ hoặc cơ cấu lại các khoản nợ. Điều này khiến cho chi phí sử dụng nguồn nợ vay cao, trong khi dòng tiền của doanh nghiệp không đủ đáp ứng cho việc phục hồi doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, hệ số hồi quy của biến tương tác Growth* Restructuring ở cột (1) là -2,8389; có ý nghĩa thống kê và tỷ số Odds ở cột (2) có giá trị nhỏ hơn 1, càng chứng minh việc sử dụng nguồn tài trợ từ nợ có tác động tiêu cực đến việc hồi phục

của công ty KQTC trong giai đoạn tăng trưởng. Theo lý thuyết chu kỳ sống, rủi ro kinh doanh của các doanh nghiệp ở giai đoạn tăng trưởng vẫn còn cao, doanh số có tăng nhưng dòng tiền thuần của doanh nghiệp luôn gặp nhiều bất ổn. Do vậy, nếu doanh nghiệp KQTC sử dụng chiến lược TCT nguồn tài trợ từ nợ trong giai đoạn này sẽ càng gây trở ngại cho công ty khi không đáp ứng được các nghĩa vụ thanh toán từ nợ, khiến cho khả năng phục hồi doanh nghiệp ở giai đoạn này càng bị hạn chế. Các kết quả tìm được ở bảng 4.21 tuy không đủ mạnh nhưng cho thấy được phương án sử dụng nguồn tài trợ từ nợ được các công ty KQTC trong mẫu lựa chọn để TCT doanh nghiệp là không khả thi. Các chủ nợ thấy được rủi ro của doanh nghiệp nên có thể yêu cầu tăng mức lãi suất vay và kèm theo các điều kiện ràng buộc khác. Điều này khiến cho gánh nặng lãi suất thực tế tăng cao trong khi dòng tiền của doanh nghiệp không đủ để đảm bảo cho việc hồi phục.

Bảng 4.21. Kết quả kiểm định hồi phục của phương án sử dụng tài trợ từ nợ

	NetDebt			
	FD (KMV Merton)		FD (thucte)	
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)
_cons	2,9413 (3,7153)	18,9405 (62,1666)	0,1320 (1,5652)	1,1410 (1,7184)
Birth	0,5760 (0,4764)	1,7790 (0,6251)	-0,2700 (0,2099)	0,7634 (0,1683)
Growth	0,2024 (0,3094)	1,2243 (0,4178)	-0,0051 (0,2305)	0,9949 (0,2220)
Mature	-0,1487 (0,3607)	0,8618 (0,2781)	-0,1991 (0,1794)	0,8195 (0,1524)
Restructuring	0,5852 (0,7282)	1,7954 (0,9350)	0,1829 (0,4875)	1,2007 (0,5903)
Birth* Restructuring	1,1274 (0,9606)	3,0875 (3,2935)	-0,5346 (0,7968)	0,5859 (0,4848)
Growth* Restructuring	-2,8389* (1,6502)	0,0585** (0,0823)	-0,0518 (0,8434)	0,9495 (0,8757)
Mature* Restructuring	-0,9791 (1,1728)	0,3757 (0,3648)	-0,1981 (0,8318)	0,8203 (0,8150)
TobinsQ	-0,1475 (1,8881)	0,8628 (1,4124)	-0,0323 (0,1337)	0,9681 (0,0792)

LnAsset	-0,0838 (0,1453)	0,9195 (0,1112)	-0,0342 (0,0637)	0,9663 (0,0559)
Institutional	0,8738** (0,4276)	2,3960* (1,2102)	0,3877 (0,3282)	1,4736 (0,4503)
Leverage	-1,0355* (0,6215)	0,3550* (0,1925)	0,1945 (0,2774)	1,2147 (0,3281)
CashFlow	0,8608 (0,5438)	2,3650 (1,7104)	-0,8372* (0,4348)	0,4329** (0,1804)
Return	-8,1655*** (1,9170)	0,0002*** (0,0005)	3,4767** (1,5497)	32,3540*** (39,9040)
Volatility	1,3445 (1,8537)	3,8364 (7,1419)	0,8241 (1,0136)	2,2799 (2,2207)
Số quan sát	612	612	1064	1064
Wald chi-squared	76,73***	102,1***	31,2***	44,70***
Log likelihood value	-351,8	-351,8	-670,53	-670,53

*Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Restructuring là chiến lược TCT nguồn tài trợ từ việc sử dụng nợ (NetDebt), các biến còn lại được định nghĩa theo bảng 3.3. Sai số chuẩn Bootstrap trong (). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

4.6.5.3. Kiểm định khả năng hồi phục từ phương án phát hành vốn cổ phần

Kết quả kiểm định khả năng hồi phục từ phương án phát hành vốn cổ phần ở các công ty KQTC được tác giả trình bày ở bảng 4.22. Bài viết tìm thấy hệ số hồi quy có ý nghĩa thống kê của biến Restructuring ở cột (3) là -16,7887; và tỷ số Odds của biến này ở cột (4) có giá trị nhỏ hơn 1. Kết quả tìm được cho thấy chiến lược TCT nguồn tài trợ từ việc phát hành thêm vốn cổ phần có tác động ngược chiều, làm giảm việc hồi phục cho các công ty KQTC. Kết quả tìm được khác với kỳ vọng của giả thuyết H3 đối với chiến lược TCT nguồn tài trợ từ vốn cổ phần, nhưng lại có cùng quan điểm với Koh và cộng sự (2015), Huỳnh Thị Cẩm Hà và cộng sự (2017). Dựa trên lý thuyết trật tự phân hạng, bài viết cho rằng khi nguồn vốn nội bộ trở nên khan hiếm thì việc huy động vốn bên ngoài của công ty Việt Nam đến từ việc phát hành chứng khoán mới. Tuy nhiên, do có sự lựa chọn bất lợi ở cổ đông mới, đồng thời công ty cũng mong muốn chứng khoán của mình phải đảm bảo tính cạnh tranh so với các chứng khoán khác trên thị trường, nên các công ty KQTC phát hành thêm vốn cổ phần với mức giá chiết khấu cao hơn. Tuy nhiên, chi phí để thực hiện điều này là khá

cao, trong khi dòng tiền của các công ty KQTC không đủ cung cấp để có thể đảm bảo cho việc phục hồi công ty.

Bên cạnh đó, cột (3) bảng 4.22 cũng tìm thấy hệ số hồi quy của biến tương tác Birth*Restructuring có giá trị dương là 34,93 và tỷ số Odds tương ứng ở cột (4) lớn hơn 1. Điều này hàm ý so với các giai đoạn còn lại thì việc hồi phục doanh nghiệp sẽ cao hơn khi công ty KQTC lựa chọn phát hành vốn cổ phần mới trong giai đoạn khởi sự (giả định các yếu tố khác không thay đổi). Do ở giai đoạn khởi sự, các công ty có mức độ sở hữu tập trung cao, nếu các công ty KQTC phát hành vốn cổ phần ở giai đoạn này phần lớn các nhà đầu tư là các cổ đông hiện hữu ban đầu lúc góp vốn tạo lập doanh nghiệp. Vì vậy, cổ đông hiện hữu sẽ cùng doanh nghiệp san sẻ khó khăn và rủi ro mà doanh nghiệp đang đối mặt, họ sẽ không có các yêu cầu ràng buộc đòi hỏi quá khắt khe về tỷ suất sinh lợi, điều này giúp doanh nghiệp giảm áp lực trong thanh toán, tập trung nguồn lực để TCT, khả năng hồi phục trong giai đoạn khởi sự mang lại kết quả khả quan cao hơn so với các giai đoạn còn lại.

Bảng 4.22. Kết quả kiểm định hồi phục của phương án phát hành vốn cổ phần

	NetEquity			
	FD (KMV Merton)		FD (thucte)	
	Hệ số hồi quy (1)	Tỷ số Odds (2)	Hệ số hồi quy (3)	Tỷ số Odds (4)
_cons	3,2021 (3,4360)	24,5837 (87,020)	0,0687 (1,5082)	1,0710 (1,3428)
Birth	-0,3239 (0,7803)	0,7233 (0,5334)	-0,3225 (0,1986)	0,7244 (0,1616)
Growth	-0,0302 (0,9468)	0,9703 (0,7756)	-0,0106 (0,2120)	0,9895 (0,2526)
Mature	-0,3919 (0,6648)	0,6758 (0,4151)	-0,2067 (0,1835)	0,8133 (0,1787)
Restructuring	-0,2837 (0,5415)	0,7530 (0,3468)	-16,7887*** (2,9158)	5,11e-08*** (1,33e-07)
Birth* Restructuring	1,1654 (0,8452)	3,2072 (2,5247)	34,9300*** (5,7324)	1,48e+15*** (7.95e+15)
Growth* Restructuring	-0,0205 (1,0430)	0,9797 (0,8668)	-0,0901 (0,2568)	0,9138 (0,3027)
Mature* Restructuring	0,1223 (0,7637)	1,1301 (0,7910)	0,1373 (0,3293)	1,1472 (0,3917)

TobinsQ	-0,1559 (1,6912)	0,8556 (1,2649)	-0,0344 (0,1140)	0,9661 (0,1160)
LnAsset	-0,0784 (0,1375)	0,9245 (0,1209)	-0,0300 (0,0553)	0,9704 (0,0508)
Institutional	0,7819 (0,6341)	2,1855 (1,1955)	0,3219 (0,3510)	1,3797 (0,5160)
Leverage	-0,9991* (0,5605)	0,3681** (0,1671)	0,1632 (0,3032)	1,1773 (0,3197)
CashFlow	0,6129 (0,5578)	1,8457 (1,2088)	-0,8410* (0,4952)	0,4312** (0,1702)
Return	-7,7057*** (2,2773)	0,0004*** (0,0009)	3,3761*** (1,2829)	29,2566* (50,2863)
Volatility	1,0724 (1,5892)	2,9224 (5,7895)	0,8781 (0,8777)	2,4063 (2,1404)
Số quan sát	612	612	1.064	1.064
Wald chi-squared	42,45***	65,82***	213,13***	237,68***
Log likelihood value	-354,41	-354,41	-667,43	-667,43

*Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Restructuring là chiến lược TCT nguồn tài trợ từ việc phát hành vốn cổ phần (NetEquity), các biến còn lại được định nghĩa theo bảng 3.3. Sai số chuẩn Bootstrap trong (.). *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

Kết luận chương 4

Luận án trình bày và thảo luận kết quả nghiên cứu về ảnh hưởng của KQTC, chu kỳ sống đến các chiến lược TCT mà các công ty KQTC thực hiện. Đồng thời bài viết cũng kiểm định khả năng hồi phục doanh nghiệp từ việc sử dụng chiến lược TCT. Kết quả tìm thấy:

- KQTC xảy ra thúc đẩy công ty tăng cường sử dụng chiến lược TCT: nhân sự quản lý, cắt giảm hoạt động đầu tư; cắt giảm lao động, TCT tài sản và TCT nguồn tài trợ từ việc cắt giảm cổ tức chi trả; tăng cường sử dụng nguồn tài trợ từ nợ; phát hành thêm vốn cổ phần.
- Khi mở rộng xem xét mối tương tác giữa KQTC với chu kỳ sống: bài viết tìm thấy ở giai đoạn khởi sự: công ty KQTC hạn chế sử dụng phương án cắt giảm hoạt động đầu tư. Ở giai đoạn tăng trưởng: công ty KQTC hạn chế sử dụng phương án cắt giảm hoạt động đầu tư, hạn chế dùng phương án cắt giảm cổ tức chi trả. Ở giai đoạn bão hòa, các công ty KQTC hạn chế sử dụng chiến lược TCT từ thương vụ M&A, hạn chế cắt giảm lao động, hạn chế sử dụng nguồn tài trợ từ nợ. Điều này cho thấy

các chiến lược TCT mà công ty KQTC thực hiện tại Việt Nam chịu ảnh hưởng bởi chu kỳ sống nhưng không phải ở tất cả các chiến lược TCT. Chiến lược cắt giảm hoạt động đầu tư được các công ty KQTC hạn chế sử dụng trong giai đoạn khởi sự, giai đoạn tăng trưởng. Chiến lược TCT nguồn tài trợ từ phương án cắt giảm cổ tức chi trả ít được thực hiện trong giai đoạn tăng trưởng. Trong khi đó chiến lược TCT từ thương vụ M&A, TCT hoạt động từ phương án cắt giảm lao động, TCT nguồn tài trợ từ nợ ít được doanh nghiệp sử dụng trong giai đoạn bão hòa.

- Việc sử dụng chiến lược TCT nhân sự quản lý, cắt giảm hoạt động đầu tư, TCT tài sản, cắt giảm cổ tức chi trả có tác động cùng chiều làm thúc đẩy quá trình hồi phục cho các công ty KQTC tại Việt Nam. Nhưng phương án cắt giảm lao động, phát hành thêm cổ phần được các công ty KQTC sử dụng lại có tác động tiêu cực, làm giảm việc hồi phục doanh nghiệp.

- Khả năng hồi phục từ các chiến lược TCT ít bị ảnh hưởng bởi lý thuyết chu kỳ sống. Đề tài không tìm thấy nhiều bằng chứng về khả năng phục hồi sau KQTC liên quan đến chu kỳ sống doanh nghiệp. Kết quả chỉ duy nhất ở chiến lược phát hành thêm vốn cổ phần (NetEquity) tìm thấy ở giai đoạn khởi sự, khả năng hồi phục ở chiến lược TCT này sẽ cao hơn so với các giai đoạn còn lại.

Bảng 4.23. Tổng hợp kết quả kiểm định hồi phục từ các chiến lược TCT

	CEO		M&A		INV		COG		EMP		ASSET		DIV		NetDebt		NetEquity	
	FD KMV (1)	FD t.te (2)	FD KMV (3)	FD t.te (4)	FD KMV (5)	FD t.te (6)	FD KMV (7)	FD t.te (8)	FD KMV (9)	FD t.te (10)	FD KMV (11)	FD t.te (12)	FD KMV (13)	FD t.te (14)	FD KMV (15)	FD t.te (16)	FD KMV (17)	FD t.te (18)
Birth	0,7370*	-0,1663	0,7068**	-0,2276	0,6344	-0,2872	0,6350	-0,1967	0,7678	-0,3891*	0,6102	-0,1766	0,6463	-0,0953	0,5760	-0,2700	-0,3239	-0,3225
Growth	-0,0216	0,0127	-0,0717	-0,0353	0,3024	-0,0081	0,1103	-0,0175	0,0442	0,0627	0,2632	0,0205	0,1766	0,1365	0,2024	-0,0051	-0,0302	-0,0106
Mature	-0,1015	-0,1459	-0,2407	-0,2141	-0,0766	-0,1686	-0,2051	-0,1610	-0,3200	-0,3124*	-0,0674	-0,1406	-0,0375	-0,0517	-0,1487	-0,1991	-0,3919	-0,2067
Restructuring	0,3749	0,5760*	0,4705	0,5728	0,6769*	0,7582**	0,7087	0,5447	0,5316	-0,3270*	0,6925	0,5106*	0,9492*	0,5957*	0,5852	0,1829	-0,2837	-16,7887***
Birth*	-0,0207	-1,1991	-2,5050***	-0,7647	0,8745	-0,0975	-1,1785	-1,4116*	-2,3621*	0,1629	0,6167	-1,1385	0,1290	-1,0043	1,1274	-0,5346	1,1654	34,9300***
Restructuring	-0,6320	0,0443	1,5597	0,2957	-3,4183***	0,3010	-3,1353***	0,1676	-0,8419	0,2500	-1,9810**	-0,0394	-1,8226	-0,5907	-2,8389*	-0,0518	-0,0205	-0,0901
Growth*	-0,7012	-0,4058	-1,1589	0,1431	-1,3301	-0,7368	-1,6252	-0,5069	0,1917	0,2617	-1,2801	-0,4855	-1,6988*	-1,6938**	-0,9791	-0,1981	0,1223	0,1373
Restructuring	76,78	31,01	349,93	34,30	104,94	25,64	268,36	25,82	94,28	22,9	48,55	27,86	53,99	30,74	76,73	31,2	42,45	213,13
Wald chi-squared	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Prob> chi2	-338,51	-668,15	-353,14	-667,2	-350,47	-668,8	-353,17	-668,29	-353,07	-536,4	-352,18	-668,76	-352,52	-598,7	-351,8	-670,5	-354,41	-667,43

*Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Restructuring lần lượt là CEO, M&A, INV, COG, EMP, ASSET, DIV, NetDebt và NetEquity. Birth, Growth, Mature là các biến giả chu kỳ sống của giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, bão hòa. *, ** và *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

Bảng 4.24. Bảng tổng hợp tỷ số Odds từ mô hình (3.7)

	CEO		M&A		INV		COG		EMP		ASSET		DIV		NetDebt		NetEquity	
	FD KMV	FD t.te	FD KMV	FD t.te	FD KMV	FD t.te	FD KMV	FD t.te	FD KMV	FD t.te	FD KMV	FD t.te	FD KMV	FD t.te	FD KMV	FD t.te	FD KMV	FD t.te
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
Birth	2,0896*	0,8468	2,0275**	0,7964	1,8858	0,7503	1,8870	0,8214	2,1550	0,6777*	1,8408	0,8381	1,9085	0,9091	1,7790	0,7634	0,7233	0,7244
Growth	0,9786	1,0128	0,9308	0,9653	1,3530	0,9919	1,1166	0,9826	1,0452	1,0647	1,3011	1,0207	1,1931	1,1463	1,2243	0,9949	0,9703	0,9895
Mature	0,9035	0,8643	0,7861	0,8073	0,9263	0,8449	0,8146	0,8513	0,7261	0,7317**	0,9348	0,8689	0,9631	0,9496	0,8618	0,8195	0,6758	0,8133
Restructuring Birth*	1,4549	1,7789*	1,6008	1,7732	1,9679*	2,1343**	2,0313	1,7241	1,7017	0,7211*	1,9988	1,6662*	2,5836*	1,8143*	1,7954	1,2007	0,7530	5,11E-08***
Restructuring Growth*	0,9795	0,3015	0,0817*	0,4655	2,3978	0,9071	0,3077	0,2438**	0,0942*	1,1769	1,8529	0,3203	1,1377	0,3663	3,0875	0,5859	3,2072	1,48E+15***
Restructuring Mature*	0,5315	1,0453	4,7574	1,3441	0,0328***	1,3512	0,0435***	1,1825	0,4309	1,2840	0,1379**	0,9613	0,1616	0,5540	0,0585**	0,9495	0,9797	0,9138
Restructuring Wald	0,4960	0,6664	0,3138	1,1538	0,2644	0,4787	0,1969**	0,6024	1,2113	1,2992	0,2780	0,6154	0,1829*	0,1838**	0,3757	0,8203	1,1301	1,1472
chi-squared	97,01	28,8	838,33	34,9	60,08	47,61	133,48	32,33	84,75	30,67	58,17	51,52	71,12	28,17	102,1	44,7	65,82	237,68
Prob > chi2	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Log likelihood	-338,51	-668,15	-353,14	-667,2	-350,47	-668,8	-353,17	-668,29	-353,07	-536,4	-352,18	-668,76	-352,52	-598,7	-351,8	-670,5	-354,41	-667,43

Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata. Ghi chú: Restructuring lần lượt là CEO, M&A, INV, COG, EMP, ASSET, DIV, NetDebt và NetEquity. Birth, Growth, Mature là các biến giả chu kỳ sống của giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, bão hòa. *, ** và *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

CHƯƠNG 5. KẾT LUẬN VÀ Ý KIẾN ĐỀ XUẤT

5.1. Các phát hiện chính của nghiên cứu

Đầu tiên, Luận án là xem xét ảnh hưởng của KQTC đến các chiến lược TCT của các công ty Việt Nam. Bài viết sử dụng phương pháp ước lượng Logit với hiệu ứng ngẫu nhiên, đồng thời xử lý ước lượng sai số chuẩn bằng phương pháp bootstrap cho mẫu 526 công ty phi tài chính trên TTCK theo hệ thống phân nhóm ngành tiêu chuẩn ICB. Khoảng thời gian nghiên cứu từ 2005-2016.

Kết quả nghiên cứu tìm thấy KQTC khiến các công ty Việt Nam tăng cường sử dụng chiến lược: TCT nhân sự quản lý, TCT hoạt động thông qua phương án cắt giảm hoạt động đầu tư, cắt giảm lao động, tăng cường sử dụng TCT tài sản, và chiến lược TCT nguồn tài trợ. Do vậy, giả thuyết H1 được chấp nhận ở chiến lược TCT nhân sự quản lý; TCT hoạt động thông qua cắt giảm hoạt động đầu tư, cắt giảm lao động; TCT tài sản; TCT nguồn tài trợ.

Thứ nhất, việc thay đổi vị trí lãnh đạo điều hành mới được xem là động thái tích cực để cải thiện hoạt động doanh nghiệp, chiến lược này giúp bộ máy cấp quản lý cùng nhau đánh giá lại nguyên nhân tình trạng KQTC và đưa ra các kế hoạch hành động với mong muốn hồi phục doanh nghiệp.

Thứ hai, việc cắt giảm hoạt động đầu tư giúp công ty khoanh vùng các danh mục đầu tư cốt lõi là lợi thế chính của doanh nghiệp, mặt khác cắt giảm các khoản mục không phải là lợi thế, không mang lại hiệu quả tài chính. Điều này giúp doanh nghiệp cắt giảm đáng kể các chi phí hoạt động trong bối cảnh khó khăn tài chính. Trong khi đó, phương án cắt giảm lao động có thể giúp doanh nghiệp trước mắt giảm được chi phí hoạt động nhanh chóng. Tuy nhiên, đây cũng chỉ là chính sách “thắt lưng buộc bụng” trong ngắn hạn, chỉ giúp công ty ổn định và duy trì nguồn tài chính tạm thời để vượt qua khó khăn.

Thứ ba, thông qua thực hiện chiến lược TCT tài sản, các công ty KQTC định hướng lại các tài sản cốt lõi, tập trung nguồn lực hoạt động vào các danh mục đầu tư chính của doanh nghiệp. Ngoài ra, thanh lý tài sản có thể giúp công ty có thêm nguồn

tiền mặt để tập trung nguồn vốn nhằm phân bổ vào danh mục tài sản hiệu quả hơn, có thể giảm phần nào áp lực thanh toán cho doanh nghiệp.

Thứ tư, các phương án trong chiến lược TCT nguồn tài trợ cũng được công ty Việt Nam lựa chọn khi xảy ra KQTC. Phương án cắt giảm hoặc trì hoãn chi trả cổ tức được các công ty KQTC sử dụng giúp công ty giảm áp lực gánh nặng thanh toán cổ tức để tận dụng nguồn vốn nội bộ doanh nghiệp. Các cổ đông hiện hữu muốn gắn bó lâu dài với doanh nghiệp sẽ đồng ý với phương án TCT này, đồng hành cùng công ty chia sẻ khó khăn tài chính. Phương án sử dụng tài trợ từ nợ hoặc phát hành thêm vốn cổ phần được các công ty KQTC sử dụng nhằm TCT nguồn tài chính khi mà nguồn vốn nội bộ đã được sử dụng. Việc các công ty sử dụng các nguồn vốn bên ngoài để duy trì hoạt động khi rơi vào KQTC sẽ khiến các nhà đầu tư cung cấp nguồn vốn mới đòi hỏi tỷ suất sinh lợi kỳ vọng cao hơn để bù đắp rủi ro tăng thêm. Mặt khác, để đảm bảo tính cạnh tranh và hấp dẫn so với các chứng khoán khác trên thị trường nên các công ty KQTC phát hành nguồn tài trợ mới với mức chiết khấu cao hơn.

Tiếp theo, bài viết nghiên cứu các chiến lược TCT được doanh nghiệp KQTC sử dụng trong mối liên hệ với chu kỳ sống. Để thực hiện điều này, Luận án sử dụng phương pháp tứ phân vị theo ngành, trên cơ sở dựa theo các đặc điểm riêng của công ty về: mức chi trả cổ tức, tốc độ tăng trưởng doanh thu, chi tiêu vốn của công ty và thời gian hoạt động của công ty. Các giai đoạn trong chu kỳ sống của doanh nghiệp được phân chia thành bốn giai đoạn: giai đoạn khởi sự, tăng trưởng, bão hòa và giai đoạn suy thoái. Kết quả tìm được của Luận án cho thấy chiến lược TCT mà công ty KQTC thực hiện tại Việt Nam chịu ảnh hưởng bởi lý thuyết chu kỳ sống, nhưng không phải ở tất cả các chiến lược TCT. Bài viết tìm thấy các chiến lược TCT bị ảnh hưởng bởi lý thuyết chu kỳ sống, gồm: TCT hoạt động từ phương án cắt giảm hoạt động đầu tư, cắt giảm lao động; TCT từ thương vụ M&A; TCT nguồn tài trợ từ phương án cắt giảm hoặc trì hoãn trả cổ tức, sử dụng nguồn tài trợ từ nợ. Cụ thể:

Ở giai đoạn khởi sự: công ty KQTC hạn chế sử dụng phương án cắt giảm đầu tư. Ở giai đoạn tăng trưởng, công ty KQTC hạn chế sử dụng phương án cắt giảm hoạt động đầu tư, ít sử dụng phương án cắt giảm hoặc trì hoãn trả cổ tức. Giai đoạn bão

hòa, công ty KQTC hạn chế thực hiện chiến lược TCT từ thương vụ M&A, ít sử dụng phương án cắt giảm lao động, hạn chế sử dụng nguồn tài trợ từ nợ. Như vậy kết quả tìm được từ chiến lược TCT hoạt động bằng phương án cắt giảm lao động và chiến lược TCT nguồn tài trợ thông qua phát hành vốn cổ phần khác với kỳ vọng của giả thuyết H3 đặt ra.

Cuối cùng, Luận án xem xét khả năng hồi phục của các công ty KQTC từ chiến lược TCT. Để thực hiện điều này, tác giả chọn các công ty KQTC trong tổng mẫu quan sát và tiếp tục chọn ra các công ty được xem là hồi phục và không hồi phục sau KQTC. Bài viết sử dụng phương pháp ước lượng Logit với hiệu ứng ngẫu nhiên, và xử lý ước lượng sai số chuẩn bằng phương pháp bootstrap. Kết quả cho thấy chiến lược TCT nhân sự quản lý, phương án cắt giảm hoạt động đầu tư, chiến lược TCT tài sản và phương án cắt giảm hoặc trì hoãn chi trả cổ tức có mối quan hệ cùng chiều với việc hồi phục doanh nghiệp. Đây là các chiến lược TCT giúp mang lại hiệu quả cho doanh nghiệp KQTC. Do đó, giả thuyết H3 được chấp nhận ở chiến lược TCT nhân sự quản lý, TCT hoạt động bằng phương án cắt giảm hoạt động đầu tư, TCT tài sản, TCT nguồn tài trợ bằng phương án cắt giảm hoặc trì hoãn chi trả cổ tức.

Kết quả tìm được cho thấy nhân sự cấp quản lý mới có thể giúp công ty đánh giá lại tình hình hoạt động của doanh nghiệp, đưa ra các định hướng mới mang lại hiệu quả phục hồi cao cho doanh nghiệp. Ngoài ra, phương án cắt giảm hoạt động đầu tư, chiến lược TCT tài sản và phương án cắt giảm hoặc trì hoãn trả cổ tức giúp doanh nghiệp giảm bớt các chi phí hoạt động cố định, tập trung nguồn vốn vào các danh mục đầu tư cốt lõi chính yếu của doanh nghiệp. Hơn nữa, doanh nghiệp KQTC tận dụng thêm nguồn tiền mặt từ việc bán bớt tài sản và tiền chi trả cổ tức để giúp doanh nghiệp giảm bớt áp lực thanh toán. Từ đó doanh nghiệp có thể kiểm soát được rủi ro, đưa hoạt động doanh nghiệp trở lại ổn định.

Trong khi đó, phương án cắt giảm lao động, phát hành thêm vốn cổ phần không mang lại hiệu quả, hạn chế việc hồi phục công ty KQTC. Như vậy kết quả tìm được từ chiến lược TCT hoạt động bằng phương án cắt giảm lao động và chiến lược TCT nguồn tài trợ thông qua phát hành vốn cổ phần khác với kỳ vọng của giả thuyết H3 đặt ra. Mặc dù phương án cắt giảm lao động được các công ty Việt Nam lựa chọn để

thực hiện nhằm mong muốn giảm chi phí hoạt động nhanh chóng khi xảy ra KQTC. Tuy nhiên phương án này gây ra tâm lý hoang mang cho người lao động ở lại làm việc, ảnh hưởng đến môi trường văn hóa làm việc của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, việc cắt giảm lao động có thể không phù hợp, không hợp lý ở một số bộ phận làm việc trong công ty nên không mang lại khả thi cho các công ty KQTC. Phương án phát hành thêm vốn cổ phần đã không được doanh nghiệp KQTC tận dụng tốt, nguồn vốn này được công ty huy động để hỗ trợ trong giai đoạn khó khăn tài chính nhưng lại không phát huy được hiệu quả để mang lại phục hồi cho doanh nghiệp. Ngoài ra, Luận án tìm thấy hiệu quả phục hồi từ chiến lược TCT ít bị ảnh hưởng bởi các giai đoạn trong chu kỳ sống.

5.2. Các ý kiến đề xuất nhằm nâng cao chất lượng quản trị tài chính đối với doanh nghiệp Việt Nam

KQTC có thể xảy ra ở bất kỳ giai đoạn nào trong chu kỳ sống của doanh nghiệp, làm phá vỡ, đảo ngược, bóp méo các nguyên tắc, chiến lược tài chính của doanh nghiệp. Để các chiến lược TCT thành công, doanh nghiệp thường phải chủ động thực hiện từ sớm, doanh nghiệp cần có kế hoạch và lộ trình rõ ràng để không rơi vào thế bị động. Kết quả nghiên cứu của đề tài kỳ vọng sẽ giúp cho nhà quản trị doanh nghiệp nhận thấy được tầm quan trọng của từng chiến lược TCT phù hợp với từng giai đoạn phát triển trong chu kỳ sống của doanh nghiệp, trên cơ sở này các doanh nghiệp xác định được các chiến lược TCT có thể giúp doanh vượt qua tình trạng KQTC, mang lại hồi phục cho doanh nghiệp.

Thứ nhất, nhà quản trị tài chính cần nâng cao tầm quan trọng về sự tồn tại của chu kỳ sống cũng như cần xác định từng giai đoạn trong chu kỳ sống doanh nghiệp. Các yếu tố về chi trả cổ tức, tốc độ tăng trưởng doanh thu, chi tiêu vốn và thời gian hoạt động của doanh nghiệp có thể giúp công ty nhận diện và xác định từng giai đoạn trong chu kỳ sống. Điều này có thể giúp nhà quản trị tài chính biết được doanh nghiệp mình đang ở giai đoạn nào của chu kỳ sống, nắm bắt được các đặc điểm rủi ro kinh doanh, rủi ro tài chính ở từng giai đoạn để có thể đưa ra các quyết định tài chính phù hợp cho từng giai đoạn phát triển. Bên cạnh đó, KQTC là tình trạng khó khăn tài

chính mà không doanh nghiệp nào mong muốn, nhưng KQTC có thể xảy ra ở bất kỳ giai đoạn nào của chu kỳ sống. Kết quả thực tế của bài viết cho thấy KQTC xuất hiện nhiều nhất ở giai đoạn bão hòa và suy thoái.

Thứ hai, để nâng cao khả năng hồi phục, các công ty KQTC có thể tập trung vào chiến lược TCT sau:

Giải pháp từ chiến lược TCT nhân sự quản lý: Kết quả của bài viết cho thấy việc thay đổi vị trí nhân sự điều hành cấp cao trong một tổ chức đã giúp doanh nghiệp hồi phục sau KQTC. Giải pháp này được xem là một trong các chiến lược TCT mà Luận án đề xuất cho các công ty Việt Nam trong quá trình TCT công ty. Khi rơi vào KQTC, doanh nghiệp cần đánh giá lại tình hình quản lý của Ban điều hành, xác định trách nhiệm sai phạm thuộc về vị trí cấp lãnh đạo nào, thậm chí có thể đối chiếu với những ràng buộc đã ký kết giữa nhà quản lý và doanh nghiệp đã được thỏa thuận trước đó. Doanh nghiệp sẵn sàng sa thải những vị trí quản lý yếu kém để tránh gây ra thêm các sai lầm tiếp theo. Đối với nhân sự quản lý mới được thay thế, công ty cần phải có những thỏa thuận ràng buộc liên quan đến các cam kết nhằm đưa ra các phương hướng xử lý rõ ràng về tình hình hoạt động, thực trạng tài chính nhằm giúp phục hồi doanh nghiệp và mục tiêu cuối cùng là tối đa hóa giá trị doanh nghiệp.

Đứng ở góc độ nhà quản lý cấp cao mới được thay thế, họ có vai trò tiên quyết tạo nên sự thành công của toàn bộ quá trình TCT doanh nghiệp, dẫn dắt toàn bộ quá trình thay đổi từ thực trạng khó khăn đang tồn tại ở doanh nghiệp để đạt được kỳ vọng mục tiêu được đặt ra. Nhân sự quản lý mới được thay thế cùng với các thành viên ban điều hành cần đồng lòng, thể hiện ý chí quyết tâm để hướng đến quá trình TCT doanh nghiệp về chung mục tiêu là hồi phục doanh nghiệp sau KQTC, từ đó để có các định hướng tiếp theo nhằm mục tiêu cuối cùng là tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Nhân sự quản lý cần đánh giá chi tiết môi trường bên trong và bên ngoài doanh nghiệp và mục tiêu chiến lược của doanh nghiệp, từ đó sắp xếp cần TCT ở các bộ phận nào trong doanh nghiệp, các quy trình và các quyết định tài chính nào cần phải thay đổi. Quá trình TCT sẽ gặp nhiều khó khăn nếu như thiếu đi sự quyết tâm và đồng nhất của tất cả thành viên ban điều hành, bởi vì điều này có thể ảnh hưởng đến quyền lợi của một

số nhóm người trong công ty. Do đó, nhân sự quản lý mới cần có thái độ quyết đoán vì mục tiêu chung của công ty, không để những nhóm người chống đối tìm mọi cách gây cản trở quá trình TCT doanh nghiệp. Nhân sự quản lý cần xác định TCT là các chiến lược hoạch định cần được thực hiện để đạt lợi ích lâu dài cho doanh nghiệp chứ không chỉ là mục tiêu trong ngắn hạn, thiếu đi tầm nhìn dài hạn. Điều này sẽ làm doanh nghiệp lại tiếp tục rơi vào KQTC. Mặc dù, việc thay thế nhân sự quản lý được kỳ vọng mang lại luồng gió mới cho các doanh nghiệp KQTC. Tuy nhiên, doanh nghiệp cũng cần có những ràng buộc cho nhân sự cấp quản lý mới cần hạn chế nắm nhiều vị trí tương tự tại các công ty khác nhau, điều này sẽ ảnh hưởng đến quá trình tập trung vào doanh nghiệp, ảnh hưởng đến việc đưa ra các quyết định tài chính.

Giải pháp cho chiến lược TCT hoạt động từ phương án cắt giảm hoạt động đầu tư: Kết quả của Luận án cũng cho thấy nếu như các công ty KQTC cắt giảm các hoạt động đầu tư không hiệu quả, tập trung vào các hoạt động đầu tư cốt lõi vốn đã là lợi thế của công ty thì điều này đem lại phục hồi cao cho doanh nghiệp. Do trong quá trình hoạt động, doanh nghiệp có thể đã đầu tư vào các lĩnh vực kinh doanh mới, hoặc đầu tư vào phát triển sản phẩm, hoặc đầu tư quá dàn trải vào những lĩnh vực vốn doanh nghiệp không có kinh nghiệm, điều này khiến cho chi phí đầu tư gia tăng trong khi nguồn thu vào từ các hoạt động đầu tư này chưa đủ bù đắp chi phí đã bỏ ra. Bên cạnh đó, nhiều khoản đầu tư chạy theo các mục tiêu lợi nhuận ngắn hạn mà không đưa ra chiến lược lâu dài. Ngoài ra, nguồn vốn huy động từ các hoạt động đầu tư này có thể từ các nguồn tài trợ bên ngoài với chi phí sử dụng vốn phát sinh cao. Đây cũng có thể là một trong những nguyên nhân gây ra tình trạng KQTC cho doanh nghiệp.

Vì vậy, KQTC đem đến cho doanh nghiệp một thông điệp về cách nhìn nhận lại quá trình hoạt động đầu tư đang diễn ra tại công ty. KQTC xảy ra càng thúc đẩy các doanh nghiệp cần rà soát tất cả các khoản mục đầu tư mà doanh nghiệp hiện có, đối với các danh mục đầu tư đã và đang đi vào hoạt động cần được doanh nghiệp đánh giá tình hình hiệu quả so với mục tiêu ban đầu được đặt ra, đánh giá tiến độ thực hiện, xem xét các khoản mục đầu tư nào vốn là lợi thế cốt lõi của doanh nghiệp, có thể phát huy từ nguồn nhân lực sẵn có thì doanh nghiệp nên tiếp tục khai thác sử

dụng. Tuy nhiên, đối với các khoản mục đầu tư không phải là lợi thế nhưng được mở rộng đầu tư để đa dạng hóa; nhưng lại thiếu kinh nghiệm, nguồn nhân lực phải thuê thêm ở ngoài thì nên kiên quyết cắt giảm hoặc có thể bán lại cho các đối tác khác. Tuy nhiên, không phải vì KQTC xảy ra mà doanh nghiệp vội vàng cắt giảm hàng loạt các hoạt động đầu tư. Có như vậy thì phương án cắt giảm hoạt động đầu tư mới mang lại hiệu quả mà không mất đi giá trị vốn có, lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp. Nếu không thì sau khi cắt giảm hoạt động đầu tư thì doanh nghiệp sẽ mất đi những lợi thế cạnh tranh của mình thì sẽ càng thiệt hại hơn.

Để thực hiện điều này, doanh nghiệp có thể: trước hết đưa ra các tiêu chí cụ thể để đánh giá hiệu quả các hoạt động đầu tư đã và đang được thực hiện. Đồng thời, phân loại các khoản đầu tư vốn là lợi thế cạnh tranh cốt lõi của doanh nghiệp, khoản đầu tư nào được mở rộng để đa dạng hóa lĩnh vực kinh doanh. Đối với các hạng mục đầu tư được thực hiện để đa dạng hóa, doanh nghiệp cần xác định là nên cắt giảm vì không phù hợp với thời điểm xảy ra KQTC. Nếu là hoạt động đầu tư do chính doanh nghiệp trực tiếp đầu tư thì có thể chủ động cắt giảm ngay. Nếu như các hoạt động đầu tư này có sự liên kết hợp tác giữa các bên thì cần căn cứ trên các hợp đồng thỏa thuận hợp tác đầu tư để thỏa thuận kế hoạch cắt giảm. Ngoài ra, doanh nghiệp nên tìm kiếm các đối tác khác để chuyên nhượng các khoản mục đầu tư trên. Việc cắt giảm hoạt động đầu tư không hiệu quả hoặc chưa phù hợp ở thời điểm khó khăn tài chính sẽ giúp doanh nghiệp tiết kiệm được chi phí hoạt động, tập trung nguồn lực cho các mảng hoạt động chính mang lại lợi thế cho doanh nghiệp.

Giải pháp cho chiến lược TCT tài sản: Kết quả kiểm định cho thấy chiến lược TCT tài sản đem lại hồi phục cho công ty KQTC. Do vậy, giải pháp lựa chọn chiến lược TCT tài sản được xem là một trong các chiến lược tái cấu trúc được Luận án đề xuất cho các công ty Việt Nam khi đối diện KQTC. Tài sản mà đề tài đề cập chính là TSCĐHH, được mua sắm để đảm bảo quá trình vận hành hoạt động của doanh nghiệp hoặc cho mục đích mở rộng đầu tư. Các tài sản cố định gắn với các hạng mục đầu tư cần được công ty phân tích và đánh giá cẩn thận, trên cơ sở xem xét lại các tài sản cố

định chưa được sử dụng hoặc sử dụng nhưng không mang lại hiệu quả cho doanh nghiệp thì cần phải cắt giảm, thanh lý.

Việc thanh lý, bán bớt, cắt giảm các tài sản không mang lại hiệu quả có thể giúp doanh nghiệp có được nguồn tiền mặt để thanh toán được các khoản chi trả tài chính, giảm áp lực dòng tiền cho doanh nghiệp. Bên cạnh nguồn tiền thu về từ việc thanh lý bán tài sản, doanh nghiệp còn giảm bớt các áp lực chi phí trong quá trình bảo quản, bảo trì cho tài sản cố định này. Việc cắt giảm tài sản giúp doanh nghiệp rà soát kiểm tra lại các hệ thống hạng mục tài sản có đang được sử dụng hay không, tình hình sử dụng các tài sản hiện nay của doanh nghiệp như thế nào, tài sản này có mang lại lợi ích hay khả năng sinh lời cho doanh nghiệp hay không. Để từ đó doanh nghiệp cần đưa ra quyết định cuối cùng: “tài sản nào cần thanh lý, bán đi” và “tài sản nào cần được giữ lại” để tiếp tục duy trì hoạt động. Câu trả lời còn phụ thuộc vào kế hoạch hiện tại và trong tương lai của doanh nghiệp và khả năng sinh lời của tài sản.

Nghiên cứu của Hofer (1980) đưa ra quan điểm những tài sản nên được giữ lại khi doanh nghiệp dự kiến tiếp tục sử dụng trong một hoặc hai năm tới. Tuy nhiên, không phải vì KQTC xảy ra mà doanh nghiệp vội vàng cắt giảm hàng loạt các TSCĐHH. Việc thanh lý, bán tài sản cần được thực hiện một cách thận trọng hơn là vội vàng, bởi vì điều này sẽ khiến tài sản của doanh nghiệp bị sụt giảm giá trị và dễ bị các đối tác mua lại với giá trị định giá thấp so với giá trị thực tế.

Giải pháp cho chiến lược TCT nguồn tài trợ từ phương án cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức: Kết quả kiểm định thực tế của bài viết cho thấy, phương án này được nhiều công ty KQTC sử dụng và đã đem lại phục hồi cho công ty. Do vậy giải pháp lựa chọn phương án cắt giảm hoặc tạm hoãn thanh toán cổ tức cho cổ đông được xem là một trong các phương án được tác giả đề xuất cho các công ty Việt Nam khi rơi vào tình trạng KQTC. Mặc dù, việc cắt giảm hoặc không chi trả cổ tức là quyền của doanh nghiệp, đặc biệt là trong giai đoạn khó khăn tài chính. Tuy nhiên, phương án này cũng cần có sự đồng thuận giữa doanh nghiệp và phần lớn các cổ đông công ty. Nguồn tiền được sử dụng thay vì trả cổ tức sẽ được doanh nghiệp cam kết sử dụng cho mục đích TCT doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi thực hiện phương án này, doanh

ngành cần có giải trình cụ thể đối với toàn bộ cổ đông công ty về mục đích sử dụng cũng như quá trình sử dụng nguồn tiền được giữ lại thay vì trả cổ tức. Doanh nghiệp cũng cần đưa ra lộ trình cụ thể thời điểm các cổ đông sẽ được nhận cổ tức và mức chi trả cổ tức trong thời gian tới cho đến khi hồi phục doanh nghiệp. Vấn đề được doanh nghiệp làm rõ ràng với cổ đông sẽ khiến họ an tâm trong quá trình đầu tư vào doanh nghiệp và tin rằng việc cắt giảm cổ tức chỉ là tạm thời để giúp doanh nghiệp vượt qua giai đoạn khó khăn tài chính. Điều này sẽ khiến các cổ đông hiểu và đồng hành cùng với doanh nghiệp trong quá trình TCT.

Thứ ba, để đảm bảo khả năng phục hồi cao cho phương án cắt giảm đầu tư, các công ty KQTC nên hạn chế thực hiện chiến lược này ở giai đoạn tăng trưởng. Phương án cắt giảm cổ tức từ chiến lược TCT nguồn tài trợ nên hạn chế sử dụng trong giai đoạn bão hòa. Mặc dù khi xảy ra KQTC trong giai đoạn tăng trưởng hay giai đoạn bão hòa, thì theo lý thuyết chu kỳ sống, các công ty vẫn có doanh số tăng trưởng ổn định và ấn tượng, thị phần sản phẩm của doanh nghiệp đã được người tiêu dùng đón nhận và có một vị thế nhất định trên thị trường. Vấn đề KQTC xảy ra là do bản chất doanh nghiệp không có khả năng thanh toán các nghĩa vụ tài chính. Vì vậy, nếu chỉ vì sự vội vàng cắt giảm các hoạt động đầu tư nhưng chưa được doanh nghiệp KQTC cân nhắc kỹ thì điều này khiến cho công ty mất đi lợi thế cạnh tranh, mất đi thị phần trên thị trường. Bên cạnh đó, lý thuyết chu kỳ sống cho rằng ở giai đoạn bão hòa, cổ đông sẽ được nhận mức cổ tức cao hơn so với các giai đoạn còn lại. Nếu như vì lý do KQTC, khiến các công ty cắt giảm cổ tức vội vàng mà chưa có sự thỏa thuận đàm phán từ các cổ đông, cũng như chưa có kế hoạch cụ thể về phương hướng sử dụng nguồn tiền này để TCT doanh nghiệp. Điều này sẽ gây ra tâm lý hoang mang cho các cổ đông, nhà đầu tư sẽ định giá thấp doanh nghiệp, gây ra sự sụt giảm giá cổ phiếu của công ty trên thị trường, đồng thời làn sóng dịch chuyển dòng vốn đầu tư của các cổ đông sang các doanh nghiệp khác có tình hình tài chính lành mạnh hơn, khiến cho phương án cắt giảm cổ tức không mang lại hiệu quả ở giai đoạn bão hòa.

5.3. Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo

Nghiên cứu của Luận án không tránh được hạn chế về khung thời gian phân tích và số liệu thu thập trong quá trình làm đề tài. Do hạn chế về dữ liệu, nên tác giả chỉ khảo sát cho 526 công ty, thời gian nghiên cứu từ năm 2005 đến 2016. Do vậy, kết quả thực nghiệm có thể chưa mang tính đại diện cao. Một số dữ liệu thứ cấp để đo lường các biến đại diện cho các chiến lược TCT được Luận án thu thập bằng tay nên không tránh khỏi những thiếu sót. Điều này có thể phần nào ảnh hưởng đến kết quả của đề tài. Thứ ba, KQTC trải qua nhiều tình trạng khác nhau (gặp thất bại, mất thanh khoản, vỡ nợ, phá sản), nhưng hướng nghiên cứu của đề tài không đi sâu vào các mức độ khác nhau của KQTC. Mặc dù các kết quả của Luận án cho thấy chiến lược TCT mà công ty KQTC thực hiện chịu ảnh hưởng bởi các giai đoạn của chu kỳ sống nhưng không phải xảy ra ở tất cả các chiến lược TCT, do vậy kết quả thực nghiệm có thể chưa mang tính đại diện cao. Trong các hướng nghiên cứu tiếp theo, Luận án sẽ nỗ lực khắc phục những hạn chế còn tồn tại và nghiên cứu mở rộng ở một số chiến lược TCT như: chiến lược TCT tài sản góc nhìn ở hai phương án thoái vốn tài sản và đầu tư thêm tài sản, chiến lược TCT từ thương vụ M&A ở góc nhìn từ doanh nghiệp mục tiêu hoặc doanh nghiệp đề nghị M&A giúp cung cấp thêm nhiều bằng chứng thực nghiệm toàn diện hơn.

KẾT LUẬN CHUNG

Luận án đã nghiên cứu ảnh hưởng của KQTC đến các chiến lược TCT doanh nghiệp trong mối liên hệ với chu kỳ sống; và khả năng phục hồi của các công ty KQTC từ các chiến lược TCT, giai đoạn từ 2005 đến 2016. Kết quả tìm thấy KQTC xảy ra khiến các công ty gia tăng sử dụng chiến lược TCT nhân sự quản lý; cắt giảm hoạt động đầu tư, cắt giảm lao động; tăng cường thực hiện chiến lược TCT tài sản, tăng cường sử dụng chiến lược TCT nguồn tài trợ từ phương án cắt giảm cổ tức chi trả để duy trì nguồn vốn nội bộ; gia tăng sử dụng nguồn tài trợ từ nợ; phát hành thêm vốn cổ phần.

Khi xét mối tương tác giữa KQTC với chu kỳ sống, Luận án tìm thấy ở giai đoạn khởi sự: Công ty KQTC hạn chế sử dụng phương án cắt giảm đầu tư. Ở giai đoạn tăng trưởng, công ty KQTC hạn chế sử dụng phương án cắt giảm hoạt động đầu tư, ít sử dụng phương án cắt giảm cổ tức. Trong khi đó ở giai đoạn bão hòa, công ty KQTC hạn chế thực hiện các chiến lược TCT từ thương vụ M&A, ít sử dụng phương án cắt giảm lao động, hạn chế sử dụng nguồn tài trợ từ nợ.

Chiến lược TCT nhân sự quản lý, cắt giảm hoạt động đầu tư, TCT tài sản, cắt giảm cổ tức là các chiến lược TCT hiệu quả, mang lại hồi phục cho công ty KQTC tại Việt Nam. Tuy nhiên, việc hồi phục từ các chiến lược TCT ít bị ảnh hưởng bởi các giai đoạn trong chu kỳ sống.

Việc thực hiện nghiên cứu chuyên sâu thông qua kết quả của Luận án đã lấp đầy khoảng trống trong nghiên cứu về chủ đề này. Từ những kết quả thực nghiệm đạt được, Luận án đóng góp một số ý kiến đề xuất lựa chọn giải pháp cho các chiến lược tái cấu trúc phù hợp với doanh nghiệp Việt Nam nhằm nâng cao chất lượng quản trị tài chính.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ

Tạp chí khoa học

1. Huỳnh Thị Cẩm Hà. (2019). Kiệt quệ tài chính, chu kỳ sống, các chiến lược tái cấu trúc và khả năng hồi phục doanh nghiệp. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, số 260, tháng 02/2019, 81-90.
2. Huỳnh Thị Cẩm Hà, Nguyễn Thị Uyên Uyên. (2019). Tác động của kiệt quệ tài chính, chu kỳ sống đến các chiến lược tái cấu trúc và khả năng hồi phục doanh nghiệp. *Tạp chí Kinh tế và Ngân hàng Châu Á*, số 156, tháng 3/2019, 25-41.
3. Huỳnh Thị Cẩm Hà, Nguyễn Thị Uyên Uyên, Lê Thị Hồng Minh. (2017). Chiến lược tái cấu trúc theo chu kỳ sống của các công ty Việt Nam dưới tác động của kiệt quệ tài chính. *Tạp chí phát triển kinh tế*, số 7 tháng 7/2017, 34-55.

Đề tài nghiên cứu khoa học

1. Chủ nhiệm đề tài: Chiến lược tái cấu trúc theo chu kỳ sống của các công ty Việt Nam dưới tác động của kiệt quệ tài chính, MS: CS-2016-28, đề tài nghiên cứu khoa học cấp trường, nghiệm thu tháng 7/2017.

Hội thảo khoa học

1. Hội thảo quốc tế Econometrics and Statistical Methods - Application in Economics and Finance: The impact of financial distress, lifecycle on corporate asset and operational restructuring - the likelihood of recovery, tháng 01/2019, trang 323-340. ISBN: 978-604-80-3675-1
2. Hội thảo khoa học: Chiến lược tái cấu trúc theo chu kỳ sống của các công ty Việt Nam dưới tác động của kiệt quệ tài chính, năm 2017, Trường Đại học Quy Nhơn, NXB Kinh tế TP.HCM, trang 370-382. ISBN: 978-604-922-593-2.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tài liệu tham khảo tiếng Việt

- Đỗ Tiến Long. (2013). Tái cơ cấu doanh nghiệp ở Việt Nam. *Tạp chí Khoa học ĐHQGHN, Kinh tế và Kinh doanh*, 29(4), 54-62.
- Hạ Thị Thiều Dao. (2015). Lựa chọn hình thức tái cấu trúc sở hữu Ngân hàng tại Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 214(4/2015), 2-10.
- Huỳnh Thị Cẩm Hà, Nguyễn Thị Uyên Uyên, & Lê Đào Tuyết Mai. (2017). Sử dụng các mô hình cây phân lớp dự báo kiệt quệ tài chính cho doanh nghiệp Việt Nam. *Tạp chí Khoa Học*, 56(5), 49-63.
- Huỳnh Thị Cẩm Hà, Nguyễn Thị Uyên Uyên, Phạm Dương Phương Thảo, & Lê Thị Hồng Minh. (2016). Kiệt quệ tài chính và tránh thuế thu nhập doanh nghiệp tại Việt Nam. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 126(9/2016), 12-23.
- Huỳnh Thị Cẩm Hà, Nguyễn Thị Uyên Uyên, Lê Thị Hồng Minh. (2017). Chiến lược tái cấu trúc theo chu kỳ sống của các công ty Việt Nam dưới tác động của kiệt quệ tài chính. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 28(7), 34-55.
- Lâm Chí Dũng, & Phan Đình Anh. (2009). Sử dụng mô hình KMV - Merton lượng hóa mối quan hệ giữa bảo đảm tài sản, tỷ lệ phân bổ vốn vay với rủi ro tín dụng. *Tạp chí khoa học công nghệ*, 31, 130-135.
- Lê Đạt Chí, & Lê Tuấn Anh. (2012). Kết hợp phương pháp CVaR và mô hình Merton/KMV để đo lường rủi ro vỡ nợ: Bằng chứng thực nghiệm ở Việt Nam. *Tạp chí phát triển và hội nhập*, 5(15), 10-15.
- Lê Đạt Chí, Phạm Hoàng Chiến. (2016). Dự báo khả năng gặp khó khăn tài chính cho các công ty niêm yết tại Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 27(3), 45-63.

- Lê Thanh Tâm. (2014). Tái cấu trúc các tổ chức tín dụng Việt Nam theo tiêu chuẩn BASELII: Kết quả sau 2 năm và một số khuyến nghị. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 207(2), 40-50.
- Nguyễn Quỳnh Hoa. (2014). Tái cấu trúc hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 14(24), 27-31.
- Nguyễn Thị Cành, & Phạm Chí Khoa. (2014). Áp dụng mô hình KMV - Merton dự báo rủi ro tín dụng khách hàng doanh nghiệp và khả năng thiệt hại của ngân hàng. *Tạp chí phát triển kinh tế*, 289(11/2014), 39-57.
- Phạm Thị Hồng Vân. (2015). Đo lường khả năng kiệt quệ tài chính tại các công ty cổ phần ngành công nghiệp ở Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 255 (9/2018), 32-41.
- Phan Đình Anh, Nguyễn Hòa Nhân. (2013). Kết hợp cách tiếp cận quyền chọn với phân tích hồi quy Logistic đo lường rủi ro vỡ nợ các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 272 (tháng 6/2013), 18-31.
- Phù Kim Yên, & Nguyễn Mạnh Hiệp. (2014). Mô hình hóa rủi ro kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 210(2), 19-25.
- Sử Đình Thành, Đoàn Vũ Nguyên, & Bùi Thành Trung. (2016). Tái cấu trúc doanh nghiệp Việt Nam: Phân tích về tái cấu trúc tài sản. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 27(5), 17-44.
- Trần Hoàng Ngân, Trần Phương Thảo, & Nguyễn Hữu Huân. (2015). Ảnh hưởng của tái cấu trúc đến hiệu quả hoạt động các ngân hàng thương mại Việt Nam. *Tạp chí phát triển kinh tế*, 26(2), 26-47.

- Trần Quang Thành Công, & Quách Doanh Nghiệp. (2017). Ảnh hưởng của tin tức truyền thông đến dự báo kiệt quệ tài chính ở các công ty niêm yết tại Việt Nam. *Tạp chí Khoa học*, 58(1), 141-155.
- Trần Thị Hải Lý, Nguyễn Thị Hồng Trân, & Nguyễn Ngọc My. (2014). Sự truyền tải thông điệp của dữ liệu phi cấu trúc trong dự báo kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam. *Tạp chí phát triển và hội nhập*, 19(29), 19-27.
- Võ Văn Nhị, & Hoàng Cẩm Trang. (2013). Hành vi điều chỉnh lợi nhuận và nguy cơ phá sản của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán TP. HCM. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 276S(10/2013), 48-57.
- Vũ Văn Thực. (2013). Tái cơ cấu hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, 10(20), 17-21.

Tài liệu tham khảo tiếng Anh

- Adizes, I. (1979). Organizational passages—Diagnosing and treating lifecycle problems of organizations. *Organizational Dynamics*, 8(1), 3-25.
- Adizes, I. K. (2004). *Management Corporate Lifecycles* (2nd ed.). Adizes Institute.
- Aldrich, J. H., & Nelson, F. D. (1984). *Linear Probability, Logit, and Probit Models*. Sage Publications.
- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Altman, E. I. (2000). Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-score and Zeta models. Retrieved from <http://people.stern.nyu.edu/ealtman/Zscores.pdf>.
- Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (2006). *Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt* (Third ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.

- Altman, E. I., Haldeman, R. G., & Narayanan, P. (1977). Zeta Analysis: A new model to identify bankruptcy risk of corporations. *Journal of Banking and Finance*, 29-54.
- Andrade, G., & Kaplan, S. N. (1998). How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed. *The Journal of Finance*, 53(5), 1443-1493.
- 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.
- Back, B., Laitinen, T., Sere, K., & Wezel, M. V. (1996). *Choosing Bankruptcy Predictors Using Discriminant Analysis, Logit Analysis, and Genetic Algorithms*. Turku Centre for Computer Science.
- Bae, J. K. (2012). Predicting financial distress of the South Korean manufacturing industries. *Expert Systems with Applications*, 39, 9159-9165.
- Barker, V. L., & Duhaime, I. M. (1997). Strategic Change in the Turnaround Process: Theory and Empirical Evidence. *Strategic Management Journal*, 18(1), 13-38.
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*, 4, 71-111.
- Bethel, J. F., & Liebeskind, J. (1993). The effects of ownership structure on corporate restructuring. *Strategic Management Journal*, 14, 15-31.

- Bharath, S. T., & Shumway, T. (2004). Forecasting Default with the KMV-Merton Model. *AFA 2006 Boston Meeting Paper*.
- Bharath, S. T., & Shumway, T. (2008). Forecasting Default with the Merton Distance to Default Model. *The Review of Financial Studies*, 21(3), 1339-1369.
- Black, F., & Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637-654.
- Blum, M. (1974). Failing Company Discriminant Analysis. *Journal of Accounting Research*, 12(1), 1-25.
- Bowman, E. H., & Singh, H. (1993). Corporate Restructuring: Reconfiguring the Firm. *Strategic Management Journal*, 14, 5-14.
- Boyne, G., & Meier, K. (2009). Environmental change, human resources and organizational turnaround. *Journal of Management Studies*, 46, 835-863.
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (1988). *Principles of Corporate Finance* (3rd ed.). New York: McGraw-Hill Professional.
- Brondolo, J. (2009). Collecting Taxes During an Economic Crisis: Challenges and Policy Options. *IMF Staff position note (SPN/09/17)*, 1-38.
- Brown, D. T., James, C. M., & Mooradian, R. M. (1994). Asset sales by financially distressed firms. *Journal of Corporate Finance*, 1, 233-257.
- Bulan, L., & Yan, Z. (2009). The Pecking Order Theory and the Firm's Life Cycle. *Banking and Finance Letters*, 1(3). Retrieved from <http://people.brandeis.edu/~lbulan/lifecycle.pdf>.
- Campbell, J. H., Hilscher, J., & Szilagyi, J. (2008). In Search of Distress Risk. *The Journal of Finance*, 63, 2899-2939.

- Cao, Y., & Chen, X.-h. (2012). An agent-based simulation model of enterprises financial distress for the enterprise of different life cycle stage. *Simulation Modelling Practice and Theory*, 20, 70-88.
- Chen, J. H. (2012). Developing SFNN models to predict financial distress of construction companies. *Expert Systems with Applications*, 39, 823-827.
- Chen, J., Chollete, L., & Ray, R. (2010). Financial distress and idiosyncratic volatility: An empirical investigation. *Journal of Financial Markets*, 13, 249-267.
- Chen, K. H., & Shimerda, T. A. (1981). An Empirical Analysis of Useful Financial Ratios. *Financial Management*, 10(1), 51-60.
- Chen, M. Y. (2011). Predicting corporate financial distress based on integration of decision tree classification and logistic regression. *Expert Systems with Applications*, 38, 11261-11272.
- Chen, N. f., & Zhang, F. (1998). Risk and return of value stocks. *The Journal of Business*, 71(4), 501-535.
- Chen, Y., Weston, F. J., & Altman, E. I. (1995). Financial distress and restructuring models. *Financial Management*, 24, 57-75.
- Chou, H.-I., Li, H., & Yin, X. (2010). The effects of financial distress and capital structure on the work effort of outside directors. *Journal of Empirical Finance*, 17, 300-312.
- Christidis, A. C., & Gregory, A. (2010). Some New Models for Financial Distress Prediction in the UK. *Xfi Centre for Finance & Investment*, (pp. 1-46).
- Clark, K., & Ofek, E. (1994). Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(4), 541-565.

- Clifford, D. K. (1977). *"Managing the Product Life Cycle" in The Arts of Top Management: A McKinsey Anthology.* (R. Mann, Ed.) New York: McGraw Hill, 1971.
- Cox, D. R. (1958). The regression analysis of binary sequences. *Journal of the Royal Statistical Society. Series B (Methodological)*, 20(2), 215-242.
- Daniel, T. E. (1968). *Discriminant analysis for the prediction of business failures.* Ph. D. University of Alabama.
- 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., & 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.
- Edwards, A., Schwab, C. M., & Shevlin, T. J. (2013). Financial Constraints and the Incentive for Tax Planning. *2013 American Taxation Association Midyear Meeting.*
- Efron, B., & Tibshirani, R. J. (1994). *An introduction to the bootstrap.* New York: Chapman and Hall.
- FitzPatrick, P. J. (1932). A Comparison of the ratios of successful industrial enterprises with those of failed companies. *The Certified Public Accountant*, (October, November, December): 598-605, 656-662, and 727-731, respectively.
- Gharghori, P., Chan, H., & Faff, R. (2006). Investigating the Performance of Alternative Default-Risk Models: Option-Based Versus Accounting-Based Approaches. *Australian Journal of Management*, 31(2), 207-234.

- Gilbert, L. R., Menon, K., & Schwartz, K. B. (1990). Predicting bankruptcy for firms in financial distress. *Journal of Business Finance and Accounting*, 17(1), 161-171.
- Gilson, S. C. (1989). Management Turnover and Financial Distress. *Journal of Financial Economics*, 25, 241-262.
- Gilson, S. C. (1990). Bankruptcy, boards, banks, and blockholders -Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default. *Journal of Financial Economics*, 27, 355-387.
- Gissel, J. L., Giacomino, D., & Akers, M. D. (2007). A Review of Bankruptcy Prediction Studies: 1930-Present. *Journal of Financial Education*, 33, 1-42.
- Gopinath, C. (1991). Turnaround: Recognizing Decline and Initiating Intervention. *Long Range Planning*, 24(6), 96-101.
- Gray, B., & Ariss, S. S. (1985). Politics and Strategic Change Across Organizational Life Cycles. *Academy of Management*, 10(4), 707-723.
- Greiner, L. (1972). Evolution and Revolution as Organizations Grow. *Harvard Business Review*, 50(4), 37-46.
- Greiner, L. (1998). Evolution and revolution as organizations grow. *Harvard Business Review*, 76(3), 55-68.
- Gujarati, D. N. (2011). *Econometrics by example*. New York: Palgrave Macmillan.
- Gupta, Y. P., & Chin, D. C. (1993). Strategy making and environment: An organizational life cycle perspective. *Technovation*, 13(1), 27-44.
- Haidar, H. (2010). *KMV Credit Risk Model - Probability of Default - Default risk*. Retrieved from <https://www.mathworks.com/matlabcentral/fileexchange/34529-kmv-credit-risk-model-probability-of-default-default-risk?focused=5235626&tab=function>.

- Haire, M. (1959). *Modern Organization Theory*. New York: John Wiley and Sons.
- Hambrick, D. C., & Schechter, S. M. (1983). Turnaround Strategies for Mature Industrial-Product Business Units. *The Academy of Management Journal*, 26(2), 231-248.
- Hanks, S. (1990). The organization life cycle: Integrating content and process. *Journal of Small Business Strategy*, 1(1), 1-13.
- Hausman, J. A. (1978). Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251-1272.
- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31, 135-175.
- Hillegeist, S. A., Keating, E. K., & Lundstedt, K. G. (2004). Accessing the probability of bankruptcy. *Review of Accounting Studies*, 9, 5-34.
- Hofer, C. W. (1980). Turnaround Strategies. *Journal of Business Strategy*, 1(1), 19-31.
- Hovakimian, A., Hovakimian, G., & Tehranian, H. (2004). Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues. *Journal of Financial Economics*, 71, 517-540.
- Jackendoff, N. (1962). *A study of published industry financial and operating ratios*. Philadelphia: Temple University. Bureau of Economic and Business Research.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (1989). The Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, 67(5), 61-74.
- John, K., Lang, L. H., & Netter, J. (1992). The Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline. *The Journal of Finance*, 47(3), 891-917.

- Kam, A., Citron, D., & Muradoglu, G. (2008). Distress and restructuring in China: Does ownership matter? *China Economic Review, 19*, 567-579.
- Kang, J. K., & Shivdasani, A. (1997). Corporate restructuring during performance declines in Japan. *Journal of Financial Economics, 46*(1), 29-65.
- Karels, G. V., & Prakash, A. J. (1987). Multivariate Normality and Forecasting of Business Bankruptcy. *Journal of Business Finance and Accounting, 14*(4), 573-593.
- Kim, S. Y., & Upneja, A. (2014). Predicting restaurant financial distress using decision tree and AdaBoosted decision tree models. *Economic Modelling, 36*, 354-362.
- Koch, A. S. (2002). Financial distress and the credibility of management earnings forecasts. *GSIA Working Paper No. 2000-10*.
- Koh, S., Durand, R. B., Dai, L., & Chang, M. (2015). Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring. *Journal of Corporate Finance, 33*, 19-33.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model Of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance, 28*(4), 911-922.
- Lang, L., Poulsen, A., & Stulz, R. (1995). Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion. *Journal of Financial Economics, 37*, 3-37.
- Lippitt, G., & Schmidt, W. (1967). Crises in a developing organization. *Harvard Business Review, 45*, 102-112.
- 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.

- López-Gutiérrez, C., Azofra, S. S., & Olmo, B. T. (2015). Investment decisions of companies in financial distress. *Business Research Quarterly*, 1-14.
- Lucas, R. E. (1978). On the Size Distribution of Business Firms. *The Bell Journal of Economics*, 9(2), 508-523.
- Lyden, F. J. (1975). Using Parson's functional analysis in the study of public organizations. *Administrative Science Quarterly*, 20(1), 59-70.
- Mata, J., & Portugal, P. (1994). Life Duration of New Firms. *The Journal of Industrial Economics*, 42(3), 227-245.
- Mensah, Y. M. (1983). The Differential Bankruptcy Predictive Ability of Specific Price Level Adjustments: Some Empirical Evidence. *The Accounting Review*, 58(2), 228-246.
- Merton, R. C. (1974). On the Pricing of Corporate Debt: The risk structure of Interest rates. *The Journal of Finance*, 29(2), 449-470.
- Merwin, C. L. (1942). *Financing small corporations in five manufacturing industries, 1926-1936*. New York: National Bureau of Economic Research.
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1983). Successful and unsuccessful phases of the corporate life. *Organization Studies*, 4(4), 339-356.
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1984). A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle. *Management Science*, 30(10), 1161-1183.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Morrow, J. L., Sirmon, J. D., & Hitt, M. A. (2007). Creating Value in the Face of Declining Performance: Firm Strategies and Organizational Recovery. *Strategic Management Journal*, 28, 271-283.

- Moulton, W. N., & Thomas, H. (1993). Bankruptcy as a Deliberate Strategy: Theoretical Considerations and Empirical Evidence. *Strategic Management Journal*, 14(2), 125-135.
- Mueller, D. (1972). A Life Cycle Theory of the Firm. *The Journal of Industrial Economics*, 20(3), 199-219.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Ohlson, J. A. (1980). Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 109-131.
- O'Neill, H. M. (1986). Turnaround and Recovery: What Strategy do You Need? *Long Range Planning*, 19(1), 80-88.
- Pashley, M. M., & Philippatos, G. C. (1990). Voluntary divestitures and corporate life-cycle: some empirical evidence. *Applied Economics*, 22(9), 1181-1196.
- Pastor, L., & Veronesi, P. (2003). Stock Valuation and Learning about Profitability. *The Journal of Finance*, 58, 1749-1989.
- Pearce II, J. A., & Robbins, K. (1993). Toward Improved 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.
- Pinches, G. E., Eubank, A. A., Mingo, K. A., & Caruthers, J. K. (1975). The Hierarchical classification of financial ratios. *Journal of Business Research*, 3(4), 295-310.
- Pindado, J., Rodrigues, L., & Torre, C. d. (2008). Estimating financial distress likelihood. *Journal of Business Research*, 61, 995-1003.

- 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.
- Rego, S. O. (2003). Tax-avoidance activities of u.s. multinational corporations. *Contemporary Accounting Research*, 20(4), 805-833.
- Richardson, G., Taylor, G., & Lanis, R. (2015). The impact of Financial distress on corporate tax avoidance spanning the global financial crisis: Evidence from Australia. *Economic Modelling*, 44, 44-53.
- Robbins, D. K., & Pearce II, J. A. (1992). Turnaround: Retrenchment and Recovery. *Strategic Management Journal*, 13, 287-309.
- Robbins, D. K., & Pearce II, J. A. (1993). Entrepreneurial retrenchment among small manufacturing firms. *Journal of Business Venturing*, 8, 301-318.
- Rosenfeld, C. M. (2014). The effect of banking relationships on the future financially distressed firms. *Journal of Corporate Finance*, 25, 403-418.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (1999). *Corporate Finance*. USA: Irwin/McGraw-Hill Press.
- Ross, S. A., Westerfield, R., & Jaffe, J. F. (2005). *Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Rostow, W. W. (1960). *The stages of economic growth: A Non-Communist Manifesto*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Schendel, D., Patton, G. R., & Riggs, J. (1976). Corporate turnaround strategies_ A study of profit decline and recovery. *Journal of General Management*, 3-11.

- 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.
- Slatter, S. (1984). *Corporate recovery: Successful turnaround strategies and their implementation*. UK: Harmondsworth: Penguin.
- Smith, R. F., & Winakor, A. H. (1935). Changes in the Financial Structure of unsuccessful industrial corporations. Bureau of Business Research, Bulletin No.51: Urbana: University of Illinois Press.
- Sommar, P. A., & Shahnazarian, H. (2008). Macroeconomic Impact on Expected Default Frequency. Retrieved from paper.ssrn.com.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1088626.
- Staudt, T. A., Taylor, D. A., & Bowersox, D. J. (1976). *A Managerial Introduction to Marketing*. Englewood Cliffs, N.J. : Prentice-Hall.
- Sudarsanam, S., & Lai, J. (2001). Corporate Financial Distress and Turnaround Strategies: An Empirical Analysis. *British Journal of Management*, 12, 183-199.
- Sun, J., & Li, H. (2011). Dynamic financial distress prediction using instance selection for the disposal of concept drift. *Expert Systems with Applications*, 38(3), 2566-2576.
- Taffler, R. J. (1983). The Assessment of Company Solvency and Performance Using a Statistical Model. *Accounting and Business Research*, 13(52), 295-308.
- Taffler, R. J. (1984). Empirical models for the monitoring of UK corporations. *Journal of Banking and Finance*, 8(2), 199-227.

- Tam, S., & Gray, D. E. (2016). What Can We Learn from the Organizational Life Cycle Theory? A Conceptualization for the Practice of Workplace Learning. *Journal of Management Research*, 8(2), 18-30.
- 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.
- Tinoco, M. H., & Wilson, N. (2013). Financial distress and bankruptcy prediction among listed companies using accounting, market and macroeconomic variables. *International Review of Financial Analysis*, 30, 394-419.
- Turetsky, H. F., & McEwen, R. A. (2001). An Empirical Investigation of Firm Longevity: A Model of the Ex Ante Predictors of Financial Distress. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 16(4), 323-343.
- Vapnik, V., & Lerner, A. (1963). Pattern recognition using generalized portrait method. *Automation and Remote Control*, 24, 774-780.
- Vassalou, M., & Xing, Y. (2004). Default risk in equity returns. *The Journal of Finance*, 59(2), 831-868.
- Whitaker, R. B. (1999). The Early Stages of Financial Distress. *Journal of Economics and Finance*, 23(2), 123-133.
- Wruck, K. H. (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of Financial Economics*, 27, 419-444.
- Zmijewski, M. E. (1984). Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models. *Journal of Accounting Research*, 22, 59-82.

PHỤ LỤC

PHỤ LỤC 1: Thuật toán của Haidar (2010) tính xác suất kiệt quỹ tài chính (Merton) được xây dựng theo thuật toán Newton Raphson trên Matlab.

%% Inputs	Dữ liệu đầu vào của KMV - Merton
% S:	Giá chứng khoán hàng ngày trong năm thứ i của 1 công ty, theo chuỗi thời gian với $t=1,2,3..$
% EQ:	Số lượng cổ phần lưu hành trong năm i
% F(D):	Giá trị sổ sách của nợ trong năm i (Nợ ngắn hạn + 0.5Nợ dài hạn)
% r:	Lãi suất phi rủi ro (lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 1 năm)
% TEND:	Thời gian dự báo (mặc định bằng 1)
% N:	Số quan sát giá chứng khoán của 1 công ty trong năm i
%% Accuracy	
% NR_Acc:	Độ chính xác của phương pháp Newton Raphson
% Sig_Acc	Độ chính xác của Sigma
%% Outputs	Dữ liệu đầu ra mô hình KMV – Merton của phần mềm Matlab
% Mu (μ):	tỷ suất sinh lợi kỳ vọng trên tổng giá trị thị trường tài sản tức thời
% ASG (V):	Tổng giá trị thị trường tài sản
% SG (σ_V):	Độ biến động giá trị thị trường tài sản
% DD (d2):	Khoảng cách đến điểm kiệt quỹ tài chính
% PD (MERTON):	Xác suất xảy ra FD của mô hình KMV – Merton
%% Code	Thuật toán Newton Raphson trên Matlab
<pre>function [Mu,ASG,SG,DD,PD,Debt]=KMV_MODEL(S,EQ,F,r,TEND,N) Sig_Acc=10^-7; lm=length(S); E=S*EQ; % Scale the values if E>1000 E=E/10000; F=F/10000; end LS=log(S(2:end)./S(1:end-1)); h=length(E); SGE=std(LS);</pre>	

```

% SG : Asset Volatility to be computed, here is given an initial value.
SG=SGE*(E(1)/(E(1)+F));
TV=TEND/N:TEND/N:TEND;
for jkk=1:N
%   i=1;
% TM is the Asset Volatility at the previous iteration
% TM is initialized at the first step

TM=100;
while abs(SG-TM)>Sig_Acc
    for j=1:lm
        % V(j) is the asset value at time step j
        V(j)=NRMethod(F,F,E(j),r,TV(jkk),SG);
    end
    % LR is the implied asset returns ( Log returns )
    LR=log(V(2:end)./V(1:end-1));
    R=mean(LR);
    TM=SG;
    SG=std(LR)*sqrt(h);
    % Mu is the expected return of the asset value
    Mu =h*R+0.5*SG^2;
%   i=i+1;
end
% SG % asset volatility
d1=-((log(V(lm)/F(1))+(Mu -(0.5*SG^2))*TV(jkk))/(SG*sqrt(TV(jkk))));
N1(jkk)=0.5*(1+erf(d1/sqrt(2)));
Debt=F(1)*10000;
ASG=V(lm)*10000; % Gia tri thi truong cua tai san
DD=-((log(V(lm)/F(1))+(Mu -(0.5*SG^2)))/(SG);
PD=0.5*(1+erf(DD/sqrt(2)));
end
return

function [S]=NRMethod(S,E,c,r,T,sig)

NR_Acc=10^-7;
Tem=0;
k=1;
while abs(S-Tem)>NR_Acc
    d1=(log(S/E)+(r+(0.5*sig^2))*T)/(sig*sqrt(T));
    d2=d1-(sig*sqrt(T));
    f=c-S*0.5*(1+erf(d1/sqrt(2)))+exp(-r*(T))*E*0.5*(1+erf(d2/sqrt(2)));
    df=-0.5*(1+erf(d1/sqrt(2))); % the derivative

```



```
Tem=S;  
S=Tem-f/df;  
k=k+1;  
end  
return
```

PHỤ LỤC 2: Kết quả kiểm định từ các chiến lược TCT (mô hình 3.6)

Kết quả kiểm định bảng 4.1 từ mô hình (3.6) ở chiến lược TCT nhân sự quản lý CEO (KQTC được tính theo mô hình KMV Merton: FD_KMV Merton)

```
. xtlogit ceo_merton birth growth mature fd_merton bfd_m gfd_m mfd_m tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstra
> p)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      4,300
Group variable: stt                    Number of groups   =       526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =              3
                                         avg =             8.2
                                         max =             11

Integration method: mvaghermite        Integration pts.   =       12

Log likelihood = -766.31667            Wald chi2(14)     =      307.05
                                         Prob > chi2       =      0.0000
```

ceo_merton	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.5133622	.4635035	-1.11	0.268	-1.421812	.395088
growth	.3245133	.2993764	1.08	0.278	-.2622538	.9112803
mature	.1317392	.2393331	0.55	0.582	-.3373451	.6008235
fd_merton	2.434892	.3477002	7.00	0.000	1.753412	3.116372
bfd_m	.649331	.5158289	1.26	0.208	-.3616751	1.660337
gfd_m	-.3797918	.524662	-0.72	0.469	-1.40811	.6485268
mfd_m	.1626641	.3512372	0.46	0.643	-.5257482	.8510765
tobinq	.0630639	.2052589	0.31	0.759	-.3392361	.465364
lnta	-.1091685	.0829874	-1.32	0.188	-.2718208	.0534838
institutional	-.2771163	.3390485	-0.82	0.414	-.9416392	.3874066
return	.1302649	1.426619	0.09	0.927	-2.665857	2.926387
volatility	1.571498	.9193871	1.71	0.087	-.2304678	3.373463
lev	.9773145	.3292118	2.97	0.003	.3320712	1.622558
cashflow	-1.202401	.5266205	-2.28	0.022	-2.234558	-.1702436
_cons	-1.536419	2.210195	-0.70	0.487	-5.868321	2.795483
/lnsig2u	.1391417	.2847088			-.4188773	.6971606
sigma_u	1.072048	.1526107			.8110394	1.417054
rho	.2588977	.054627			.1666268	.3790254

LR test of rho=0: chibar2(01) = 34.48

Prob >= chibar2 = 0.000

```
. xtlogit ceo_merton birth growth mature fd_merton bfd_m gfd_m mfd_m tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstra
> p)or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      4,300
Group variable: stt                    Number of groups =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =           3
                                         avg =          8.2
                                         max =          11

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =      12

Log likelihood = -766.31667            Wald chi2(14)   =      366.22
                                         Prob > chi2     =      0.0000
```

ceo_merton	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.59848	.2546632	-1.21	0.228	.2599257	1.378003
growth	1.383357	.5127398	0.88	0.381	.6690174	2.860429
mature	1.140811	.385827	0.39	0.697	.5879408	2.213572
fd_merton	11.41459	3.463127	8.03	0.000	6.298109	20.68761
bfd_m	1.91426	.9195512	1.35	0.176	.7466378	4.907856
gfd_m	.6840038	.3339078	-0.78	0.437	.2627425	1.780683
mfd_m	1.176641	.5421753	0.35	0.724	.4768982	2.903104
tobinq	1.065095	.2496598	0.27	0.788	.6727681	1.686208
lnta	.8965794	.0715604	-1.37	0.171	.7667436	1.048401
institutional	.7579664	.2869007	-0.73	0.464	.3609595	1.591627
return	1.13913	1.424658	0.10	0.917	.098178	13.21699
volatility	4.813853	4.358914	1.74	0.083	.8160844	28.39557
lev	2.65731	.9004116	2.88	0.004	1.367787	5.162572
cashflow	.300472	.1474882	-2.45	0.014	.114812	.7863585
_cons	.2151501	.4532728	-0.73	0.466	.003463	13.36693
/lnsig2u	.1391417	.39746			-.6398657	.918149
sigma_u	1.072048	.2130481			.7261978	1.582609
rho	.2588977	.0762605			.1381533	.4322447

```
LR test of rho=0: chibar2(01) = 34.48
```

```
Prob >= chibar2 = 0.000
```

**Kết quả kiểm định bảng 4.1 từ mô hình (3.6) ở chiến lược TCT nhân sự quản lý CEO
(KQTC được tính dựa theo số liệu tài chính thực tế công ty: FD_thucte)**

```
. xtlogit ceo_tte birth growth mature fd_tte bfd_t gfd_t mfd_t tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      4300
Group variable: stt                    Number of groups   =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group: min =      3
                                       avg =      8.2
                                       max =      11

Integration method: mvaghermite        Integration points =      12

Wald chi2(14)                          =      171.80
Log likelihood = -1004.3265              Prob > chi2        =      0.0000
```

ceo_tte	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.4564137	.269214	-1.70	0.090	-.9840634	.071236
growth	-.1447065	.2725591	-0.53	0.595	-.6789125	.3894995
mature	-.0121391	.2288208	-0.05	0.958	-.4606197	.4363415
fd_tte	.6816567	.3381785	2.02	0.044	.0188391	1.344474
bfd_t	-.3356739	.6349201	-0.53	0.597	-1.580094	.9087467
gfd_t	-.2357649	.4595879	-0.51	0.608	-1.136541	.6650109
mfd_t	-.4415399	.3767254	-1.17	0.241	-1.179908	.2968283
tobinq	-.609144	.6697289	-0.91	0.363	-1.921789	.7035007
lnta	-.3894372	.1122237	-3.47	0.001	-.6093916	-.1694827
institutional	-1.466095	.4191419	-3.50	0.000	-2.287598	-.6445921
return	-3.075902	1.352633	-2.27	0.023	-5.727013	-.42479
volatility	2.895221	.8979208	3.22	0.001	1.135329	4.655114
lev	3.000687	.4542699	6.61	0.000	2.110334	3.89104
cashflow	.0781882	.5781216	0.14	0.892	-1.054909	1.211286
_cons	6.867891	3.022614	2.27	0.023	.9436769	12.7921
/lnsig2u	1.232943	.1701599			.8994356	1.56645
sigma_u	1.85238	.1576004			1.56787	2.188519
rho	.5105223	.0425211			.4276582	.592812

```
Likelihood-ratio test of rho=0: chibar2(01) = 210.52 Prob >= chibar2 = 0.000
```

```
. xtlogit ceo_tte birth growth mature fd_tte bfd_t gfd_t mfd_t tobing lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap) or
```

```
Random-effects logistic regression          Number of obs      =      4300
Group variable: stt                        Number of groups   =       526

Random effects u_i ~ Gaussian              Obs per group: min =         3
                                           avg   =         8.2
                                           max   =         11

Integration method: mvaghermite            Integration points =         12

                                           Wald chi2(14)     =      149.64
Log likelihood = -1004.3265                Prob > chi2       =       0.0000
```

ceo_tte	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.6335517	.1734831	-1.67	0.096	.3704254	1.083586
growth	.8652762	.2503745	-0.50	0.617	.4907416	1.525656
mature	.9879343	.2236142	-0.05	0.957	.6339611	1.539549
fd_tte	1.977151	.60808	2.22	0.027	1.082055	3.612684
bfd_t	.7148562	.3966587	-0.60	0.545	.2409378	2.12096
gfd_t	.7899664	.4008956	-0.46	0.642	.292171	2.135896
mfd_t	.6430454	.2656394	-1.07	0.285	.2861632	1.445006
tobinq	.5438162	.421737	-0.79	0.432	.1189415	2.486399
lnta	.6774381	.0628597	-4.20	0.000	.564789	.8125553
institutional	.2308251	.1055509	-3.21	0.001	.0941995	.5656105
return	.046148	.0551616	-2.57	0.010	.004433	.4804092
volatility	18.0875	17.77709	2.95	0.003	2.635028	124.1572
lev	20.09934	8.942113	6.74	0.000	8.403996	48.07041
cashflow	1.081326	.6322356	0.13	0.894	.3437728	3.401276
_cons	960.9197	2479.374	2.66	0.008	6.115179	150995.8
/lnsig2u	1.232943	.122601			.9926492	1.473236
sigma_u	1.85238	.1135518			1.642673	2.088859
rho	.5105223	.0306367			.450612	.5701318

```
Likelihood-ratio test of rho=0: chibar2(01) = 210.52 Prob >= chibar2 = 0.000
```

**Kết quả kiểm định bảng 4.2 từ mô hình (3.6) ở chiến lược TCT từ thương vụ M&A
(KQTC được tính theo mô hình KMV Merton: FD_KMV Merton)**

```
. xtlogit ma birth growth mature fd_merton bfd_m gfd_m mfd_m tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      4,300
Group variable: stt                    Number of groups =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =           3
                                         avg =          8.2
                                         max =          11

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =      12

Wald chi2(14) =      212.89
Prob > chi2 =      0.0000

Log likelihood = -1227.1946
```

ma	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.0021018	.2113108	-0.01	0.992	-.4162633	.4120597
growth	.064777	.1833148	0.35	0.724	-.2945135	.4240675
mature	.0774635	.1539202	0.50	0.615	-.2242146	.3791416
fd_merton	.0864656	.2725127	0.32	0.751	-.4476493	.6205806
bfd_m	-.8070202	.6686186	-1.21	0.227	-2.117489	.5034482
gfd_m	-.7739151	.5154607	-1.50	0.133	-1.7842	.2363694
mfd_m	-.883392	.504301	-1.75	0.080	-1.871804	.1050198
tobinq	-.1091659	.1252989	-0.87	0.384	-.3547473	.1364156
lnta	.4331974	.0513581	8.43	0.000	.3325374	.5338574
institutional	-.0191983	.2249641	-0.09	0.932	-.4601199	.4217233
return	8.256849	1.448895	5.70	0.000	5.417066	11.09663
volatility	-1.242566	.867312	-1.43	0.152	-2.942466	.4573341
lev	-1.167346	.3211199	-3.64	0.000	-1.79673	-.5379629
cashflow	-.4188912	.4536346	-0.92	0.356	-1.307999	.4702163
_cons	-13.95421	1.436082	-9.72	0.000	-16.76888	-11.13954
/lnsig2u	.1876297	.134545			-.0760736	.451333
sigma_u	1.098356	.0738892			.9626775	1.253158
rho	.2683092	.0264138			.2197848	.3231103

```
LR test of rho=0: chibar2(01) = 95.30
```

```
Prob >= chibar2 = 0.000
```

```
. xtlogit ma birth growth mature fd_merton bfd_m gfd_m mfd_m tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      4,300
Group variable: stt                    Number of groups   =       526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =              3
                                         avg =             8.2
                                         max =             11

Integration method: mvaghermite        Integration pts.   =       12

Log likelihood = -1227.1946            Wald chi2(14)     =      149.17
                                         Prob > chi2      =      0.0000
```

ma	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.9979004	.2002411	-0.01	0.992	.6734154	1.478739
growth	1.066921	.1885581	0.37	0.714	.7545682	1.508572
mature	1.080543	.1933786	0.43	0.665	.7608645	1.534534
fd_merton	1.090314	.3942736	0.24	0.811	.536716	2.214923
bfd_m	.4461856	.3393806	-1.06	0.289	.1004776	1.981354
gfd_m	.4612039	.2904383	-1.23	0.219	.1342325	1.584631
mfd_m	.4133784	.2210125	-1.65	0.098	.1449617	1.178805
tobinq	.8965817	.0958468	-1.02	0.307	.7271003	1.105568
lnta	1.542181	.0986493	6.77	0.000	1.360461	1.748173
institutional	.9809848	.2665358	-0.07	0.944	.5759555	1.670843
return	3853.932	4189.969	7.59	0.000	457.5972	32458.22
volatility	.2886426	.2521641	-1.42	0.155	.0520875	1.599513
lev	.3111917	.1004304	-3.62	0.000	.1653183	.5857805
cashflow	.6577758	.2625891	-1.05	0.294	.3007958	1.438414
_cons	8.70e-07	1.50e-06	-8.08	0.000	2.95e-08	.0000257
/lnsig2u	.1876297	.1794885			-.1641613	.5394207
sigma_u	1.098356	.0985712			.9211977	1.309585
rho	.2683092	.0352371			.2050527	.3426681

```
LR test of rho=0: chibar2(01) = 95.30
```

```
Prob >= chibar2 = 0.000
```

**Kết quả kiểm định bảng 4.2 từ mô hình (3.6) ở chiến lược TCT từ thương vụ M&A
(KQTC được tính dựa theo số liệu tài chính thực tế công ty: FD_thucte)**

. xtlogit ma birth growth mature fd_tte bfd_t gfd_t mfd_t tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)

```

Random-effects logistic regression          Number of obs    =    4,300
Group variable: stt                       Number of groups =    526

Random effects u_i ~ Gaussian              Obs per group:
                                           min =           3
                                           avg =           8.2
                                           max =           11

Integration method: mvaghermite           Integration pts. =    12

                                           Wald chi2(14)    =    155.88
Log likelihood = -1228.9531                Prob > chi2      =    0.0000

```

ma	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.0911014	.1903485	-0.48	0.632	-.4641777	.2819749
growth	.0673347	.1744676	0.39	0.700	-.2746155	.4092849
mature	.0889135	.1647972	0.54	0.590	-.2340831	.4119102
fd_tte	-.0664955	.2907697	-0.23	0.819	-.6363937	.5034027
bfd_t	.1068556	.3440517	0.31	0.756	-.5674733	.7811845
gfd_t	-.276405	.4675991	-0.59	0.554	-1.192882	.6400723
mfd_t	-.336151	.4353753	-0.77	0.440	-1.189471	.5171688
tobinq	-.0986558	.1689754	-0.58	0.559	-.4298415	.23253
lnta	.4368605	.063459	6.88	0.000	.3124832	.5612377
institutional	-.0174873	.2176283	-0.08	0.936	-.4440309	.4090563
return	8.46694	1.269839	6.67	0.000	5.9781	10.95578
volatility	-1.513993	.8009682	-1.89	0.059	-3.083862	.0558758
lev	-1.240366	.3566999	-3.48	0.001	-1.939485	-.5412475
cashflow	-.4123148	.4687123	-0.88	0.379	-1.330974	.5063444
_cons	-14.00461	1.725354	-8.12	0.000	-17.38624	-10.62298
/lnsig2u	.2106928	.1794472			-.1410172	.5624028
sigma_u	1.111095	.0996915			.9319197	1.32472
rho	.2728611	.0356037			.2088511	.3478633

LR test of rho=0: chibar2(01) = 97.50

Prob >= chibar2 = 0.000


```
. xtlogit ma birth growth mature fd_tte bfd_t gfd_t mfd_t tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap) or
```

```

Random-effects logistic regression      Number of obs   =    4,300
Group variable: stt                    Number of groups =     526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =          3
                                         avg =         8.2
                                         max =         11

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =     12

Wald chi2(14) =    174.18
Prob > chi2    =     0.0000

Log likelihood = -1228.9531
```

ma	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.9129251	.1979637	-0.42	0.674	.5968372	1.396415
growth	1.069653	.2118382	0.34	0.734	.725551	1.576951
mature	1.092986	.2186334	0.44	0.657	.7384926	1.617645
fd_tte	.9356671	.2940573	-0.21	0.832	.50537	1.73234
bfd_t	1.112774	.4991249	0.24	0.812	.4619636	2.680438
gfd_t	.7585057	.3379567	-0.62	0.535	.3167386	1.816422
mfd_t	.7145152	.3545173	-0.68	0.498	.2701937	1.889504
tobinq	.9060545	.1232958	-0.72	0.468	.6939416	1.183003
lnta	1.54784	.0877478	7.71	0.000	1.385068	1.729741
institutional	.9826647	.2238786	-0.08	0.939	.6287497	1.535794
return	4754.942	5691.505	7.07	0.000	455.2874	49659.78
volatility	.2200296	.207817	-1.60	0.109	.0345561	1.400998
lev	.2892782	.0986372	-3.64	0.000	.1482776	.5643596
cashflow	.6621158	.2394237	-1.14	0.254	.3259388	1.34503
_cons	8.28e-07	1.26e-06	-9.18	0.000	4.16e-08	.0000165
/lnsig2u	.2106928	.1709136			-.1242918	.5456773
sigma_u	1.111095	.0949507			.9397458	1.313688
rho	.2728611	.0339106			.2116281	.3440788

```
LR test of rho=0: chibar2(01) = 97.50
```

```
Prob >= chibar2 = 0.000
```

**Kết quả kiểm định bảng 4.3 từ mô hình (3.6) ở phương án cắt giảm đầu tư INV
(KQTC được tính theo mô hình KMV Merton: FD_KMV Merton)**

```
. xtlogit inv_merton birth growth mature fd_merton bfd_m gfd_m mfd_m tobing lnta institutional return volatility lev cashflow,re vce(bootstra
> p)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      4,300
Group variable: stt                    Number of groups =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =           3
                                         avg =          8.2
                                         max =          11

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =      12

Wald chi2(14) =      134.36
Log likelihood = -885.82921             Prob > chi2     =      0.0000
```

inv_merton	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.3942569	.3272599	-1.20	0.228	-1.035674	.2471606
growth	-.0971857	.2876178	-0.34	0.735	-.6609063	.4665349
mature	.0383991	.2227367	0.17	0.863	-.3981567	.474955
fd_merton	.5423536	.3007602	1.80	0.071	-.0471255	1.131833
bfd_m	-1.080588	.8257213	-1.31	0.191	-2.698972	.5377962
gfd_m	-.3638278	.7089741	-0.51	0.608	-1.753392	1.025736
mfd_m	-.2595508	.419933	-0.62	0.537	-1.082604	.5635028
tobing	-.2748968	.6592432	-0.42	0.677	-1.56699	1.017196
lnta	-.4195613	.0961188	-4.37	0.000	-.6079507	-.2311718
institutional	-1.413974	.4830113	-2.93	0.003	-2.360659	-.4672894
return	-2.275086	1.617727	-1.41	0.160	-5.445773	.8956018
volatility	2.761516	.909064	3.04	0.002	.9797836	4.543249
lev	2.526216	.3688144	6.85	0.000	1.803353	3.249079
cashflow	-.3241903	.7400018	-0.44	0.661	-1.774567	1.126187
_cons	7.320967	2.735772	2.68	0.007	1.958953	12.68298
/lnsig2u	1.109771	.1899993			.7373791	1.482163
sigma_u	1.741741	.1654648			1.445839	2.098203
rho	.479742	.0474219			.3885364	.5723181

LR test of rho=0: chibar2(01) = 155.96

Prob >= chibar2 = 0.000

. xtlogit inv_merton birth growth mature fd_merton bfd_m gfd_m mfd_m tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap > p) or

```

Random-effects logistic regression      Number of obs   =      4,300
Group variable: stt                   Number of groups =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =           3
                                         avg =           8.2
                                         max =           11

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =      12

Wald chi2(14) = 160.60
Log likelihood = -885.82921             Prob > chi2     = 0.0000
    
```

inv_merton	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.6741808	.279062	-0.95	0.341	.2995303	1.517442
growth	.9073875	.2901689	-0.30	0.761	.4848321	1.698221
mature	1.039146	.2447541	0.16	0.870	.6549221	1.648783
fd_merton	1.72005	.5017955	1.86	0.063	.9709963	3.046946
bfd_m	.339396	.2406542	-1.52	0.128	.0845568	1.362275
gfd_m	.6950109	.4007653	-0.63	0.528	.2244718	2.151897
mfd_m	.771398	.3002699	-0.67	0.505	.3597036	1.654292
tobinq	.7596505	.407107	-0.51	0.608	.2657318	2.171622
lnta	.6573351	.0585997	-4.71	0.000	.5519559	.7828333
institutional	.243175	.130681	-2.63	0.009	.0848179	.6971886
return	.1027881	.1433038	-1.63	0.103	.0066869	1.580011
volatility	15.82382	15.97548	2.74	0.006	2.187519	114.4645
lev	12.50609	4.858956	6.50	0.000	5.839918	26.7816
cashflow	.7231126	.4976195	-0.47	0.638	.1876897	2.785938
_cons	1511.665	3656.589	3.03	0.002	13.19691	173156.6
/lnsig2u	1.109771	.1606934			.7948176	1.424724
sigma_u	1.741741	.1399432			1.487964	2.038801
rho	.479742	.0401074			.4022666	.5582041

LR test of rho=0: chibar2(01) = 155.96 Prob >= chibar2 = 0.000

**Kết quả kiểm định bảng 4.3 từ mô hình (3.6) ở phương án cắt giảm đầu tư INV
(KQTC được tính dựa theo số liệu tài chính thực tế công ty: FD_thucte)**

```
. xtlogit inv_tte birth growth mature kqtc_fd_tte bfd_t gfd_t mfd_t tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap
> )
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      4,300
Group variable: stt                    Number of groups =       526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =           3
                                         avg =          8.2
                                         max =          11

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =       12

Wald chi2(14) =          55.84
Log likelihood = -411.73806            Prob > chi2     =          0.0000
```

inv_tte	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	1.149136	.4008629	2.87	0.004	.3634591	1.934813
growth	.7526308	.4203398	1.79	0.073	-.0712201	1.576482
mature	.5938323	.3840006	1.55	0.122	-.1587951	1.34646
fd_tte	1.410745	.461089	3.06	0.002	.5070273	2.314463
bfd_t	-1.521665	.8111796	-1.88	0.061	-3.111547	.068218
gfd_t	-1.91943	.8095115	-2.37	0.018	-3.506043	-.3328164
mfd_t	-1.295101	.7834167	-1.65	0.098	-2.83057	.2403672
tobinq	-.6595918	.4254105	-1.55	0.121	-1.493381	.1741973
lnta	.1884864	.1066721	1.77	0.077	-.0205871	.39756
institutional	-.9333316	.368972	-2.53	0.011	-1.656504	-.2101598
return	-6.69398	2.190499	-3.06	0.002	-10.98728	-2.40068
volatility	2.974774	1.147247	2.59	0.010	.7262118	5.223336
lev	1.333543	.4360308	3.06	0.002	.478938	2.188147
cashflow	.9483072	.5607997	1.69	0.091	-.1508399	2.047454
_cons	-10.02762	2.724991	-3.68	0.000	-15.36851	-4.686737
/lnsig2u	.025006	1.611531			-3.133537	3.183548
sigma_u	1.012581	.8159032			.2087186	4.912457
rho	.2376075	.2919291			.0130687	.8800286

LR test of rho=0: chibar2(01) = 9.70

Prob >= chibar2 = 0.001

```
. xtlogit inv_tte birth growth mature kqtc_fd_tte bfd_t gfd_t mfd_t tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow,re vce(bootstrap
>) or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      4,300
Group variable: stt                    Number of groups =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =           3
                                         avg =           8.2
                                         max =           11

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =      12

Wald chi2(14) =      72.06
Prob > chi2 =      0.0000

Log likelihood = -411.73806
```

inv_tte	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	3.155465	1.434997	2.53	0.012	1.294095	7.694147
growth	2.122577	.9395398	1.70	0.089	.8914287	5.054058
mature	1.810915	.9022175	1.19	0.233	.6820564	4.808127
fd_tte	4.099008	2.400854	2.41	0.016	1.300519	12.91936
bfd_t	.2183481	.170027	-1.95	0.051	.0474593	1.004564
gfd_t	.1466906	.1128033	-2.50	0.013	.0324967	.6621646
mfd_t	.2738701	.2097903	-1.69	0.091	.0610248	1.229088
tobinq	.5170623	.2614574	-1.30	0.192	.1919221	1.393031
lnta	1.207421	.1218851	1.87	0.062	.9906783	1.471582
institutional	.3932414	.1908671	-1.92	0.054	.1518842	1.018136
return	.0012383	.0024211	-3.42	0.001	.0000268	.0571523
volatility	19.5852	21.22219	2.75	0.006	2.341963	163.7856
lev	3.794462	1.806445	2.80	0.005	1.492503	9.646843
cashflow	2.581336	1.345553	1.82	0.069	.9292776	7.170406
_cons	.0000442	.0001163	-3.81	0.000	2.53e-07	.0076992
/lnsig2u	.025006	2.233462			-4.3525	4.402511
sigma_u	1.012581	1.130781			.1134663	9.036354
rho	.2376075	.404592			.0038982	.9612709

```
LR test of rho=0: chibar2(01) = 9.70      Prob >= chibar2 = 0.001
```

**Kết quả kiểm định bảng 4.4 từ mô hình (3.6) ở phương án cắt giảm GVHB (COG)
(KQTC được tính theo mô hình KMV Merton: FD_KMV Merton)**

```
. xtlogit cog_merton birth growth mature fd_merton bfd_m gfd_m mfd_m tobing lnta institutional return volatility lev cashflow,re vce(bootstra
> p)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      4,300
Group variable: stt                    Number of groups   =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =              3
                                         avg =             8.2
                                         max =             11

Integration method: mvaghermite        Integration pts.   =      12

                                         Wald chi2(14)     =      96.78
Log likelihood = -522.52357             Prob > chi2       =      0.0000
```

cog_merton	Observed	Bootstrap	z	P> z	Normal-based	
	Coef.	Std. Err.			[95% Conf. Interval]	
birth	-.5521673	.4059806	-1.36	0.174	-1.347875	.24354
growth	-.1989877	.3670528	-0.54	0.588	-.918398	.5204226
mature	-.4917792	.3235061	-1.52	0.128	-1.12584	.1422811
fd_merton	-.4724035	.3753689	-1.26	0.208	-1.208113	.2633061
bfd_merton	.3644873	.9155787	0.40	0.691	-1.430014	2.158989
gfd_merton	.3363287	.8105609	0.41	0.678	-1.252342	1.924999
mfd_merton	.1061881	.4927959	0.22	0.829	-.8596741	1.07205
tobinq	-.0179074	.4204568	-0.04	0.966	-.8419875	.8061727
lnta	-.3518926	.1180314	-2.98	0.003	-.5832298	-.1205554
institutional	-1.509557	.5983194	-2.52	0.012	-2.682241	-.3368722
return	-3.61073	1.728824	-2.09	0.037	-6.999162	-.2222973
volatility	3.610291	.968456	3.73	0.000	1.712152	5.50843
lev	2.561442	.497955	5.14	0.000	1.585468	3.537416
cashflow	.8115301	.782093	1.04	0.299	-.721344	2.344404
_cons	4.589583	3.180399	1.44	0.149	-1.643885	10.82305
/lnsig2u	.8544878	.2782904			.3090486	1.399927
sigma_u	1.533027	.2133133			1.167103	2.013679
rho	.416694	.0676413			.2928051	.5520803

```
. xtlogit cog_merton birth growth mature fd_merton bfd_m gfd_m mfd_m tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap) or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      4,300
Group variable: stt                    Number of groups   =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =              3
                                         avg =              8.2
                                         max =              11

Integration method: mvaghermite        Integration pts.   =      12

Log likelihood = -522.52357             Wald chi2(14)     =      104.95
                                         Prob > chi2       =      0.0000
```

cog_merton	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.5757007	.2870357	-1.11	0.268	.2166709	1.529653
growth	.81956	.2245098	-0.73	0.468	.4790745	1.402034
mature	.6115374	.2102778	-1.43	0.153	.3116997	1.199802
fd_merton	.6235019	.2691066	-1.09	0.274	.2675807	1.45285
bfd_merton	1.439776	1.53698	0.34	0.733	.1776747	11.66713
gfd_merton	1.399799	.8986863	0.52	0.600	.3977269	4.92659
mfd_merton	1.112031	.6080081	0.19	0.846	.380819	3.247246
tobinq	.982252	.481904	-0.04	0.971	.3755033	2.569402
lnta	.7033557	.0681323	-3.63	0.000	.5817297	.8504108
institutional	.2210079	.1282413	-2.60	0.009	.0708749	.6891647
return	.0270321	.0588975	-1.66	0.097	.0003778	1.934089
volatility	36.97682	33.59942	3.97	0.000	6.229818	219.4744
lev	12.95448	4.737847	7.00	0.000	6.325715	26.52957
cashflow	2.25135	1.390732	1.31	0.189	.6708545	7.555406
_cons	98.45341	247.87	1.82	0.068	.7082946	13685.09
/lnsig2u	.8544878	.2454881			.3733399	1.335636
sigma_u	1.533027	.1881699			1.205229	1.949977
rho	.416694	.0596684			.306293	.5361339

**Kết quả kiểm định bảng 4.4 từ mô hình (3.6) ở phương án cắt giảm GVHB (COG)
(KQTC được tính dựa theo số liệu tài chính thực tế công ty: FD_thucte)**

```
. xtlogit cog_tte birth growth mature fd_tte bfd_t gfd_t mfd_t tobiq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)
(running xtlogit on estimation sample)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      4300
Group variable: stt                    Number of groups   =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group: min =      3
                                       avg =      8.2
                                       max =      11

Integration method: mvaghermite       Integration points =      12

Wald chi2(14)                          =      66.65
Log likelihood = -893.14361             Prob > chi2        =      0.0000
```

cog_tte	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.5012775	.2623667	-1.91	0.056	-1.015507	.0129517
growth	-.4706814	.2397064	-1.96	0.050	-.9404972	-.0008656
mature	-.1105142	.2188283	-0.51	0.614	-.5394097	.3183814
fd_tte	.2944057	.2562974	1.15	0.251	-.207928	.7967394
bfd_t	-.0098426	.5948045	-0.02	0.987	-1.175638	1.155953
gfd_t	.1725287	.460444	0.37	0.708	-.7299249	1.074982
mfd_t	-.083815	.4592715	-0.18	0.855	-.9839706	.8163406
tobiq	-.255365	.5013045	-0.51	0.610	-1.237904	.7271738
lnta	-.4108929	.1061772	-3.87	0.000	-.6189964	-.2027894
institutional	-1.377936	.4299005	-3.21	0.001	-2.220526	-.5353465
return	-4.233351	1.080249	-3.92	0.000	-6.3506	-2.116102
volatility	2.711787	.873052	3.11	0.002	1.000637	4.422938
lev	2.372831	.4610296	5.15	0.000	1.46923	3.276432
cashflow	.441876	.6136292	0.72	0.471	-.760815	1.644567
_cons	7.275512	2.762122	2.63	0.008	1.861852	12.68917
/lnsig2u	.9505205	.2208049			.5177509	1.38329
sigma_u	1.608433	.1775749			1.295472	1.996998
rho	.4402058	.0544118			.3378038	.5479627

```
Likelihood-ratio test of rho=0: chibar2(01) = 132.69 Prob >= chibar2 = 0.000
```



```
. xtlogit cog_tte birth growth mature fd_tte bfd_t gfd_t mfd_t tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap) or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      4300
Group variable: stt                    Number of groups   =       526
```

```
Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group: min =        3
                                         avg =       8.2
                                         max =       11
```

```
Integration method: mvaghermite        Integration points =       12
```

```
Log likelihood = -893.14361            Wald chi2(14)      =      82.09
                                         Prob > chi2        =      0.0000
```

cog_tte	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.6057563	.1660125	-1.83	0.067	.354013	1.036518
growth	.6245765	.1608375	-1.83	0.068	.3770414	1.034624
mature	.8953736	.2060877	-0.48	0.631	.5702742	1.405804
fd_tte	1.342328	.4705799	0.84	0.401	.6752322	2.668483
bfd_t	.9902057	.534485	-0.02	0.985	.3437724	2.852199
gfd_t	1.188306	.589374	0.35	0.728	.4495218	3.141274
mfd_t	.9196014	.4421055	-0.17	0.862	.3584081	2.359508
tobinq	.7746337	.3700926	-0.53	0.593	.3036844	1.975924
lnta	.663058	.0698761	-3.90	0.000	.5393217	.8151829
institutional	.2520983	.109703	-3.17	0.002	.1074389	.5915321
return	.0145037	.0206824	-2.97	0.003	.0008865	.2373004
volatility	15.05616	12.73376	3.21	0.001	2.869522	78.9985
lev	10.72772	5.363121	4.75	0.000	4.026849	28.57917
cashflow	1.555623	.7787526	0.88	0.377	.5831611	4.149732
_cons	1444.49	4076.636	2.58	0.010	5.720785	364731.6
/lnsig2u	.9505205	.2158632			.5274363	1.373605
sigma_u	1.608433	.1736007			1.301761	1.98735
rho	.4402058	.053194			.3399738	.5455626

```
Likelihood-ratio test of rho=0: chibar2(01) = 132.69 Prob >= chibar2 = 0.000
```

**Kết quả kiểm định bảng 4.5 từ mô hình (3.6) ở phương án cắt giảm lao động (EMP)
(KQTC được tính theo mô hình KMV Merton: FD_KMV Merton)**

```
. xtlogit emp_m1 birth growth mature fd_merton bfd_m gfd_m mfd_m tobing lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      4,300
Group variable: stt                    Number of groups =       526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =           3
                                         avg =           8.2
                                         max =           11

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =       12

Log likelihood = -788.09069             Wald chi2(14)   =      109.47
                                         Prob > chi2     =       0.0000
```

emp_m1	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.746475	.317748	-2.35	0.019	-1.36925	-.1237004
growth	.0150893	.2433229	0.06	0.951	-.4618148	.4919934
mature	-.108857	.2850333	-0.38	0.703	-.6675119	.449798
fd_merton	.4709871	.2576501	1.83	0.068	-.0339978	.9759719
bfd_m	-.5913213	.7901844	-0.75	0.454	-2.140054	.9574116
gfd_m	-.4657169	.6270825	-0.74	0.458	-1.694776	.7633423
mfd_m	-.3426856	.4474452	-0.77	0.444	-1.219662	.5342909
tobing	-.3698351	.5962558	-0.62	0.535	-1.538475	.7988048
lnta	-.40521	.0950739	-4.26	0.000	-.5915514	-.2188687
institutional	-1.284181	.5435378	-2.36	0.018	-2.349495	-.2188661
return	-1.338327	1.221637	-1.10	0.273	-3.732691	1.056037
volatility	1.448609	1.107345	1.31	0.191	-.7217473	3.618966
lev	2.336503	.4792232	4.88	0.000	1.397243	3.275763
cashflow	-.2321493	.8196765	-0.28	0.777	-1.838686	1.374387
_cons	7.04764	2.521937	2.79	0.005	2.104734	11.99055
/lnsig2u	1.118718	.1781406			.7695686	1.467867
sigma_u	1.74955	.1558329			1.469297	2.083259
rho	.4819754	.0444773			.3962108	.5688153

LR test of rho=0: chibar2(01) = 124.21

Prob >= chibar2 = 0.000

```
. xtlogit emp_m1 birth growth mature fd_merton bfd_m gfd_m mfd_m tobing lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)01
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      4,300
Group variable: stt                    Number of groups =       526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =           3
                                         avg =           8.2
                                         max =          11

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =       12

Wald chi2(14) =      121.15
Log likelihood = -788.09069             Prob > chi2     =       0.0000
```

emp_m1	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.4740346	.1611264	-2.20	0.028	.243491	.9228628
growth	1.015204	.315726	0.05	0.961	.5518633	1.867561
mature	.8968587	.2414169	-0.40	0.686	.5291724	1.520026
fd_merton	1.601574	.4060629	1.86	0.063	.9743917	2.632453
bfd_m	.5535953	.4306637	-0.76	0.447	.1205061	2.543172
gfd_m	.627685	.4063165	-0.72	0.472	.176497	2.232267
mfd_m	.7098614	.3070926	-0.79	0.428	.3040436	1.657339
tobinq	.6908483	.4899815	-0.52	0.602	.1720566	2.773921
lnta	.6668367	.0671484	-4.02	0.000	.5474017	.8123308
institutional	.2768773	.1367823	-2.60	0.009	.1051426	.7291152
return	.262284	.3749267	-0.94	0.349	.0159223	4.320535
volatility	4.25719	4.529146	1.36	0.173	.5291094	34.25316
lev	10.345	4.477282	5.40	0.000	4.429278	24.16171
cashflow	.7928277	.5456497	-0.34	0.736	.2057569	3.054944
_cons	1150.141	3166.604	2.56	0.010	5.214314	253691.1
/lnsig2u	1.118718	.1617242			.8017442	1.435691
sigma_u	1.74955	.1414723			1.493126	2.050012
rho	.4819754	.0403785			.4039332	.560907

LR test of rho=0: chibar2(01) = 124.21

Prob >= chibar2 = 0.000

**Kết quả kiểm định bảng 4.5 từ mô hình (3.6) ở phương án cắt giảm lao động (EMP)
(KQTC được tính dựa theo số liệu tài chính thực tế công ty: FD_thucte)**

```
. xtlogit emp_tte birth growth mature fd_tte bfd_t gfd_t mfd_t tobing lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =    4,300
Group variable: stt                    Number of groups =     526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =          3
                                         avg =         8.2
                                         max =         11

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =     12

Wald chi2(14) = 210.09
Prob > chi2 = 0.0000

Log likelihood = -941.3467
```

emp_tte	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.7072783	.3177014	-2.23	0.026	-1.329962	-.084595
growth	-.3066652	.330129	-0.93	0.353	-.9537063	.3403758
mature	-.0436786	.2385669	-0.18	0.855	-.511261	.4239039
fd_tte	.7604012	.3030951	2.51	0.012	.1663458	1.354457
bfd_t	-.1735716	.6572167	-0.26	0.792	-1.461693	1.114549
gfd_t	-.2377573	.6053144	-0.39	0.694	-1.424152	.9486372
mfd_t	-.6509647	.3738246	-1.74	0.082	-1.383647	.081718
tobinq	-.4777853	.5615769	-0.85	0.395	-1.578456	.6228852
lnta	-.5459244	.0914983	-5.97	0.000	-.7252578	-.3665909
institutional	-1.816985	.5193399	-3.50	0.000	-2.834873	-.7990978
return	-3.191301	1.268764	-2.52	0.012	-5.678033	-.7045689
volatility	2.386755	.8903039	2.68	0.007	.6417916	4.131719
lev	3.108074	.4202131	7.40	0.000	2.284471	3.931676
cashflow	-.0873563	.6547149	-0.13	0.894	-1.370574	1.195861
_cons	10.94499	2.466404	4.44	0.000	6.110926	15.77905
/lnsig2u	1.372211	.2014734			.9773308	1.767092
sigma_u	1.985966	.2000597			1.630139	2.419464
rho	.5452171	.0499564			.4468227	.6402028

LR test of rho=0: chibar2(01) = 231.66

Prob >= chibar2 = 0.000

. xtlogit emp_tte birth growth mature fd_tte bfd_t gfd_t mfd_t tobing lnta institutional return volatility lev cashflow,re vce(bootstrap)or

```

Random-effects logistic regression           Number of obs   =    4,300
Group variable: stt                       Number of groups =     526

Random effects u_i ~ Gaussian              Obs per group:
                                           min =          3
                                           avg =         8.2
                                           max =         11

Integration method: mvaghermite           Integration pts. =     12

Log likelihood = -941.3467                 Wald chi2(14)   =    176.35
                                           Prob > chi2     =     0.0000
    
```

emp_tte	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.4929841	.1350446	-2.58	0.010	.288178	.8433447
growth	.7358969	.2094897	-1.08	0.281	.4212144	1.285674
mature	.9572616	.2062786	-0.20	0.839	.6274899	1.460342
fd_tte	2.139134	.6430291	2.53	0.011	1.186765	3.855772
bfd_t	.8406569	.484106	-0.30	0.763	.2719196	2.598945
gfd_t	.788394	.3977044	-0.47	0.637	.2933295	2.119
mfd_t	.5215424	.1959527	-1.73	0.083	.2497343	1.089184
tobinq	.6201553	.3367235	-0.88	0.379	.2139571	1.797522
lnta	.579306	.0542831	-5.83	0.000	.4821113	.6960954
institutional	.162515	.0665162	-4.44	0.000	.0728623	.36248
return	.0411183	.043241	-3.03	0.002	.0052347	.322982
volatility	10.87814	10.46515	2.48	0.013	1.650702	71.68701
lev	22.3779	10.05609	6.92	0.000	9.274909	53.99194
cashflow	.9163505	.5808114	-0.14	0.890	.2645719	3.1738
_cons	56669.3	148208.6	4.18	0.000	336.6514	9539275
/lnsig2u	1.372211	.1247049			1.127794	1.616628
sigma_u	1.985966	.1238299			1.757508	2.244122
rho	.5452171	.0309213			.4842419	.6048658

LR test of rho=0: chibar2(01) = 231.66 Prob >= chibar2 = 0.000

**Kết quả kiểm định bảng 4.6 từ mô hình (3.6) ở chiến lược TCT tài sản (ASSET)
(KQTC được tính theo mô hình KMV Merton: FD_KMV Merton)**

```
. xtlogit asset_merton birth growth mature fd_merton bfd_m gfd_m mfd_m tobing lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootst
> rap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      4,300
Group variable: stt                    Number of groups =       526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =           3
                                         avg =          8.2
                                         max =          11

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =       12

Log likelihood = -975.51748            Wald chi2(14)   =      153.51
                                         Prob > chi2     =       0.0000
```

asset_merton	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.7912175	.3694428	-2.14	0.032	-1.515312	-.067123
growth	-.5038447	.2865575	-1.76	0.079	-1.065487	.0577977
mature	-.2906893	.2147806	-1.35	0.176	-.7116515	.1302729
fd_merton	.4235684	.2528737	1.68	0.094	-.0720549	.9191917
bfd_m	-.4660151	.5219362	-0.89	0.372	-1.488991	.5569611
gfd_m	.0655057	.5738799	0.11	0.909	-1.059278	1.19029
mfd_m	-.1157932	.364344	-0.32	0.751	-.8298943	.5983079
tobing	-.4014729	.5700873	-0.70	0.481	-1.518824	.7158778
lnta	-.4272783	.1135616	-3.76	0.000	-.6498549	-.2047016
institutional	-1.588333	.4648916	-3.42	0.001	-2.499504	-.6771623
return	-1.939255	1.266289	-1.53	0.126	-4.421136	.5426256
volatility	2.426505	.8733073	2.78	0.005	.7148541	4.138156
lev	3.064163	.4269537	7.18	0.000	2.227349	3.900977
cashflow	-.0272883	.6584296	-0.04	0.967	-1.317787	1.26321
_cons	7.940875	3.114732	2.55	0.011	1.836112	14.04564
/lnsig2u	1.309539	.1536466			1.008397	1.610681
sigma_u	1.924699	.1478618			1.655658	2.237458
rho	.5296382	.0382767			.4545136	.6034434

LR test of rho=0: chibar2(01) = 225.52

Prob >= chibar2 = 0.000

```
. xtlogit asset_merton birth growth mature fd_merton bfd_m gfd_m mfd_m tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootst
> rap)or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      4,300
Group variable: stt                    Number of groups =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =           3
                                         avg =           8.2
                                         max =           11

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =      12

Wald chi2(14)                          =     130.04
Prob > chi2                             =     0.0000

Log likelihood = -975.51748
```

asset_merton	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.4532926	.1406724	-2.55	0.011	.2467296	.832791
growth	.6042032	.1805072	-1.69	0.092	.336422	1.08513
mature	.747748	.1544113	-1.41	0.159	.4988621	1.120805
fd_merton	1.527402	.3529926	1.83	0.067	.9710357	2.402546
bfd_m	.6274978	.341327	-0.86	0.392	.2160736	1.822312
gfd_m	1.067699	.6543985	0.11	0.915	.3211757	3.5494
mfd_m	.8906594	.336043	-0.31	0.759	.4251635	1.86581
tobinq	.6693335	.3615024	-0.74	0.457	.232228	1.92917
lnta	.652282	.0782196	-3.56	0.000	.5156583	.8251041
institutional	.2042658	.1040105	-3.12	0.002	.0752958	.5541416
return	.143811	.1494202	-1.87	0.062	.0187668	1.102031
volatility	11.31925	10.23163	2.68	0.007	1.924885	66.56264
lev	21.41653	10.42058	6.30	0.000	8.252441	55.57965
cashflow	.9730807	.5421888	-0.05	0.961	.3264898	2.900201
_cons	2809.818	9009.104	2.48	0.013	5.241739	1506194
/lnsig2u	1.309539	.1571121			1.001605	1.617473
sigma_u	1.924699	.1511968			1.650045	2.24507
rho	.5296382	.03914			.4528301	.6050677

```
LR test of rho=0: chibar2(01) = 225.52      Prob >= chibar2 = 0.000
```

**Kết quả kiểm định bảng 4.6 từ mô hình (3.6) ở chiến lược TCT tài sản (ASSET)
(KQTC được tính dựa theo số liệu tài chính thực tế công ty: FD_thucte)**

```
. xtlogit asset_tte birth growth mature fd_tte bfd_t gfd_t mfd_t tobiq lnta institutional return volatility lev cashflow,re vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression          Number of obs   =       4,300
Group variable: stt                       Number of groups =        526

Random effects u_i ~ Gaussian              Obs per group:
                                          min =           3
                                          avg =          8.2
                                          max =          11

Integration method: mvaghermite           Integration pts. =        12

Wald chi2(14)                             =       205.92
Prob > chi2                                =        0.0000

Log likelihood = -928.40205
```

asset_tte	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.8355888	.3445559	-2.43	0.015	-1.510906	-.1602717
growth	-.126883	.3579497	-0.35	0.723	-.8284516	.5746857
mature	.0156224	.2447226	0.06	0.949	-.4640252	.4952699
fd_tte	.7252918	.3679502	1.97	0.049	.0041227	1.446461
bfd_t	.2170915	.6389907	0.34	0.734	-1.035307	1.46949
gfd_t	-.2980892	.549627	-0.54	0.588	-1.375338	.7791598
mfd_t	-.4920924	.4684586	-1.05	0.294	-1.410254	.4260695
tobiq	-.5805713	.6160283	-0.94	0.346	-1.787965	.6268219
lnta	-.5613226	.106718	-5.26	0.000	-.770486	-.3521591
institutional	-1.686133	.5543102	-3.04	0.002	-2.772561	-.599705
return	-3.290843	1.064904	-3.09	0.002	-5.378016	-1.20367
volatility	2.198004	1.124829	1.95	0.051	-.0066206	4.40263
lev	2.504761	.4098017	6.11	0.000	1.701564	3.307958
cashflow	.0457152	.6179816	0.07	0.941	-1.165506	1.256937
_cons	11.46437	2.883233	3.98	0.000	5.813335	17.1154
/lnsig2u	1.395337	.1713634			1.059471	1.731203
sigma_u	2.009063	.1721399			1.698483	2.376435
rho	.550945	.0423961			.467203	.6318951

```
LR test of rho=0: chibar2(01) = 228.60
```

```
Prob >= chibar2 = 0.000
```



```
. xtlogit asset_tte birth growth mature fd_tte bfd_t gfd_t mfd_t tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap) or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      4,300
Group variable: stt                    Number of groups =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =           3
                                         avg =          8.2
                                         max =          11

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =      12

Wald chi2(14) =      146.86
Prob > chi2 =      0.0000

Log likelihood = -928.40205
```

asset_tte	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.4336191	.1311087	-2.76	0.006	.2397396	.7842907
growth	.8808368	.2561817	-0.44	0.663	.4981186	1.557608
mature	1.015745	.2090878	0.08	0.940	.6785278	1.520554
fd_tte	2.065334	.8079035	1.85	0.064	.9594512	4.445878
bfd_t	1.242458	.7583849	0.36	0.722	.3755917	4.110052
gfd_t	.7422351	.4324036	-0.51	0.609	.2369503	2.325014
mfd_t	.6113459	.237883	-1.26	0.206	.2851497	1.310693
tobinq	.5595786	.3699152	-0.88	0.380	.1531671	2.044357
lnta	.5704541	.0606875	-5.28	0.000	.4630907	.7027087
institutional	.1852344	.1006627	-3.10	0.002	.0638484	.5373951
return	.0372225	.0429016	-2.86	0.004	.0038881	.3563494
volatility	9.007022	8.935116	2.22	0.027	1.288769	62.94878
lev	12.24063	5.68577	5.39	0.000	4.925168	30.42193
cashflow	1.046776	.7195988	0.07	0.947	.272083	4.027228
_cons	95260.28	270996.7	4.03	0.000	360.9202	2.51e+07
/lnsig2u	1.395337	.2145969			.9747347	1.815939
sigma_u	2.009063	.2155694			1.628025	2.479284
rho	.550945	.0530923			.4461811	.6513757

```
LR test of rho=0: chibar2(01) = 228.60
```

```
Prob >= chibar2 = 0.000
```

**Kết quả kiểm định bảng 4.7 từ mô hình (3.6) ở phương án cắt giảm cổ tức (DIV)
(KQTC được tính theo mô hình KMV Merton: FD_KMV Merton)**

```
. xtlogit div_merton birth growth mature fd_merton bfd_m gfd_m mfd_m tobing lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstra  
> p)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      4300
Group variable: stt                    Number of groups   =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group: min =       3
                                       avg =      8.2
                                       max =      11

Integration method: mvaghermite        Integration points =      12

Wald chi2(14)                          =     106.31
Prob > chi2                             =       0.0000

Log likelihood = -700.49937
```

div_merton	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.5476248	.2849665	-1.92	0.055	-1.106149	.0108993
growth	.045048	.296332	0.15	0.879	-.535752	.6258479
mature	-.1876728	.2389019	-0.79	0.432	-.6559119	.2805663
fd_merton	.4968143	.2817998	1.76	0.078	-.0555031	1.049132
bfd_m	-.0161193	.6463732	-0.02	0.980	-1.282988	1.250749
gfd_m	-.755041	.6067442	-1.24	0.213	-1.944238	.4341558
mfd_m	.3212161	.479829	0.67	0.503	-.6192315	1.261664
tobing	-.4575484	.6891819	-0.66	0.507	-1.80832	.8932232
lnta	-.688844	.1449708	-4.75	0.000	-.9729816	-.4047065
institutional	-1.1527	.6138811	-1.88	0.060	-2.355885	.0504851
return	-2.381895	1.715507	-1.39	0.165	-5.744227	.9804361
volatility	1.478877	.8690294	1.70	0.089	-.2243897	3.182143
lev	3.723677	.5684497	6.55	0.000	2.609536	4.837818
cashflow	.1773836	.5565028	0.32	0.750	-.9133418	1.268109
_cons	13.77739	3.947454	3.49	0.000	6.040519	21.51425
/lnsig2u	1.338073	.1565909			1.03116	1.644985
sigma_u	1.952355	.1528606			1.67461	2.276167
rho	.53674	.0389364			.4601628	.6116226

```
Likelihood-ratio test of rho=0: chibar2(01) = 163.40 Prob >= chibar2 = 0.000
```

```
. xtlogit div_merton birth growth mature fd_merton bfd_m gfd_m mfd_m tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstra
> p) or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      4300
Group variable: stt                    Number of groups   =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group: min =       3
                                       avg =      8.2
                                       max =     11

Integration method: mvaghermite        Integration points =     12

Wald chi2(14)                          =     180.05
Log likelihood = -700.49937              Prob > chi2        =     0.0000
```

div_merton	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.5783218	.1896472	-1.67	0.095	.3041149	1.099769
growth	1.046078	.3460615	0.14	0.892	.5469798	2.000585
mature	.8288859	.2136706	-0.73	0.467	.5001169	1.373782
fd_merton	1.643477	.4853041	1.68	0.092	.9213221	2.931675
bfd_m	.9840099	.6438906	-0.02	0.980	.2729056	3.548023
gfd_m	.4699913	.3069342	-1.16	0.248	.1306776	1.690357
mfd_m	1.378804	.6241949	0.71	0.478	.5677498	3.348481
tobinq	.6328332	.4148729	-0.70	0.485	.1750888	2.287284
lnta	.5021562	.0588071	-5.88	0.000	.3991676	.6317167
institutional	.3157831	.2071493	-1.76	0.079	.0872996	1.142261
return	.0923753	.1140954	-1.93	0.054	.0082075	1.039678
volatility	4.388014	4.111013	1.58	0.114	.6995197	27.52555
lev	41.41638	19.9799	7.72	0.000	16.08938	106.6117
cashflow	1.194089	.9107558	0.23	0.816	.2677985	5.324334
_cons	962593.2	3042224	4.36	0.000	1964.564	4.72e+08
/lnsig2u	1.338073	.1774762			.9902258	1.68592
sigma_u	1.952355	.1732483			1.640683	2.323233
rho	.53674	.0441295			.4500121	.6213006

```
Likelihood-ratio test of rho=0: chibar2(01) = 163.40 Prob >= chibar2 = 0.000
```

Kết quả kiểm định bảng 4.7 từ mô hình (3.6) ở phương án cắt giảm cổ tức (DIV)
(KQTC được tính dựa theo số liệu tài chính thực tế công ty: FD_thucte)

```
. xtlogit div_tte birth growth mature fd_tte bfd_t gfd_t mfd_t tobingq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      4300
Group variable: stt                    Number of groups   =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group: min =      3
                                       avg =      8.2
                                       max =      11

Integration method: mvaghermite        Integration points =      12

Wald chi2(14)                          =      33.17
Prob > chi2                             =      0.0027

Log likelihood = -931.60495
```

div_tte	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.1682611	.2905568	-0.58	0.563	-.7377419	.4012197
growth	-.0529557	.2758428	-0.19	0.848	-.5935976	.4876863
mature	.171924	.1934133	0.89	0.374	-.2071591	.5510071
fd_tte	.6818144	.2977044	2.29	0.022	.0983244	1.265304
bfd_t	-.5812501	.4887311	-1.19	0.234	-1.539145	.3766452
gfd_t	-1.12296	.6038897	-1.86	0.063	-2.306562	.0606424
mfd_t	-.6912447	.3664934	-1.89	0.059	-1.409559	.0270691
tobingq	.0917153	.1454258	0.63	0.528	-.1933141	.3767447
lnta	.0650545	.1072497	0.61	0.544	-.1451511	.27526
institutional	.0004513	.3387734	0.00	0.999	-.6635325	.664435
return	2.058817	1.404335	1.47	0.143	-.6936285	4.811262
volatility	-2.540841	1.150602	-2.21	0.027	-4.79598	-.2857019
lev	.4467652	.4823586	0.93	0.354	-.4986404	1.392171
cashflow	-.0267101	.5125134	-0.05	0.958	-1.031218	.9777976
_cons	-5.590617	2.887094	-1.94	0.053	-11.24922	.067984
/lnsig2u	1.297681	.116751			1.068854	1.526509
sigma_u	1.913321	.1116911			1.70647	2.145247
rho	.5266831	.0291046			.4695393	.5831363

```
Likelihood-ratio test of rho=0: chibar2(01) = 241.04 Prob >= chibar2 = 0.000
```

```
. xtlogit div_tte birth growth mature fd_tte bfd_t gfd_t mfd_t tobiq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      4300
Group variable: stt                    Number of groups   =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group: min =      3
                                       avg =      8.2
                                       max =      11

Integration method: mvaghermite       Integration points =      12

Wald chi2(14) =      22.04
Log likelihood = -931.60495            Prob > chi2       =      0.0777
```

div_tte	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.8451331	.2480925	-0.57	0.567	.4753913	1.502447
growth	.9484221	.287679	-0.17	0.861	.5233737	1.718666
mature	1.187588	.2701581	0.76	0.450	.7603792	1.854817
fd_tte	1.977462	.5542127	2.43	0.015	1.141686	3.425074
bfd_t	.5591989	.2655584	-1.22	0.221	.2204644	1.418385
gfd_t	.3253155	.203087	-1.80	0.072	.0957016	1.105835
mfd_t	.5009521	.242134	-1.43	0.153	.194254	1.291881
tobiq	1.096053	.1453934	0.69	0.489	.8451192	1.421494
lnta	1.067217	.1125337	0.62	0.537	.8679546	1.312226
institutional	1.000451	.2525077	0.00	0.999	.6100395	1.640718
return	7.836693	12.04539	1.34	0.180	.3852945	159.3943
volatility	.0788001	.0913926	-2.19	0.028	.0081152	.7651617
lev	1.563247	.7182161	0.97	0.331	.6352619	3.846826
cashflow	.9736434	.5093605	-0.05	0.959	.3492165	2.714595
_cons	.0037327	.0103429	-2.02	0.044	.0000163	.8522922
/lnsig2u	1.297681	.1476868			1.008221	1.587142
sigma_u	1.913321	.1412862			1.655512	2.211279
rho	.5266831	.0368165			.4544698	.5977971

```
Likelihood-ratio test of rho=0: chibar2(01) = 241.04 Prob >= chibar2 = 0.000
```

**Kết quả kiểm định bảng 4.8 từ mô hình (3.6) ở phương án sử dụng nợ (NetDebt)
(KQTC được tính theo mô hình KMV Merton: FD_KMV Merton)**

```
. xtlogit netdebt_merton birth growth mature fd_merton bfd_m gfd_m mfd_m tobing lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(boot
> strap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      4300
Group variable: stt                    Number of groups   =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group: min =      3
                                       avg =      8.2
                                       max =      11

Integration method: mvaghermite        Integration points =      12

Wald chi2(14)                          =      95.22
Log likelihood = -879.49471              Prob > chi2        =      0.0000
```

netdebt_merton	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.4025022	.2284951	-1.76	0.078	-.8503444	.04534
growth	-.222124	.3006829	-0.74	0.460	-.8114517	.3672037
mature	-.0916812	.2088467	-0.44	0.661	-.5010133	.3176508
fd_merton	.2323889	.2659119	0.87	0.382	-.2887888	.7535667
bfd_m	-.3362567	.5312423	-0.63	0.527	-1.377473	.7049591
gfd_m	-.1056388	.5019735	-0.21	0.833	-1.089489	.8782111
mfd_m	.2311147	.4706922	0.49	0.623	-.6914251	1.153654
tobinq	-.2865103	.6116983	-0.47	0.640	-1.485417	.9123964
lnta	-.3227418	.1041764	-3.10	0.002	-.5269238	-.1185598
institutional	-1.424524	.502576	-2.83	0.005	-2.409554	-.4394928
return	-2.794922	1.42859	-1.96	0.050	-5.594907	.0050629
volatility	2.26288	1.003386	2.26	0.024	.2962787	4.22948
lev	2.093823	.3863106	5.42	0.000	1.336669	2.850978
cashflow	.3877406	.6533587	0.59	0.553	-.8928189	1.6683
_cons	5.019382	2.832554	1.77	0.076	-.5323218	10.57109
/lnsig2u	.9712239	.1658778			.6461093	1.296338
sigma_u	1.625169	.1347898			1.381341	1.912037
rho	.4453137	.0409734			.3670861	.5263483

Likelihood-ratio test of rho=0: chibar2(01) = 121.93 Prob >= chibar2 = 0.000

```
. xtlogit netdebt_merton birth growth mature fd_merton bfd_m gfd_m mfd_m tobing lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(boot
> strap) or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      4300
Group variable: stt                    Number of groups   =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group: min =      3
                                       avg =      8.2
                                       max =      11

Integration method: mvaghermite        Integration points =      12

Wald chi2(14)                          =      92.91
Prob > chi2                             =      0.0000

Log likelihood = -879.49471
```

netdebt_merton	Observed	Bootstrap	z	P> z	Normal-based	
	OR	Std. Err.			[95% Conf. Interval]	
birth	.6686449	.1496881	-1.80	0.072	.4311604	1.036936
growth	.800816	.2118536	-0.84	0.401	.4768149	1.34498
mature	.9123959	.1766328	-0.47	0.636	.6243057	1.333427
fd_merton	1.26161	.3450652	0.85	0.396	.7380939	2.156447
bfd_m	.7144397	.4380784	-0.55	0.583	.2147968	2.376311
gfd_m	.8997496	.4538362	-0.21	0.834	.3347905	2.418077
mfd_m	1.260004	.4717303	0.62	0.537	.6049119	2.62453
tobing	.7508794	.4610111	-0.47	0.641	.2254058	2.501354
lnta	.7241608	.0762974	-3.06	0.002	.5890506	.8902612
institutional	.2406231	.110244	-3.11	0.002	.098028	.5906419
return	.0611196	.0800627	-2.13	0.033	.0046899	.7965229
volatility	9.610724	7.139362	3.05	0.002	2.24098	41.2168
lev	8.115886	3.307863	5.14	0.000	3.650936	18.04129
cashflow	1.473648	.7616168	0.75	0.453	.5351457	4.05803
_cons	151.3178	433.0086	1.75	0.079	.5547611	41273.77
/lnsig2u	.9712239	.1529794			.6713898	1.271058
sigma_u	1.625169	.1243087			1.398912	1.888021
rho	.4453137	.0377874			.372979	.5200419

```
Likelihood-ratio test of rho=0: chibar2(01) = 121.93 Prob >= chibar2 = 0.000
```

**Kết quả kiểm định bảng 4.8 từ mô hình (3.6) ở phương án sử dụng nợ (NetDebt)
(KQTC được tính dựa theo số liệu tài chính thực tế công ty: FD_thucte)**

```
. xtlogit netdebt_tte birth growth mature fd_tte bfd_t gfd_t mfd_t tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      4,300
Group variable: stt                    Number of groups   =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =              3
                                         avg =              8.2
                                         max =              11

Integration method: mvaghermite        Integration pts.   =      12

Wald chi2(14)                          =      68.94
Log likelihood = -525.1757              Prob > chi2       =      0.0000
```

netdebt_tte	Observed	Bootstrap	z	P> z	Normal-based	
	Coef.	Std. Err.			[95% Conf. Interval]	
birth	.4068061	.3445921	1.18	0.238	-.2685821	1.082194
growth	.128963	.3549055	0.36	0.716	-.566639	.824565
mature	.1778604	.3250086	0.55	0.584	-.4591448	.8148655
fd_tte	.959492	.3649088	2.63	0.009	.2442839	1.6747
bfd_t	-.7672953	.776369	-0.99	0.323	-2.28895	.7543599
gfd_t	-.1916779	.5892899	-0.33	0.745	-1.346665	.9633091
mfd_t	-1.384384	.5808203	-2.38	0.017	-2.522771	-.2459972
tobinq	-1.304903	.4426068	-2.95	0.003	-2.172397	-.4374099
lnta	-.3067945	.1054551	-2.91	0.004	-.5134826	-.1001064
institutional	-.8571671	.4118547	-2.08	0.037	-1.664387	-.0499467
return	-3.218329	1.651002	-1.95	0.051	-6.454233	.0175752
volatility	1.040086	1.282711	0.81	0.417	-1.473981	3.554153
lev	1.964762	.4201898	4.68	0.000	1.141206	2.788319
cashflow	-4.15483	.71666	-5.80	0.000	-5.559458	-2.750202
_cons	4.758288	2.750793	1.73	0.084	-.6331664	10.14974
/lnsig2u	.3543947	.3335704			-.2993912	1.008181
sigma_u	1.193867	.1991193			.86097	1.655479
rho	.3022824	.0703526			.1838859	.4544598

LR test of rho=0: chibar2(01) = 25.19

Prob >= chibar2 = 0.000


```
. xtlogit netdebt_tte birth growth mature fd_tte bfd_t gfd_t mfd_t tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow,re vce(bootstrap)
> or
```

```
Random-effects logistic regression          Number of obs   =       4,300
Group variable: stt                        Number of groups =         526

Random effects u_i ~ Gaussian              Obs per group:
                                           min =           3
                                           avg =          8.2
                                           max =          11

Integration method: mvaghermite           Integration pts. =         12

Log likelihood = -525.1757                 Wald chi2(14)    =       136.59
                                           Prob > chi2     =         0.0000
```

netdebt_tte	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	1.502013	.5535182	1.10	0.270	.7294422	3.092832
growth	1.137648	.43247	0.34	0.734	.5400436	2.396553
mature	1.194658	.3447663	0.62	0.538	.6785716	2.103255
fd_tte	2.61037	.8557904	2.93	0.003	1.37291	4.963205
bfd_t	.4642671	.3229223	-1.10	0.270	.1187715	1.814778
gfd_t	.8255727	.459183	-0.34	0.730	.2775349	2.4558
mfd_t	.250478	.1435578	-2.42	0.016	.0814546	.7702353
tobinq	.2711988	.141794	-2.50	0.013	.0973294	.7556684
lnta	.7358018	.0709149	-3.18	0.001	.6091496	.8887871
institutional	.4243626	.1776936	-2.05	0.041	.1867725	.9641867
return	.0400219	.0618165	-2.08	0.037	.0019389	.8261069
volatility	2.82946	3.107857	0.95	0.344	.3286628	24.35885
lev	7.133218	2.614653	5.36	0.000	3.477611	14.63154
cashflow	.0156885	.0121762	-5.35	0.000	.0034272	.0718153
_cons	116.5463	294.5747	1.88	0.060	.82235	16517.33
/lnsig2u	.3543947	.3657179			-.3623993	1.071189
sigma_u	1.193867	.2183092			.8342688	1.708463
rho	.3022824	.0771327			.1746178	.4701209

```
LR test of rho=0: chibar2(01) = 25.19          Prob >= chibar2 = 0.000
```

Kết quả kiểm định bảng 4.9 từ mô hình (3.6) ở phương án sử dụng vốn cổ phần (NetEquity). KQTC được tính theo mô hình KMV Merton: FD_KMV Merton

```
. xtlogit netequity_merton birth growth mature fd_merton bfd_t gfd_t mfd_t tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression          Number of obs   =       4,300
Group variable: stt                       Number of groups =       526

Random effects u_i ~ Gaussian              Obs per group:
                                           min =           3
                                           avg =           8.2
                                           max =           11

Integration method: mvaghermite           Integration pts. =       12

Wald chi2(14) =       370.49
Log likelihood = -299.24908                Prob > chi2     =       0.0000
```

netequity_merton	Observed	Bootstrap	z	P> z	Normal-based	
	Coef.	Std. Err.			[95% Conf. Interval]	
birth	-.9757636	.4464344	-2.19	0.029	-1.850759	-.1007682
growth	-.708338	.3385314	-2.09	0.036	-1.371847	-.0448286
mature	-.0575639	.3213866	-0.18	0.858	-.68747	.5723423
fd_merton	8.936293	.5495658	16.26	0.000	7.859163	10.01342
bfd_t	1.024299	.7561584	1.35	0.176	-.457744	2.506342
gfd_t	.3171868	.7413186	0.43	0.669	-1.135771	1.770145
mfd_t	-.0576905	.5800196	-0.10	0.921	-1.194508	1.079127
tobinq	-.2668966	.3133029	-0.85	0.394	-.880959	.3471658
lnta	-.177143	.1253739	-1.41	0.158	-.4228714	.0685854
institutional	.1526384	.3987126	0.38	0.702	-.6288238	.9341007
return	-1.12814	1.518566	-0.74	0.458	-4.104475	1.848195
volatility	-1.268808	1.268605	-1.00	0.317	-3.755228	1.217612
lev	1.253554	.4305776	2.91	0.004	.4096372	2.09747
cashflow	2.650387	.7989054	3.32	0.001	1.084561	4.216213
_cons	-2.144369	3.217582	-0.67	0.505	-8.450713	4.161976
/lnsig2u	-.3520367	2.327285			-4.913431	4.209358
sigma_u	.8386026	.9758336			.085716	8.204469
rho	.1761164	.3376877			.0022283	.9534034

LR test of rho=0: chibar2(01) = 2.67

Prob >= chibar2 = 0.051

```
. xtlogit netequity_merton birth growth mature fd_merton bfd_t gfd_t mfd_t tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bo
> otstrap)or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      4,300
Group variable: stt                    Number of groups   =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =              3
                                         avg =             8.2
                                         max =             11

Integration method: mvaghermite        Integration pts.   =      12

Log likelihood = -299.24908            Wald chi2(14)     =      231.29
                                         Prob > chi2       =      0.0000
```

netequity_merton	Observed	Bootstrap	z	P> z	Normal-based	
	OR	Std. Err.			[95% Conf. Interval]	
birth	.3769045	.1499057	-2.45	0.014	.1728559	.8218232
growth	.492462	.191549	-1.82	0.069	.229767	1.055499
mature	.9440616	.3595361	-0.15	0.880	.4475371	1.99146
fd_merton	7602.957	5624.594	12.08	0.000	1783.495	32411.06
bfd_t	2.785143	2.20682	1.29	0.196	.5893785	13.16135
gfd_t	1.373259	.8441873	0.52	0.606	.4116148	4.581566
mfd_t	.9439421	.453946	-0.12	0.905	.367789	2.422657
tobinq	.7657522	.2715747	-0.75	0.452	.382128	1.534503
lnta	.83766	.1027571	-1.44	0.149	.6586421	1.065335
institutional	1.164904	.3846546	0.46	0.644	.6098469	2.22515
return	.3236346	.5956569	-0.61	0.540	.0087781	11.93194
volatility	.2811665	.3975529	-0.90	0.370	.017596	4.492754
lev	3.502769	1.848631	2.38	0.018	1.245028	9.854711
cashflow	14.15952	12.08618	3.11	0.002	2.657578	75.44162
_cons	.117142	.3619877	-0.69	0.488	.0002744	50.01075
/lnsig2u	-.3520367	3.211365			-6.646196	5.942122
sigma_u	.8386026	1.346529			.036041	19.51261
rho	.1761164	.4659671			.0003947	.9914333

```
LR test of rho=0: chibar2(01) = 2.67
```

```
Prob >= chibar2 = 0.051
```

Kết quả kiểm định bảng 4.9 từ mô hình (3.6) ở phương án sử dụng vốn cổ phần (NetEquity). (KQTC được tính dựa theo số liệu tài chính thực tế công ty: FD_thucte)

```
. xtlogit netequity_tte birth growth mature fd_tte bfd_t gfd_t mfd_t tobingq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstra
> p)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      4300
Group variable: stt                    Number of groups   =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group: min =      3
                                       avg   =      8.2
                                       max   =      11

Integration method: mvaghermite        Integration points =      12

Log likelihood = -245.42997             Wald chi2(14)      =      56.12
                                       Prob > chi2        =      0.0000
```

netequity_tte	Observed	Bootstrap	z	P> z	Normal-based	
	Coef.	Std. Err.			[95% Conf. Interval]	
birth	.9327842	.6238677	1.50	0.135	-.289974	2.155542
growth	.7908894	.555252	1.42	0.154	-.2973846	1.879163
mature	.4243794	.4885039	0.87	0.385	-.5330707	1.381829
fd_tte	.8575986	.5170247	1.66	0.097	-.1557511	1.870948
bfd_t	-1.19871	9.072265	-0.13	0.895	-18.98002	16.5826
gfd_t	-.3918591	.8974228	-0.44	0.662	-2.150775	1.367057
mfd_t	-.5249192	3.543703	-0.15	0.882	-7.470449	6.420611
tobingq	-1.293397	.4991505	-2.59	0.010	-2.271714	-.3150803
lnta	-.0837017	.1659586	-0.50	0.614	-.4089746	.2415713
institutional	-1.790196	.6104738	-2.93	0.003	-2.986703	-.5936898
return	-8.010809	1.726466	-4.64	0.000	-11.39462	-4.626997
volatility	3.14474	1.86163	1.69	0.091	-.5039866	6.793467
lev	.5148708	.5704518	0.90	0.367	-.6031942	1.632936
cashflow	.2951698	1.025046	0.29	0.773	-1.713884	2.304223
_cons	-2.08805	4.459095	-0.47	0.640	-10.82772	6.651615
/lnsig2u	-.2380881	3.915446			-7.912221	7.436045
sigma_u	.8877687	1.738005			.0191374	41.18287
rho	.1932646	.6104704			.0001113	.998064

```
. xtlogit netequity_tte birth growth mature fd_tte bfd_t gfd_t mfd_t tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstra
> p)or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      4300
Group variable: stt                    Number of groups   =      526

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group: min =      3
                                       avg =      8.2
                                       max =      11

Integration method: mvaghermite        Integration points =      12

Wald chi2(14)                          =      56.12
Log likelihood = -245.42997              Prob > chi2       =      0.0000
```

netequity_tte	Observed	Bootstrap	z	P> z	Normal-based	
	OR	Std. Err.			[95% Conf. Interval]	
birth	2.541576	1.585607	1.50	0.135	.748283	8.632572
growth	2.205357	1.224529	1.42	0.154	.7427583	6.548024
mature	1.528641	.7467473	0.87	0.385	.5868003	3.98218
fd_tte	2.357493	1.218882	1.66	0.097	.8557721	6.494453
bfd_t	.3015831	2.736042	-0.13	0.895	5.72e-09	1.59e+07
gfd_t	.6757993	.6064777	-0.44	0.662	.1163939	3.923787
mfd_t	.5916032	2.096466	-0.15	0.882	.0005697	614.3783
tobinq	.2743372	.1369355	-2.59	0.010	.1031352	.7297303
lnta	.9197056	.1526331	-0.50	0.614	.6643311	1.273248
institutional	.1669274	.1019048	-2.93	0.003	.0504535	.5522857
return	.0003319	.0005729	-4.64	0.000	.0000113	.0097841
volatility	23.21365	43.21521	1.69	0.091	.6041175	892.0009
lev	1.673422	.9546067	0.90	0.367	.5470614	5.11888
cashflow	1.343354	1.377	0.29	0.773	.1801647	10.01639
_cons	.1239285	.552609	-0.47	0.640	.0000198	774.0333
/lnsig2u	-.2380881	3.915446			-7.912221	7.436045
sigma_u	.8877687	1.738005			.0191374	41.18287
rho	.1932646	.6104704			.0001113	.998064

```
Likelihood-ratio test of rho=0: chibar2(01) =      1.80 Prob >= chibar2 = 0.090
```

PHỤ LỤC 3: Kết quả kiểm định hồi phục từ chiến lược TCT (mô hình 3.7)

Kết quả kiểm định bảng 4.14 từ mô hình (3.7) ở chiến lược TCT nhân sự quản lý CEO. (KQTC được tính theo mô hình KMV Merton: FD_KMV Merton)

```
. xtlogit recovery birth growth mature ceo_merton b_ceo g_ceo m_ceo tobiq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression          Number of obs   =          612
Group variable: stt                        Number of groups =          311

Random effects u_i ~ Gaussian              Obs per group:
                                           min =             1
                                           avg =            2.0
                                           max =             7

Integration method: mvaghermite            Integration pts. =          12

Wald chi2(14) =          76.78
Prob > chi2   =          0.0000

Log likelihood = -338.51369
```

recovery	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.7370171	.438622	1.68	0.093	-.1226661	1.5967
growth	-.0216339	.4540959	-0.05	0.962	-.9116456	.8683778
mature	-.1015207	.3964027	-0.26	0.798	-.8784558	.6754144
ceo_merton	.3749215	.5030344	0.75	0.456	-.6110078	1.360851
b_ceo	-.0206904	.9764507	-0.02	0.983	-1.934499	1.893118
g_ceo	-.6319908	.7920365	-0.80	0.425	-2.184354	.9203723
m_ceo	-.7012313	.6692995	-1.05	0.295	-2.013034	.6105716
tobiq	-3.219026	.9181573	-3.51	0.000	-5.018581	-1.41947
lnta	-.0015965	.1187024	-0.01	0.989	-.2342488	.2310559
institutional	.8316674	.5363596	1.55	0.121	-.219578	1.882913
return	-7.474565	1.760375	-4.25	0.000	-10.92484	-4.024294
volatility	1.820639	1.73736	1.05	0.295	-1.584523	5.225802
lev	-1.235874	.4115538	-3.00	0.003	-2.042505	-.4292434
cashflow	1.043657	.6476971	1.61	0.107	-.2258061	2.31312
_cons	3.424547	3.457664	0.99	0.322	-3.352351	10.20144
/lnsig2u	.5728042	.3825847			-.1770481	1.322656
sigma_u	1.331628	.2547302			.9152811	1.937364
rho	.3502266	.087064			.2029601	.5329046

LR test of rho=0: chibar2(01) = 21.93

Prob >= chibar2 = 0.000

```
. xtlogit recovery birth growth mature ceo_merton b_ceo g_ceo m_ceo tobing lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      612
Group variable: stt                    Number of groups =      311

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =          1
                                         avg =          2.0
                                         max =          7

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =      12

Wald chi2(14) =          97.71
Log likelihood = -338.51369             Prob > chi2     =          0.0000
```

recovery	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	2.089693	.893279	1.72	0.085	.9041077	4.829974
growth	.9785984	.3235574	-0.07	0.948	.5118807	1.870855
mature	.9034625	.3247316	-0.28	0.778	.4466452	1.827501
ceo_merton	1.454877	.655213	0.83	0.405	.6018419	3.516983
b_ceo	.9795222	.787739	-0.03	0.979	.2025218	4.737584
g_ceo	.5315326	.3987452	-0.84	0.400	.1221731	2.312514
m_ceo	.4959742	.3153926	-1.10	0.270	.1426184	1.724816
tobinq	.039994	.0265458	-4.85	0.000	.0108897	.1468842
lnta	.9984048	.1253372	-0.01	0.990	.7806368	1.276922
institutional	2.297146	1.143873	1.67	0.095	.8656239	6.096042
return	.0005673	.001139	-3.72	0.000	.0000111	.0290228
volatility	6.175806	10.0248	1.12	0.262	.256443	148.7293
lev	.2905807	.1159262	-3.10	0.002	.1329483	.6351125
cashflow	2.839582	2.132203	1.39	0.165	.6517769	12.37114
_cons	30.70872	107.9183	0.97	0.330	.0313272	30102.44
/lnsig2u	.5728042	.2854839			.0132661	1.132342
sigma_u	1.331628	.1900791			1.006655	1.76151
rho	.3502266	.064967			.2354873	.4853779

```
LR test of rho=0: chibar2(01) = 21.93
```

```
Prob >= chibar2 = 0.000
```

Kết quả kiểm định bảng 4.14 từ mô hình (3.7) ở chiến lược TCT nhân sự quản lý CEO. (KQTC được tính dựa theo số liệu tài chính thực tế công ty: FD_thucte)

```
. xtlogit recovery birth growth mature ceo_tte bceo_tte gceo_tte mceo_tte tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow,re vce(boo
> tstrap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      1064
Group variable: stt                    Number of groups   =       391

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group: min =        1
                                         avg =       2.7
                                         max =        9

Integration method: mvaghermite        Integration points =       12

Wald chi2(14)                          =       31.01
Log likelihood = -668.14985              Prob > chi2        =       0.0055
```

recovery	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.1663083	.1915335	-0.87	0.385	-.541707	.2090904
growth	.0126837	.1859969	0.07	0.946	-.3518635	.3772309
mature	-.1458852	.1830656	-0.80	0.426	-.5046872	.2129168
ceo_tte	.5759868	.3277244	1.76	0.079	-.0663412	1.218315
bceo_tte	-1.19913	4.449049	-0.27	0.788	-9.919106	7.520847
gceo_tte	.0442773	.6137163	0.07	0.942	-1.158585	1.247139
mceo_tte	-.4058429	.5794199	-0.70	0.484	-1.541485	.7297992
tobinq	-.0497515	.1451309	-0.34	0.732	-.3342029	.2346999
lnta	-.029537	.0655283	-0.45	0.652	-.1579701	.098896
institutional	.4816926	.3242042	1.49	0.137	-.1537359	1.117121
return	3.750235	1.410895	2.66	0.008	.9849328	6.515538
volatility	.8062123	.9624932	0.84	0.402	-1.08024	2.692664
lev	.1125123	.2896915	0.39	0.698	-.4552725	.6802972
cashflow	-.8526493	.554675	-1.54	0.124	-1.939792	.2344936
_cons	-.0624578	1.819755	-0.03	0.973	-3.629112	3.504197
/lnsig2u	-1.585139	3.166843			-7.792037	4.62176
sigma_u	.4526802	.7167836			.0203227	10.08329
rho	.0586357	.1748021			.0001255	.9686568

Likelihood-ratio test of rho=0: chibar2(01) = 2.43 Prob >= chibar2 = 0.059


```
. xtlogit recovery birth growth mature ceo_tte bceo_tte gceo_tte mceo_tte tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow,re vce(boo
> tstrap) or
```

```
Random-effects logistic regression          Number of obs   =    1064
Group variable: stt                        Number of groups =     391

Random effects u_i ~ Gaussian              Obs per group:  min =     1
                                           avg =           2.7
                                           max =           9

Integration method: mvaghermite            Integration points =    12

                                           Wald chi2(14)    =    28.80
Log likelihood = -668.14985                Prob > chi2      =    0.0111
```

recovery	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.8467851	.1727249	-0.82	0.415	.5677374	1.262987
growth	1.012764	.2041536	0.06	0.950	.6822175	1.503468
mature	.8642569	.150704	-0.84	0.403	.6140665	1.216383
ceo_tte	1.778885	.6168024	1.66	0.097	.9015841	3.509858
bceo_tte	.3014565	1.114829	-0.32	0.746	.0002145	423.73
gceo_tte	1.045272	.7127825	0.06	0.948	.2746539	3.978075
mceo_tte	.6664149	.3981519	-0.68	0.497	.206629	2.149305
tobinq	.9514658	.1148613	-0.41	0.680	.7509929	1.205454
lnta	.9708949	.0558997	-0.51	0.608	.8672892	1.086877
institutional	1.618812	.5378686	1.45	0.147	.8440635	3.104686
return	42.53109	54.4002	2.93	0.003	3.467057	521.7375
volatility	2.23941	2.441561	0.74	0.460	.2642981	18.97462
lev	1.119086	.3282285	0.38	0.701	.6298044	1.98848
cashflow	.4262841	.2221239	-1.64	0.102	.1535194	1.183682
_cons	.9394527	1.431226	-0.04	0.967	.0474347	18.60602
/lnsig2u	-1.585139	2.973983			-7.414037	4.24376
sigma_u	.4526802	.6731315			.0245506	8.346815
rho	.0586357	.1641566			.0001832	.9549081

Likelihood-ratio test of rho=0: chibar2(01) = 2.43 Prob >= chibar2 = 0.059

Kết quả kiểm định bảng 4.15 từ mô hình (3.7) ở chiến lược TCT từ M&A. (KQTC được tính theo mô hình KMV Merton: FD_KMV Merton)

```
. xtlogit recovery birth growth mature ma b_ma g_ma m_ma tobing lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =       612
Group variable: stt                    Number of groups =       311

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =           1
                                         avg =           2.0
                                         max =           7

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =       12

Wald chi2(14) =       349.93
Prob > chi2   =       0.0000

Log likelihood = -353.14395
```

recovery	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.7067964	.3212095	2.20	0.028	.0772374	1.336355
growth	-.0716816	.2492294	-0.29	0.774	-.5601624	.4167991
mature	-.2406604	.3348282	-0.72	0.472	-.8969115	.4155908
ma	.4705118	.4894295	0.96	0.336	-.4887524	1.429776
b_ma	-2.504997	1.21053	-2.07	0.039	-4.877593	-.1324009
g_ma	1.559705	1.227314	1.27	0.204	-.8457866	3.965196
m_ma	-1.158946	.9845718	-1.18	0.239	-3.088671	.7707798
tobinq	-.1396705	1.491741	-0.09	0.925	-3.06343	2.784089
lnta	-.106108	.1473527	-0.72	0.471	-.3949139	.182698
institutional	.8602703	.6357467	1.35	0.176	-.3857703	2.106311
return	-7.887274	2.738619	-2.88	0.004	-13.25487	-2.51968
volatility	1.50191	1.652118	0.91	0.363	-1.736182	4.740002
lev	-.9465967	.7191195	-1.32	0.188	-2.356045	.4628517
cashflow	.4652159	.349105	1.33	0.183	-.2190173	1.149449
_cons	3.545777	3.448204	1.03	0.304	-3.21258	10.30413
/lnsig2u	.6992617	.3718645			-.0295793	1.428103
sigma_u	1.418544	.263753			.9853192	2.042248
rho	.3795201	.0875684			.2278614	.5590371

LR test of rho=0: chibar2(01) = 29.65

Prob >= chibar2 = 0.000

```
. xtlogit recovery birth growth mature ma b_ma g_ma m_ma tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      612
Group variable: stt                    Number of groups   =      311
```

```
Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =      1
                                         avg =      2.0
                                         max =      7
```

```
Integration method: mvaghermite        Integration pts.   =      12
```

```
Wald chi2(14) =      838.33
Log likelihood = -353.14395             Prob > chi2       =      0.0000
```

recovery	Observed	Bootstrap	z	P> z	Normal-based	
	OR	Std. Err.			[95% Conf. Interval]	
birth	2.027486	.6394562	2.24	0.025	1.092683	3.762023
growth	.9308272	.2731139	-0.24	0.807	.5237429	1.654322
mature	.7861086	.2006697	-0.94	0.346	.4766467	1.296488
ma	1.600813	1.295503	0.58	0.561	.3277041	7.819868
b_ma	.0816759	.1228261	-1.67	0.096	.0042859	1.556505
g_ma	4.757416	6.808796	1.09	0.276	.2878291	78.63348
m_ma	.3138169	.3973446	-0.92	0.360	.0262369	3.753529
tobinq	.8696447	1.351288	-0.09	0.928	.0413725	18.27984
lnta	.8993276	.1253659	-0.76	0.447	.6843224	1.181884
institutional	2.363799	.9509506	2.14	0.032	1.074421	5.200521
return	.0003755	.0009327	-3.18	0.001	2.89e-06	.0488516
volatility	4.490256	7.449089	0.91	0.365	.1738498	115.976
lev	.3880595	.1345694	-2.73	0.006	.196663	.7657269
cashflow	1.592358	.9242586	0.80	0.423	.510475	4.967147
_cons	34.6666	129.8936	0.95	0.344	.0224136	53618.03
/lnsig2u	.6992617	.2141802			.2794763	1.119047
sigma_u	1.418544	.151912			1.149973	1.749839
rho	.3795201	.0504361			.2867193	.4820576

```
LR test of rho=0: chibar2(01) = 29.65
```

```
Prob >= chibar2 = 0.000
```

Kết quả kiểm định bảng 4.15 từ mô hình (3.7) ở chiến lược TCT từ M&A. (KQTC được tính dựa theo số liệu tài chính thực tế công ty: FD_thucte)

```
. xtlogit recovery birth growth mature ma bma_tt gma_tt mma_tt tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      1,064
Group variable: stt                    Number of groups =       391

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =           1
                                         avg =           2.7
                                         max =           9

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =       12

Wald chi2(14)                          =       34.30
Prob > chi2                             =       0.0019

Log likelihood = -667.19276
```

recovery	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.2276085	.2336854	-0.97	0.330	-.6856236	.2304065
growth	-.035304	.2298481	-0.15	0.878	-.485798	.41519
mature	-.2141106	.2035149	-1.05	0.293	-.6129924	.1847712
ma	.5727995	.4680142	1.22	0.221	-.3444915	1.490091
bma_tt	-.7646712	.94295	-0.81	0.417	-2.612819	1.083477
gma_tt	.2957419	.6245521	0.47	0.636	-.9283579	1.519842
mma_tt	.1430683	.6987718	0.20	0.838	-1.226499	1.512636
tobinq	-.0455555	.1079542	-0.42	0.673	-.257142	.1660309
lnta	-.0479034	.0483869	-0.99	0.322	-.1427399	.0469331
institutional	.3407557	.3436328	0.99	0.321	-.3327523	1.014264
return	3.281957	1.477065	2.22	0.026	.3869629	6.176951
volatility	.9648576	.9041173	1.07	0.286	-.8071797	2.736895
lev	.2686616	.2692384	1.00	0.318	-.2590359	.7963592
cashflow	-.8786799	.4778779	-1.84	0.066	-1.815303	.0579436
_cons	.458744	1.28579	0.36	0.721	-2.061357	2.978845
/lnsig2u	-1.573959	3.562382			-8.556099	5.408182
sigma_u	.4552178	.8108298			.0138697	14.94073
rho	.0592559	.1985836			.0000585	.9854762

```
. xtlogit recovery birth growth mature ma bma_tt gma_tt mma_tt tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap) or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      1,064
Group variable: stt                    Number of groups   =      391
```

```
Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =      1
                                         avg =      2.7
                                         max =      9
```

```
Integration method: mvaghermite        Integration pts.   =      12
```

```
Wald chi2(14) =      34.90
Prob > chi2   =      0.0015
Log likelihood = -667.19276
```

recovery	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.796436	.185418	-0.98	0.328	.5046414	1.256952
growth	.9653119	.2204753	-0.15	0.877	.616957	1.51036
mature	.8072591	.1531408	-1.13	0.259	.5565908	1.170819
ma	1.773224	.7008816	1.45	0.147	.8171828	3.847761
bma_tt	.465487	.28561	-1.25	0.213	.1398407	1.549464
gma_tt	1.344123	.9383369	0.42	0.672	.3421467	5.280387
mma_tt	1.153809	.6615863	0.25	0.803	.3750251	3.549827
tobinq	.9554665	.1166942	-0.37	0.709	.7520652	1.213879
lnta	.9532258	.0511267	-0.89	0.372	.8581066	1.058889
institutional	1.40601	.3992925	1.20	0.230	.8058527	2.453132
return	26.62783	35.02894	2.49	0.013	2.02106	350.8265
volatility	2.624414	2.200922	1.15	0.250	.5072078	13.57934
lev	1.308212	.3841831	0.91	0.360	.7357083	2.326221
cashflow	.4153308	.2142515	-1.70	0.089	.1511108	1.141544
_cons	1.582086	2.203441	0.33	0.742	.1032104	24.25137
/lnsig2u	-1.573959	4.676394			-10.73952	7.591606
sigma_u	.4552178	1.064389			.0046552	44.51397
rho	.0592559	.2606838			6.59e-06	.9983425

**Kết quả kiểm định bảng 4.16 từ mô hình (3.7) ở phương án cắt giảm đầu tư INV
(KQTC được tính theo mô hình KMV Merton: FD_KMV Merton)**

```
. xtlogit recovery birth growth mature inv_merton binv_merton ginv_merton minv_merton tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow
> ,re vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      612
Group variable: stt                    Number of groups   =      311

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =              1
                                         avg =              2.0
                                         max =              7

Integration method: mvaghermite        Integration pts.   =      12

Wald chi2(14)                          =      104.94
Log likelihood = -350.47473              Prob > chi2       =      0.0000
```

recovery	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.6343761	.3760861	1.69	0.092	-.1027391	1.371491
growth	.3023507	.3914682	0.77	0.440	-.4649128	1.069614
mature	-.0765519	.3695091	-0.21	0.836	-.8007765	.6476727
inv_merton	.6769444	.3959281	1.71	0.087	-.0990604	1.452949
binv_merton	.8745442	.7812162	1.12	0.263	-.6566114	2.4057
ginv_merton	-3.418316	.6308231	-5.42	0.000	-4.654707	-2.181926
minv_merton	-1.330125	.7394018	-1.80	0.072	-2.779326	.1190758
tobinq	-.1514401	.9535127	-0.16	0.874	-2.020291	1.71741
lnta	-.0812357	.1332642	-0.61	0.542	-.3424287	.1799574
institutional	.8923492	.5590826	1.60	0.110	-.2034325	1.988131
return	-8.146783	1.97272	-4.13	0.000	-12.01324	-4.280323
volatility	1.338629	1.471855	0.91	0.363	-1.546154	4.223412
lev	-1.041718	.4540168	-2.29	0.022	-1.931575	-.1518618
cashflow	.8408823	.7661886	1.10	0.272	-.6608198	2.342584
_cons	2.808299	3.415012	0.82	0.411	-3.885002	9.5016
/lnsig2u	.666869	.4078559			-.1325138	1.466252
sigma_u	1.395754	.2846332			.9358904	2.081577
rho	.3719224	.0952736			.2102596	.5684192

```
. xtlogit recovery birth growth mature inv_merton binv_merton ginv_merton minv_merton tobing lnta institutional return volatility lev cashflow
> ,re vce(bootstrap)or
```

```
Random-effects logistic regression           Number of obs   =           612
Group variable: stt                         Number of groups =           311

Random effects u_i ~ Gaussian              Obs per group:
                                           min =           1
                                           avg =           2.0
                                           max =           7

Integration method: mvaghermite           Integration pts. =           12

Wald chi2(14) =           60.08
Log likelihood = -350.47473                Prob > chi2     =           0.0000
```

recovery	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	1.885845	.7728228	1.55	0.122	.8446604	4.210464
growth	1.353036	.4635551	0.88	0.378	.6913284	2.648098
mature	.9263048	.369258	-0.19	0.848	.4240673	2.02336
inv_merton	1.967855	.7731192	1.72	0.085	.9111256	4.250188
binv_merton	2.397782	2.4813	0.85	0.398	.3154713	18.22467
ginv_merton	.0327676	.0239918	-4.67	0.000	.0078021	.1376188
minv_merton	.2644442	.2125819	-1.65	0.098	.0547102	1.278203
tobinq	.8594693	1.572671	-0.08	0.934	.0238061	31.02935
lnta	.9219764	.1275478	-0.59	0.557	.7030126	1.20914
institutional	2.440857	1.282538	1.70	0.089	.8715296	6.836008
return	.0002897	.0006483	-3.64	0.000	3.60e-06	.0232835
volatility	3.813811	6.184264	0.83	0.409	.1588905	91.54201
lev	.3528478	.1549866	-2.37	0.018	.1491769	.8345906
cashflow	2.318412	2.046958	0.95	0.341	.4108212	13.08363
_cons	16.58169	66.35434	0.70	0.483	.0065074	42252.36
/lnsig2u	.666869	.391072			-.099618	1.433356
sigma_u	1.395754	.2729201			.9514111	2.04762
rho	.3719224	.0913529			.215774	.5603318

**Kết quả kiểm định bảng 4.16 từ mô hình (3.7) ở phương án cắt giảm đầu tư INV
(KQTC được tính dựa theo số liệu tài chính thực tế công ty: FD_thucte)**

```
. xtlogit recovery birth growth mature inv_tte binv_tte ginv_tte minv_tte tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(boot
> strap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      1,064
Group variable: stt                    Number of groups   =      391
```

```
Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =      1
                                         avg =      2.7
                                         max =      9
```

```
Integration method: mvaghermite       Integration pts.   =      12
```

```
Wald chi2(14) =      25.64
Prob > chi2   =      0.0288
Log likelihood = -668.79901
```

recovery	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.2872457	.2387673	-1.20	0.229	-.7552211	.1807296
growth	-.0081131	.2110878	-0.04	0.969	-.4218376	.4056115
mature	-.1685817	.1508658	-1.12	0.264	-.4642732	.1271098
inv_tte	.7581542	.3631776	2.09	0.037	.0463392	1.469969
binv_tte	-.0975379	.7367921	-0.13	0.895	-1.541624	1.346548
ginv_tte	.3009954	.6832982	0.44	0.660	-1.038244	1.640235
minv_tte	-.7367772	.8788828	-0.84	0.402	-2.459356	.9858014
tobinq	-.0331309	.1432643	-0.23	0.817	-.3139236	.2476619
lnta	-.0383373	.0571267	-0.67	0.502	-.1503036	.0736289
institutional	.4244651	.2791668	1.52	0.128	-.1226918	.971622
return	3.598741	1.570263	2.29	0.022	.5210823	6.6764
volatility	.8137681	.836866	0.97	0.331	-.8264591	2.453995
lev	.1923816	.2655262	0.72	0.469	-.3280403	.7128035
cashflow	-.848983	.5511481	-1.54	0.123	-1.929214	.2312474
_cons	.2114362	1.482706	0.14	0.887	-2.694613	3.117486
/lnsig2u	-1.643658	3.96577			-9.416423	6.129108
sigma_u	.4396269	.8717296			.0090209	21.42491
rho	.0554878	.2078417			.0000247	.9928839


```
. xtlogit recovery birth growth mature inv_tte binv_tte ginv_tte minv_tte tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(boot)
> strap)or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      1,064
Group variable: stt                    Number of groups   =       391

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =              1
                                         avg =              2.7
                                         max =              9

Integration method: mvaghermite        Integration pts.   =       12

Wald chi2(14)                          =       47.61
Log likelihood = -668.79901              Prob > chi2       =       0.0000
```

recovery	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.7503273	.188668	-1.14	0.253	.4583721	1.22824
growth	.9919198	.2097933	-0.04	0.969	.655308	1.501439
mature	.8448622	.1513747	-0.94	0.347	.594669	1.200318
inv_tte	2.134333	.756611	2.14	0.032	1.065406	4.275719
binv_tte	.907068	.6145518	-0.14	0.886	.2404021	3.422483
ginv_tte	1.351203	.7063432	0.58	0.565	.4850137	3.764327
minv_tte	.478654	.4086957	-0.86	0.388	.0897901	2.551613
tobinq	.967412	.0992837	-0.32	0.747	.7911415	1.182956
lnta	.9623882	.0558657	-0.66	0.509	.8588927	1.078355
institutional	1.528773	.4724681	1.37	0.170	.834216	2.801607
return	36.55219	40.8355	3.22	0.001	4.09228	326.4838
volatility	2.256394	2.163703	0.85	0.396	.3444928	14.77916
lev	1.212133	.3299068	0.71	0.480	.7110143	2.066437
cashflow	.4278498	.1999616	-1.82	0.069	.1711868	1.069332
_cons	1.235451	1.891569	0.14	0.890	.0614571	24.83586
/lnsig2u	-1.643658	3.077046			-7.674557	4.387242
sigma_u	.4396269	.6763761			.0215522	8.967625
rho	.0554878	.1612647			.0001412	.9606984

**Kết quả kiểm định bảng 4.17 từ mô hình (3.7) ở phương án cắt giảm GVHB (COG).
(KQTC được tính theo mô hình KMV Merton: FD_KMV Merton)**

```
. xtlogit recovery birth growth mature cog_merton bcog_merton gcog_merton mcog_merton tobingq lnta institutional return volatility lev cashflow
> ,re vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      612
Group variable: stt                    Number of groups   =      311

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =              1
                                         avg =              2.0
                                         max =              7

Integration method: mvaghermite        Integration pts.   =      12

Wald chi2(14)                          =      268.36
Log likelihood = -353.16862              Prob > chi2       =      0.0000
```

recovery	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.6349915	.4507472	1.41	0.159	-.2484567	1.51844
growth	.1103008	.217139	0.51	0.611	-.3152839	.5358855
mature	-.2050989	.2908467	-0.71	0.481	-.775148	.3649502
cog_merton	.7086535	1.138324	0.62	0.534	-1.522421	2.939728
bcog_merton	-1.178475	1.544835	-0.76	0.446	-4.206297	1.849346
gcog_merton	-3.135268	.9503409	-3.30	0.001	-4.997902	-1.272634
mcog_merton	-1.625188	1.15337	-1.41	0.159	-3.885752	.6353752
tobingq	-.1414121	1.454707	-0.10	0.923	-2.992585	2.709761
lnta	-.0852463	.1321117	-0.65	0.519	-.3441804	.1736879
institutional	.779097	.4579116	1.70	0.089	-.1183933	1.676587
return	-7.862001	1.449032	-5.43	0.000	-10.70205	-5.021951
volatility	1.52591	2.017601	0.76	0.449	-2.428515	5.480336
lev	-.9477854	.6529771	-1.45	0.147	-2.227597	.3320261
cashflow	.8382867	.6179042	1.36	0.175	-.3727833	2.049357
_cons	2.967783	3.645416	0.81	0.416	-4.177101	10.11267
/lnsig2u	.6240495	.4147795			-.1889033	1.437002
sigma_u	1.366189	.2833335			.9098717	2.051356
rho	.361976	.0957931			.201049	.5612299

```
. xtlogit recovery birth growth mature cog_merton bcog_merton gcog_merton mcog_merton tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow
> ,re vce(bootstrap)or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      612
Group variable: stt                    Number of groups   =      311

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =              1
                                         avg =              2.0
                                         max =              7

Integration method: mvaghermite        Integration pts.   =      12

Wald chi2(14) = 133.48
Log likelihood = -353.16862             Prob > chi2       = 0.0000
```

recovery	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	1.887006	.724092	1.65	0.098	.8894995	4.003141
growth	1.116614	.3528136	0.35	0.727	.6011061	2.074221
mature	.8145668	.1979415	-0.84	0.399	.5059212	1.311507
cog_merton	2.031254	1.619365	0.89	0.374	.4257611	9.690867
bcog_merton	.3077476	.3768004	-0.96	0.336	.0279254	3.391485
gcog_merton	.0434881	.0438548	-3.11	0.002	.0060255	.31387
mcog_merton	.1968746	.1573861	-2.03	0.042	.0410884	.9433216
tobinq	.8681315	1.370678	-0.09	0.929	.0393222	19.16606
lnta	.9182861	.1162304	-0.67	0.501	.7165372	1.17684
institutional	2.179503	.8127775	2.09	0.037	1.04937	4.52675
return	.0003851	.0007985	-3.79	0.000	6.62e-06	.0224086
volatility	4.599329	6.139663	1.14	0.253	.3360641	62.94581
lev	.3875984	.1975365	-1.86	0.063	.1427492	1.052423
cashflow	2.312402	1.709604	1.13	0.257	.5429418	9.848574
_cons	19.44876	64.31549	0.90	0.369	.0297877	12698.34
/lnsig2u	.6240495	.3575017			-.0766408	1.32474
sigma_u	1.366189	.2442073			.9624045	1.939383
rho	.361976	.0825648			.2196875	.5334232

**Kết quả kiểm định bảng 4.17 từ mô hình (3.7) ở phương án cắt giảm GVHB (COG).
(KQTC được tính dựa theo số liệu tài chính thực tế công ty: FD_thucte)**

. xtlogit recovery birth growth mature cog_tte bcog gcog mcog tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)

```

Random-effects logistic regression          Number of obs    =    1,064
Group variable: stt                       Number of groups =     391

Random effects u_i ~ Gaussian              Obs per group:
                                           min =           1
                                           avg =           2.7
                                           max =           9

Integration method: mvaghermite            Integration pts. =    12

                                           Wald chi2(14)    =    25.82
                                           Prob > chi2      =    0.0273

Log likelihood = -668.28926

```

recovery	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.1967128	.3027112	-0.65	0.516	-.7900159	.3965902
growth	-.0175068	.2102949	-0.08	0.934	-.4296772	.3946636
mature	-.1610428	.1975191	-0.82	0.415	-.5481731	.2260875
cog_tte	.5447307	.4731377	1.15	0.250	-.3826023	1.472064
bcog	-1.411557	.7383497	-1.91	0.056	-2.858696	.0355817
gcog	.1676113	.715482	0.23	0.815	-1.234708	1.56993
mcog	-.5068566	.828085	-0.61	0.540	-2.129873	1.11616
tobinq	-.0470695	.1428904	-0.33	0.742	-.3271294	.2329905
lnta	-.0272802	.0465528	-0.59	0.558	-.118522	.0639615
institutional	.4311763	.2819293	1.53	0.126	-.1213951	.9837476
return	3.700646	1.386757	2.67	0.008	.9826535	6.418639
volatility	.8347349	.9480922	0.88	0.379	-1.023492	2.692962
lev	.1565428	.2344483	0.67	0.504	-.3029674	.6160531
cashflow	-.8690407	.5619181	-1.55	0.122	-1.97038	.2322986
_cons	-.0906822	1.179018	-0.08	0.939	-2.401515	2.220151
/lnsig2u	-1.696507	3.839375			-9.221545	5.82853
sigma_u	.428162	.8219372			.0099441	18.43526
rho	.0527822	.1919543			.0000301	.9904127

```
. xtlogit recovery birth growth mature cog_tte bcog gcog mcog tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =    1,064
Group variable: stt                    Number of groups =     391

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =          1
                                         avg =          2.7
                                         max =          9

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =     12

Log likelihood = -668.28926             Wald chi2(14)   =    32.33
                                         Prob > chi2     =    0.0036
```

recovery	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.8214265	.2046629	-0.79	0.430	.5040657	1.338598
growth	.9826455	.1932569	-0.09	0.929	.6683302	1.444783
mature	.8512557	.1412681	-0.97	0.332	.6148948	1.178472
cog_tte	1.724144	.6547547	1.43	0.151	.8190762	3.629299
bcog	.2437634	.1752604	-1.96	0.050	.0595626	.9976158
gcog	1.182477	.7375984	0.27	0.788	.3482052	4.015597
mcog	.6023861	.4780178	-0.64	0.523	.127178	2.853237
tobinq	.9540211	.1329596	-0.34	0.736	.7259857	1.253683
lnta	.9730885	.0599588	-0.44	0.658	.8623903	1.097996
institutional	1.539067	.558531	1.19	0.235	.7557086	3.134444
return	40.47346	52.0604	2.88	0.004	3.252989	503.5679
volatility	2.304203	1.979172	0.97	0.331	.4279469	12.40657
lev	1.169461	.2738131	0.67	0.504	.7390752	1.850473
cashflow	.4193537	.1700925	-2.14	0.032	.1893772	.9286096
_cons	.9133079	1.488932	-0.06	0.956	.0374055	22.29972
/lnsig2u	-1.696507	3.634965			-8.820907	5.427892
sigma_u	.428162	.7781768			.0121497	15.0887
rho	.0527822	.1817346			.0000449	.9857556

**Kết quả kiểm định bảng 4.18 từ mô hình (3.7) ở phương án cắt giảm lao động EMP
(KQTC được tính theo mô hình KMV Merton: FD_KMV Merton)**

```
. xtlogit recovery birth growth mature emp_merton bemp gemp memp tobing lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      612
Group variable: stt                    Number of groups   =      311
```

```
Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =      1
                                         avg =      2.0
                                         max =      7
```

```
Integration method: mvaghermite        Integration pts.   =      12
```

```
Wald chi2(14)                          =      94.28
Prob > chi2                              =      0.0000
Log likelihood = -353.06708
```

recovery	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.7677891	.5579759	1.38	0.169	-.3258236	1.861402
growth	.0441935	.399249	0.11	0.912	-.7383202	.8267072
mature	-.3200472	.3033476	-1.06	0.291	-.9145976	.2745033
emp_merton	.53161	.6934246	0.77	0.443	-.8274772	1.890697
bemp	-2.362147	1.359274	-1.74	0.082	-5.026275	.3019823
gemp	-.8418845	1.241355	-0.68	0.498	-3.274896	1.591127
memp	.1916805	.9748946	0.20	0.844	-1.719078	2.102439
tobinq	-.1390247	1.646355	-0.08	0.933	-3.365821	3.087771
lnta	-.0770196	.1269901	-0.61	0.544	-.3259156	.1718765
institutional	.8703577	.614628	1.42	0.157	-.3342911	2.075006
return	-7.897844	1.965297	-4.02	0.000	-11.74976	-4.045932
volatility	1.202838	1.839358	0.65	0.513	-2.402238	4.807914
lev	-.9958828	.4940571	-2.02	0.044	-1.964217	-.0275488
cashflow	.6030148	.5347292	1.13	0.259	-.4450352	1.651065
_cons	2.818115	3.260332	0.86	0.387	-3.572018	9.208248
/lnsig2u	.7254488	.3957153			-.0501389	1.501037
sigma_u	1.43724	.2843689			.9752422	2.118097
rho	.3857059	.0937595			.2242643	.5769314

```
. xtlogit recovery birth growth mature emp_merton bemp gemp memp tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      612
Group variable: stt                    Number of groups =      311

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =          1
                                         avg =          2.0
                                         max =          7

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =      12

Log likelihood = -353.06708             Wald chi2(14)   =      84.75
                                         Prob > chi2     =      0.0000
```

recovery	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	2.154996	.9819855	1.68	0.092	.8822107	5.264059
growth	1.045185	.397785	0.12	0.908	.4957191	2.203689
mature	.7261148	.252311	-0.92	0.357	.367476	1.434768
emp_merton	1.70167	1.308015	0.69	0.489	.3772125	7.676523
bemp	.0942178	.124167	-1.79	0.073	.007118	1.247119
gemp	.4308977	.5055159	-0.72	0.473	.0432286	4.295142
memp	1.211283	1.437696	0.16	0.872	.1182874	12.40376
tobinq	.8702065	1.27209	-0.10	0.924	.0495808	15.27323
lnta	.9258718	.1519844	-0.47	0.639	.6711565	1.277256
institutional	2.387765	1.310769	1.59	0.113	.8141837	7.002622
return	.0003715	.0007108	-4.13	0.000	8.74e-06	.0157911
volatility	3.329552	6.463721	0.62	0.536	.0741196	149.5681
lev	.3693972	.1804055	-2.04	0.041	.1418356	.9620594
cashflow	1.82762	1.545504	0.71	0.476	.3484	9.587244
_cons	16.74526	70.61966	0.67	0.504	.0043065	65111.64
/lnsig2u	.7254488	.3199459			.0983663	1.352531
sigma_u	1.43724	.2299195			1.050413	1.96652
rho	.3857059	.075807			.2511513	.5403331

Kết quả kiểm định bảng 4.18 từ mô hình (3.7) ở phương án cắt giảm lao động EMP
(KQTC được tính dựa theo số liệu tài chính thực tế công ty: FD_thucte)

. xtlogit recovery birth growth mature emp bemp gemp memp tobing lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)

```

Random-effects logistic regression           Number of obs   =       860
Group variable: stt                        Number of groups =       354

Random effects u_i ~ Gaussian              Obs per group:
                                           min =           1
                                           avg =           2.4
                                           max =           8

Integration method: mvaghermite            Integration pts. =       12

Wald chi2(14) =       22.90
Prob > chi2   =       0.0620

Log likelihood = -536.40151

```

recovery	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.3890897	.2200986	-1.77	0.077	-.8204751	.0422957
growth	.0626917	.1972364	0.32	0.751	-.3238845	.4492679
mature	-.3123888	.187905	-1.66	0.096	-.6806758	.0558981
emp	-.3269754	.1894416	-1.73	0.084	-.698274	.0443232
bemp	.1628725	.4962399	0.33	0.743	-.8097399	1.135485
gemp	.2500164	.3887743	0.64	0.520	-.5119672	1.012
memp	.2617397	.3440848	0.76	0.447	-.4126541	.9361334
tobinq	-.1196213	.118799	-1.01	0.314	-.352463	.1132204
lnta	-.0274008	.0732679	-0.37	0.708	-.1710033	.1162016
institutional	.6421531	.3121605	2.06	0.040	.0303297	1.253976
return	2.973841	1.402899	2.12	0.034	.2242084	5.723473
volatility	1.042108	.959871	1.09	0.278	-.8392049	2.92342
lev	.3037862	.3418721	0.89	0.374	-.3662709	.9738432
cashflow	-.48226	.6293517	-0.77	0.444	-1.715767	.7512467
_cons	-.0966949	1.904417	-0.05	0.960	-3.829284	3.635895
/lnsig2u	-1.409834	3.788805			-8.835755	6.016087
sigma_u	.4941496	.9361182			.0120598	20.24775
rho	.0690946	.2436979			.0000442	.9920393

. xtlogit recovery birth growth mature emp bemp gemp memp tobing lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap) or

```

Random-effects logistic regression          Number of obs   =       860
Group variable: stt                       Number of groups =       354

Random effects u_i ~ Gaussian              Obs per group:
                                          min =           1
                                          avg =           2.4
                                          max =           8

Integration method: mvaghermite           Integration pts. =       12

Wald chi2(14)                             =       30.67
Log likelihood = -536.40151                 Prob > chi2      =       0.0062
    
```

recovery	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.6776735	.155775	-1.69	0.091	.431874	1.063369
growth	1.064699	.2153035	0.31	0.757	.7163026	1.582548
mature	.731697	.1062721	-2.15	0.031	.5504302	.9726583
emp	.7211015	.1368809	-1.72	0.085	.4970724	1.0461
bemp	1.176887	.6229041	0.31	0.758	.4170706	3.32093
gemp	1.284046	.585062	0.55	0.583	.5257023	3.136329
memp	1.299188	.492242	0.69	0.490	.6182515	2.730103
tobinq	.8872564	.1084244	-0.98	0.328	.6982817	1.127373
lnta	.9729712	.0600694	-0.44	0.657	.8620816	1.098124
institutional	1.900569	.6893843	1.77	0.077	.9335363	3.869331
return	19.56693	29.29948	1.99	0.047	1.039765	368.2224
volatility	2.835186	2.784023	1.06	0.289	.4137527	19.42775
lev	1.354979	.4303284	0.96	0.339	.7271085	2.525027
cashflow	.6173865	.3374345	-0.88	0.378	.2115097	1.802121
_cons	.9078329	1.477751	-0.06	0.953	.0373627	22.05837
/lnsig2u	-1.409834	3.235627			-7.751547	4.931879
sigma_u	.4941496	.7994419			.0207383	11.77454
rho	.0690946	.2081172			.0001307	.9768204

**Kết quả kiểm định bảng 4.19 từ mô hình (3.7) ở chiến lược TCT tài sản ASSET
(KQTC được tính theo mô hình KMV Merton: FD_KMV Merton)**

```
. xtlogit recovery birth growth mature asset_merton basset gasset masset tobing lnta institutional return volatility lev cashflow,re vce(boots
> trap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      612
Group variable: stt                    Number of groups   =      311

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =              1
                                         avg =              2.0
                                         max =              7

Integration method: mvaghermite        Integration pts.   =      12

Wald chi2(14)                          =      48.55
Prob > chi2                             =      0.0000

Log likelihood = -352.18116
```

recovery	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.6101856	.5145422	1.19	0.236	-.3982986	1.61867
growth	.2632403	.3044913	0.86	0.387	-.3335517	.8600323
mature	-.0673896	.3459104	-0.19	0.846	-.7453615	.6105822
asset_merton	.692533	.5327903	1.30	0.194	-.3517168	1.736783
basset	.6167434	1.215423	0.51	0.612	-1.765442	2.998929
gasset	-1.981043	.8864421	-2.23	0.025	-3.718437	-.2436482
masset	-1.280072	.9267362	-1.38	0.167	-3.096442	.5362973
tobinq	-.1525193	1.391606	-0.11	0.913	-2.880017	2.574979
lnta	-.0747519	.1429821	-0.52	0.601	-.3549916	.2054879
institutional	.8977658	.6751078	1.33	0.184	-.4254212	2.220953
return	-8.216635	1.941361	-4.23	0.000	-12.02163	-4.411638
volatility	1.425332	1.618839	0.88	0.379	-1.747533	4.598198
lev	-1.080173	.4695487	-2.30	0.021	-2.000472	-.1598745
cashflow	.742101	.6757883	1.10	0.272	-.5824197	2.066622
_cons	2.641618	3.795825	0.70	0.486	-4.798062	10.0813
/lnsig2u	.7169405	.3260714			.0778523	1.356029
sigma_u	1.431138	.2333267			1.039694	1.969962
rho	.3836919	.0771069			.2473129	.5412017

```
. xtlogit recovery birth growth mature asset_merton basset gasset masset tobiq lnta institutional return volatility lev cashflow,re vce(boots
> trap)or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      612
Group variable: stt                    Number of groups =      311
```

```
Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =          1
                                         avg =          2.0
                                         max =          7
```

```
Integration method: mvaghermite        Integration pts. =      12
```

```
Wald chi2(14) =      58.17
Prob > chi2 =      0.0000
Log likelihood = -352.18116
```

recovery	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	1.840773	.8041131	1.40	0.162	.7819267	4.333456
growth	1.301139	.4251526	0.81	0.420	.6857885	2.468638
mature	.9348309	.3638608	-0.17	0.863	.4359363	2.004671
asset_merton	1.998772	1.215135	1.14	0.255	.6071321	6.580264
basset	1.852884	2.030456	0.56	0.574	.2163076	15.87175
gasset	.1379253	.1127289	-2.42	0.015	.0277934	.6844577
masset	.2780172	.2542874	-1.40	0.162	.0462938	1.669629
tobiq	.8585423	1.199997	-0.11	0.913	.0554658	13.28919
lnta	.9279737	.1041175	-0.67	0.505	.7447867	1.156217
institutional	2.454114	1.404059	1.57	0.117	.7996526	7.531615
return	.0002701	.000538	-4.13	0.000	5.45e-06	.0133946
volatility	4.159239	6.594879	0.90	0.369	.1859307	93.04151
lev	.3395367	.1691375	-2.17	0.030	.1278991	.901376
cashflow	2.100344	1.381627	1.13	0.259	.5785774	7.624639
_cons	14.0359	44.76271	0.83	0.407	.0270784	7275.406
/lnsig2u	.7169405	.381244			-.030284	1.464165
sigma_u	1.431138	.2728065			.9849721	2.079406
rho	.3836919	.0901537			.2277374	.5679072

**Kết quả kiểm định bảng 4.19 từ mô hình (3.7) ở chiến lược TCT tài sản ASSET
(KQTC được tính dựa theo số liệu tài chính thực tế công ty: FD_thucte)**

```
. xtlogit recovery birth growth mature asset_tte basset_tte gasset_tte masset_tte tobing lnta institutional return volatility lev cashflow, re
> vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      1,064
Group variable: stt                    Number of groups =       391

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =           1
                                         avg =          2.7
                                         max =           9

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =       12

Wald chi2(14) =          27.86
Log likelihood = -668.76228            Prob > chi2      =       0.0148
```

recovery	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.1766449	.2185873	-0.81	0.419	-.6050682	.2517784
growth	.0204708	.2166642	0.09	0.925	-.4041831	.4451248
mature	-.1405512	.1727567	-0.81	0.416	-.4791481	.1980457
asset_tte	.5105697	.3048855	1.67	0.094	-.0869949	1.108134
basset_tte	-1.13852	.7509643	-1.52	0.129	-2.610383	.3333431
gasset_tte	-.0394277	.6311882	-0.06	0.950	-1.276534	1.197678
masset_tte	-.4854821	.6766643	-0.72	0.473	-1.811172	.8407555
tobinq	-.0456002	.1252984	-0.36	0.716	-.2911805	.19998
lnta	-.0292548	.0570442	-0.51	0.608	-.1410594	.0825498
institutional	.4617711	.2845798	1.62	0.105	-.0959949	1.019537
return	3.669121	1.582305	2.32	0.020	.567861	6.770382
volatility	.8135828	.9222247	0.88	0.378	-.9939444	2.62111
lev	.1516542	.2475731	0.61	0.540	-.3335801	.6368885
cashflow	-.8562951	.5394141	-1.59	0.112	-1.913527	.2009371
_cons	-.0681204	1.527412	-0.04	0.964	-3.061792	2.925552
/lnsig2u	-1.627177	3.884409			-9.240478	5.986124
sigma_u	.4432645	.8609103			.0098504	19.94667
rho	.0563579	.2065794			.0000295	.9917991

```
. xtlogit recovery birth growth mature asset_tte basset_tte gasset_tte masset_tte tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re
> vce(bootstrap) or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      1,064
Group variable: stt                    Number of groups =      391
```

```
Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =          1
                                         avg =          2.7
                                         max =          9
```

```
Integration method: mvaghermite        Integration pts. =      12
```

```
Wald chi2(14) =      51.52
Prob > chi2 =      0.0000
Log likelihood = -668.76228
```

recovery	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.8380773	.1915564	-0.77	0.440	.5354611	1.311717
growth	1.020682	.1919551	0.11	0.913	.7060064	1.475612
mature	.8688792	.1736018	-0.70	0.482	.5873399	1.285373
asset_tte	1.66624	.4829682	1.76	0.078	.9440881	2.940781
basset_tte	.3202928	.2688602	-1.36	0.175	.0618061	1.659827
gasset_tte	.9613395	.5912039	-0.06	0.949	.2880086	3.208841
masset_tte	.6154004	.4515481	-0.66	0.508	.1460802	2.592532
tobinq	.9554238	.1093329	-0.40	0.690	.763466	1.195646
lnta	.971169	.046018	-0.62	0.537	.8850369	1.065684
institutional	1.586882	.4961747	1.48	0.140	.8597995	2.928816
return	39.21743	45.12075	3.19	0.001	4.112899	373.9472
volatility	2.255976	2.340264	0.78	0.433	.2953454	17.23212
lev	1.163758	.324949	0.54	0.587	.6732661	2.011585
cashflow	.4247327	.2123714	-1.71	0.087	.1594061	1.131688
_cons	.934148	1.164448	-0.05	0.956	.081164	10.75147
/lnsig2u	-1.627177	3.685827			-8.851266	5.596912
sigma_u	.4432645	.8168982			.0119666	16.41927
rho	.0563579	.1960185			.0000435	.987944

Kết quả kiểm định bảng 4.20 từ mô hình (3.7) ở phương án cắt giảm không chi trả cổ tức DIV (KQTC được tính theo mô hình KMV Merton: FD_KMV Merton)

```
. xtlogit recovery birth growth mature div_merton bdiv gdiv mdiv tobing lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      612
Group variable: stt                    Number of groups =      311

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =           1
                                         avg =           2.0
                                         max =           7

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =      12

Wald chi2(14) = 53.99
Prob > chi2 = 0.0000

Log likelihood = -352.51878
```

recovery	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.6463024	.5399523	1.20	0.231	-.4119846	1.704589
growth	.1765514	.383813	0.46	0.646	-.5757083	.928811
mature	-.0375469	.3510969	-0.11	0.915	-.7256843	.6505904
div_merton	.9491906	.5711547	1.66	0.097	-.1702521	2.068633
bdiv	.1290318	1.075486	0.12	0.905	-1.978881	2.236945
gdiv	-1.822594	1.155982	-1.58	0.115	-4.088277	.4430883
mdiv	-1.698751	1.026951	-1.65	0.098	-3.711538	.3140363
tobinq	-.1496257	1.651311	-0.09	0.928	-3.386136	3.086885
lnta	-.0751711	.1297617	-0.58	0.562	-.3294993	.1791571
institutional	.8924829	.5728603	1.56	0.119	-.2303026	2.015268
return	-8.252285	2.313719	-3.57	0.000	-12.78709	-3.717478
volatility	1.415375	1.573316	0.90	0.368	-1.668268	4.499018
lev	-1.071635	.5483961	-1.95	0.051	-2.146471	.0032018
cashflow	.6486471	.7625218	0.85	0.395	-.8458682	2.143162
_cons	2.638835	3.307383	0.80	0.425	-3.843517	9.121187
/lnsig2u	.706933	.34913			.0226509	1.391215
sigma_u	1.423995	.2485797			1.01139	2.004927
rho	.3813282	.0823657			.2371811	.549925

```
. xtlogit recovery birth growth mature div_merton bdiv gdiv mdiv tobing lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap) or
```

```
Random-effects logistic regression           Number of obs   =       612
Group variable: stt                         Number of groups =       311

Random effects u_i ~ Gaussian              Obs per group:
                                           min =           1
                                           avg =           2.0
                                           max =           7

Integration method: mvaghermite            Integration pts. =       12

Wald chi2(14) =       71.12
Log likelihood = -352.51878                Prob > chi2     =       0.0000
```

recovery	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	1.908471	.7338254	1.68	0.093	.8982358	4.054905
growth	1.193096	.3457581	0.61	0.542	.6760795	2.105488
mature	.9631492	.3345192	-0.11	0.914	.4875912	1.902529
div_merton	2.583618	1.429232	1.72	0.086	.8736789	7.640199
bdiv	1.137726	1.434498	0.10	0.918	.0961177	13.46704
gdiv	.1616059	.1945669	-1.51	0.130	.0152632	1.711075
mdiv	.1829118	.1742876	-1.78	0.075	.0282601	1.183884
tobinq	.8610302	1.527334	-0.08	0.933	.0266145	27.85593
lnta	.9275848	.0965904	-0.72	0.470	.75634	1.137602
institutional	2.441183	1.448308	1.50	0.132	.7631302	7.809121
return	.0002607	.0004417	-4.87	0.000	9.41e-06	.0072176
volatility	4.11803	6.984237	0.83	0.404	.1482653	114.3772
lev	.3424482	.1626291	-2.26	0.024	.1350076	.8686235
cashflow	1.912951	1.367328	0.91	0.364	.4712888	7.764627
_cons	13.99689	43.20417	0.85	0.393	.0330088	5935.169
/lnsig2u	.706933	.3749443			-.0279442	1.44181
sigma_u	1.423995	.2669594			.9861251	2.056294
rho	.3813282	.0884557			.2281492	.5624135

Kết quả kiểm định bảng 4.20 từ mô hình (3.7) ở phương án cắt giảm không chi trả cổ tức DIV (KQTC được tính dựa theo số liệu tài chính thực tế công ty: FD_thucte)

```
. xtlogit recovery birth growth mature div_tte bdiv gdiv mdiv tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow,re vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression          Number of obs   =       956
Group variable: stt                       Number of groups =       372

Random effects u_i ~ Gaussian              Obs per group:
                                          min =           1
                                          avg =           2.6
                                          max =           9

Integration method: mvaghermite            Integration pts. =       12

Wald chi2(14)                             =       30.74
Prob > chi2                                =       0.0060

Log likelihood = -598.70171
```

recovery	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.0953166	.2312188	-0.41	0.680	-.5484971	.3578639
growth	.1365122	.235695	0.58	0.562	-.3254416	.598466
mature	-.0516822	.1977332	-0.26	0.794	-.4392322	.3358677
div_tte	.5957244	.3393939	1.76	0.079	-.0694754	1.260924
bdiv	-1.004281	.9465483	-1.06	0.289	-2.859482	.8509192
gdiv	-.590679	.8359228	-0.71	0.480	-2.229058	1.0477
mdiv	-1.693828	.705014	-2.40	0.016	-3.07563	-.312026
tobinq	-.1129045	.1230732	-0.92	0.359	-.3541235	.1283145
lnta	-.0414099	.0476579	-0.87	0.385	-.1348176	.0519978
institutional	.3551364	.2550415	1.39	0.164	-.1447358	.8550086
return	3.267718	1.494175	2.19	0.029	.339189	6.196247
volatility	1.040666	.8425531	1.24	0.217	-.6107074	2.69204
lev	.1029769	.2823418	0.36	0.715	-.4504028	.6563567
cashflow	-.8777957	.6400087	-1.37	0.170	-2.13219	.3765984
_cons	.3026056	1.278993	0.24	0.813	-2.204175	2.809387
/lnsig2u	-1.902454	4.553336			-10.82683	7.021921
sigma_u	.3862667	.8794011			.0044564	33.48041
rho	.0433844	.1889734			6.04e-06	.9970737


```
. xtlogit recovery birth growth mature div_tte bdiv gdiv mdiv tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootstrap) or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      956
Group variable: stt                    Number of groups =      372

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =           1
                                         avg =          2.6
                                         max =           9

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =      12

Wald chi2(14)                          =      28.17
Log likelihood = -598.70171              Prob > chi2     =      0.0135
```

recovery	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.9090851	.1933554	-0.45	0.654	.5991844	1.379268
growth	1.146269	.2214402	0.71	0.480	.7849616	1.673881
mature	.9496306	.1494515	-0.33	0.743	.6975797	1.292753
div_tte	1.814345	.6188917	1.75	0.081	.92975	3.540572
bdiv	.3663078	.2969784	-1.24	0.215	.0747735	1.794505
gdiv	.553951	.3345807	-0.98	0.328	.1695721	1.809624
mdiv	.1838145	.1272028	-2.45	0.014	.0473515	.7135521
tobinq	.893236	.1215304	-0.83	0.407	.6841556	1.166212
lnta	.9594358	.0627768	-0.63	0.527	.8439583	1.090714
institutional	1.426375	.4816165	1.05	0.293	.7359105	2.764665
return	26.25136	42.88604	2.00	0.045	1.067997	645.2583
volatility	2.831103	2.99914	0.98	0.326	.3550028	22.57769
lev	1.108466	.2917139	0.39	0.696	.6617781	1.856659
cashflow	.4156982	.2590576	-1.41	0.159	.1225521	1.410054
_cons	1.353381	2.260337	0.18	0.856	.0512617	35.73115
/lnsig2u	-1.902454	5.843509			-13.35552	9.550612
sigma_u	.3862667	1.128576			.0012586	118.5466
rho	.0433844	.2425184			4.81e-07	.999766

Kết quả kiểm định bảng 4.21 từ mô hình (3.7) ở phương án sử dụng tài trợ nợ NetDebt (KQTC được tính theo mô hình KMV Merton: FD_KMV Merton)

```
. xtlogit recovery birth growth mature netdebt_merton bdebt gdebt mdebt tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow, re vce(bootst
> rap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      612
Group variable: stt                    Number of groups   =      311

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =              1
                                         avg =              2.0
                                         max =              7

Integration method: mvaghermite        Integration pts.   =      12

Wald chi2(14)                          =      76.73
Prob > chi2                             =      0.0000

Log likelihood = -351.80248
```

recovery	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.5760418	.4764466	1.21	0.227	-.3577764	1.50986
growth	.2023615	.3094293	0.65	0.513	-.4041089	.8088318
mature	-.1486946	.3607393	-0.41	0.680	-.8557307	.5583414
netdebt_merton	.5852012	.7282257	0.80	0.422	-.8420948	2.012497
bdebt	1.127363	.9606119	1.17	0.241	-.7554018	3.010128
gdebt	-2.838864	1.65015	-1.72	0.085	-6.073098	.3953714
mdebt	-.9790519	1.172834	-0.83	0.404	-3.277764	1.31966
tobinq	-.1475374	1.888073	-0.08	0.938	-3.848093	3.553018
lnta	-.083824	.1453226	-0.58	0.564	-.368651	.2010031
institutional	.8738185	.4276083	2.04	0.041	.0357215	1.711915
return	-8.165513	1.917022	-4.26	0.000	-11.92281	-4.408219
volatility	1.344535	1.85373	0.73	0.468	-2.288709	4.977779
lev	-1.035546	.621462	-1.67	0.096	-2.253589	.1824971
cashflow	.8608149	.5437551	1.58	0.113	-.2049254	1.926555
_cons	2.941303	3.715285	0.79	0.429	-4.340521	10.22313
/lnsig2u	.7142591	.3222479			.0826649	1.345853
sigma_u	1.429221	.2302817			1.042199	1.959965
rho	.3830581	.0761551			.2482099	.5386741

```
. xtlogit recovery birth growth mature netdebt_merton bdebt gdebt mdebt tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow,re vce(bootst
> rap)or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      612
Group variable: stt                    Number of groups =      311
```

```
Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =          1
                                         avg =          2.0
                                         max =          7
```

```
Integration method: mvaghermite        Integration pts. =      12
```

```
Log likelihood = -351.80248             Wald chi2(14)   =      102.10
                                         Prob > chi2     =      0.0000
```

recovery	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	1.778983	.6251318	1.64	0.101	.8934306	3.542278
growth	1.22429	.417853	0.59	0.553	.6271444	2.390019
mature	.8618323	.2781451	-0.46	0.645	.4578345	1.622322
netdebt_merton	1.795352	.9350632	1.12	0.261	.6468791	4.982831
bdebt	3.087504	3.293507	1.06	0.291	.3816035	24.98059
gdebt	.0584921	.0823429	-2.02	0.044	.0037052	.9233906
mdebt	.3756671	.3648994	-1.01	0.313	.0559757	2.521198
tobinq	.8628302	1.412425	-0.09	0.928	.0348767	21.34592
lnta	.9195931	.1112243	-0.69	0.488	.7255098	1.165596
institutional	2.396043	1.210259	1.73	0.084	.8903205	6.448262
return	.0002843	.0005104	-4.55	0.000	8.42e-06	.0095964
volatility	3.836402	7.141958	0.72	0.470	.0998395	147.4164
lev	.3550325	.1925445	-1.91	0.056	.1226413	1.027779
cashflow	2.365087	1.710427	1.19	0.234	.5731385	9.759661
_cons	18.94051	62.16664	0.90	0.370	.030449	11781.76
/lnsig2u	.7142591	.3057222			.1150545	1.313464
sigma_u	1.429221	.2184723			1.059214	1.928479
rho	.3830581	.0722497			.254303	.5306157

Kết quả kiểm định bảng 4.21 từ mô hình (3.7) ở phương án sử dụng tài trợ nợ NetDebt (KQTC được tính dựa theo số liệu tài chính thực tế công ty: FD_thucte)

```
. xtlogit recovery birth growth mature netdebt_tte bNetdebt_tt gNetdebt_tt mNetdebt_tt tobinq lnta institutional return volatility lev cashflow
> w,re vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs   =      1,064
Group variable: stt                    Number of groups =       391

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =           1
                                         avg =           2.7
                                         max =           9

Integration method: mvaghermite        Integration pts. =       12

Wald chi2(14)                          =       31.20
Prob > chi2                             =       0.0052

Log likelihood = -670.52739
```

recovery	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.2699672	.2098536	-1.29	0.198	-.6812726	.1413383
growth	-.005109	.2305322	-0.02	0.982	-.4569438	.4467257
mature	-.1990996	.1793849	-1.11	0.267	-.5506876	.1524884
netdebt_tte	.1829051	.4875472	0.38	0.708	-.7726697	1.13848
bNetdebt_tt	-.5346357	.7967619	-0.67	0.502	-2.09626	1.026989
gNetdebt_tt	-.0518015	.8433579	-0.06	0.951	-1.704753	1.60115
mNetdebt_tt	-.1980703	.8318429	-0.24	0.812	-1.828453	1.432312
tobinq	-.0323455	.1337467	-0.24	0.809	-.2944842	.2297933
lnta	-.0342092	.0636792	-0.54	0.591	-.159018	.0905997
institutional	.3877221	.3281544	1.18	0.237	-.2554488	1.030893
return	3.476738	1.549687	2.24	0.025	.4394079	6.514069
volatility	.8241377	1.013631	0.81	0.416	-1.162543	2.810818
lev	.1945312	.2773682	0.70	0.483	-.3491005	.7381628
cashflow	-.8371798	.434776	-1.93	0.054	-1.689325	.0149655
_cons	.1319778	1.56521	0.08	0.933	-2.935778	3.199733
/lnsig2u	-1.657652	3.282403			-8.091044	4.77574
sigma_u	.4365615	.7164854			.0175006	10.89027
rho	.0547589	.1698984			.0000931	.9730091

```
. xtlogit recovery birth growth mature netdebt_tte bNetdebt_tt gNetdebt_tt mNetdebt_tt tobing lnta institutional return volatility lev cashflo
> w,re vce(bootstrap)or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      1,064
Group variable: stt                    Number of groups   =       391
```

```
Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =          1
                                         avg =         2.7
                                         max =          9
```

```
Integration method: mvaghermite       Integration pts.   =       12
```

```
Wald chi2(14) = 44.70
Prob > chi2 = 0.0000
Log likelihood = -670.52739
```

recovery	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.7634046	.1683242	-1.22	0.221	.4955324	1.176082
growth	.994904	.2220684	-0.02	0.982	.642374	1.5409
mature	.8194683	.1524229	-1.07	0.284	.5691239	1.179933
netdebt_tte	1.200701	.5903466	0.37	0.710	.4580636	3.14734
bNetdebt_tt	.5858827	.4848726	-0.65	0.518	.1157076	2.966603
gNetdebt_tt	.9495173	.8757348	-0.06	0.955	.1557558	5.78844
mNetdebt_tt	.8203122	.8150534	-0.20	0.842	.1170131	5.750743
tobing	.9681721	.0792756	-0.40	0.693	.8246216	1.136712
lnta	.9663694	.0559149	-0.59	0.554	.8627639	1.082416
institutional	1.47362	.4503687	1.27	0.205	.8095447	2.682442
return	32.35402	39.90408	2.82	0.005	2.884646	362.8809
volatility	2.279914	2.220792	0.85	0.398	.3379013	15.38321
lev	1.214741	.3281747	0.72	0.471	.7153574	2.06274
cashflow	.4329298	.1804207	-2.01	0.045	.1912867	.9798287
_cons	1.141083	1.718469	0.09	0.930	.0596223	21.83864
/lnsig2u	-1.657652	3.772152			-9.050934	5.735629
sigma_u	.4365615	.8233881			.0108297	17.59852
rho	.0547589	.195248			.0000356	.9894892

**Kết quả kiểm định bảng 4.22 từ mô hình (3.7) ở phương án phát hành vốn cổ phần
NetEquity (KQTC được tính theo mô hình KMV Merton: FD_KMV Merton)**

```
. xtlogit recovery birth growth mature netequity_merton bequity_merton gequity_merton mequity_merton tobing lnta institutional return volatili
> ty lev cashflow, re vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      612
Group variable: stt                    Number of groups   =      311

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group:
                                         min =              1
                                         avg =              2.0
                                         max =              7

Integration method: mvaghermite        Integration pts.   =      12

Wald chi2(14)                          =      42.45
Log likelihood = -354.41167              Prob > chi2       =      0.0001
```

recovery	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.3239322	.7803192	-0.42	0.678	-1.85333	1.205465
growth	-.0301672	.9468388	-0.03	0.975	-1.885937	1.825603
mature	-.3919255	.6648408	-0.59	0.556	-1.694989	.9111385
netequity_merton	-.2837434	.5414876	-0.52	0.600	-1.34504	.7775527
bequity_merton	1.165409	.845227	1.38	0.168	-.4912053	2.822024
gequity_merton	-.0205094	1.042971	-0.02	0.984	-2.064694	2.023675
mequity_merton	.1223452	.7636529	0.16	0.873	-1.374387	1.619077
tobinq	-.1558518	1.691154	-0.09	0.927	-3.470453	3.15875
lnta	-.0784055	.1375436	-0.57	0.569	-.3479859	.191175
institutional	.7818793	.6341065	1.23	0.218	-.4609465	2.024705
return	-7.705657	2.277314	-3.38	0.001	-12.16911	-3.242203
volatility	1.072406	1.589173	0.67	0.500	-2.042316	4.187128
lev	-.999133	.5605477	-1.78	0.075	-2.097786	.0995204
cashflow	.6128608	.5578175	1.10	0.272	-.4804413	1.706163
_cons	3.202084	3.436026	0.93	0.351	-3.532404	9.936573
/lnsig2u	.675713	.3651902			-.0400466	1.391473
sigma_u	1.401939	.2559872			.9801759	2.005185
rho	.3739907	.0854989			.226025	.5499887

```
. xtlogit recovery birth growth mature netequity_merton bequity_merton gequity_merton mequity_merton tobing lnta institutional return volatili
> ty lev cashflow,re vce(bootstrap)or
```

```
Random-effects logistic regression           Number of obs   =       612
Group variable: stt                         Number of groups =       311

Random effects u_i ~ Gaussian                Obs per group:
                                             min =           1
                                             avg =           2.0
                                             max =           7

Integration method: mvaghermite             Integration pts. =       12

Wald chi2(14)                               =       65.82
Prob > chi2                                 =       0.0000

Log likelihood = -354.41167
```

recovery	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.7232993	.533427	-0.44	0.660	.1704371	3.06953
growth	.9702833	.7756891	-0.04	0.970	.2024925	4.649307
mature	.6757545	.415165	-0.64	0.524	.2026908	2.25291
netequity_merton	.7529598	.3468411	-0.62	0.538	.3052649	1.857234
bequity_merton	3.207235	2.524752	1.48	0.139	.6855836	15.00379
gequity_merton	.9796995	.8668377	-0.02	0.982	.1729618	5.549267
mequity_merton	1.130144	.7910543	0.17	0.861	.2866341	4.455945
tobinq	.855686	1.264984	-0.11	0.916	.047202	15.51202
lnta	.9245895	.1209042	-0.60	0.549	.7155523	1.194694
institutional	2.185576	1.195591	1.43	0.153	.7480438	6.385644
return	.0004503	.00092	-3.77	0.000	8.21e-06	.0246987
volatility	2.922402	5.789577	0.54	0.588	.0601759	141.9245
lev	.3681985	.1671377	-2.20	0.028	.1512492	.8963366
cashflow	1.845704	1.208887	0.94	0.349	.511267	6.663101
_cons	24.58372	87.02008	0.90	0.366	.0238568	25332.81
/lnsig2u	.675713	.3806919			-.0704294	1.421855
sigma_u	1.401939	.2668535			.9653981	2.035879
rho	.3739907	.0891282			.2207542	.5574965

Kết quả kiểm định bảng 4.22 từ mô hình (3.7) ở phương án phát hành vốn cổ phần
NetEquity (KQTC được tính dựa theo số liệu tài chính thực tế công ty: FD_thucte)

```
. xtlogit recovery birth growth mature netequity bequity_tte gequity_tte mequity_tte tobing lnta institutional return volatility lev cashflow,re vce(bootstrap)
```

```
Random-effects logistic regression          Number of obs      =      1064
Group variable: stt                       Number of groups   =       391

Random effects u_i ~ Gaussian              Obs per group: min =         1
                                           avg =         2.7
                                           max =         9

Integration method: mvaghermite           Integration points =        12

                                           Wald chi2(14)      =       213.13
Log likelihood = -667.42762                Prob > chi2        =       0.0000
```

recovery	Observed Coef.	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	-.3224614	.1986192	-1.62	0.104	-.7117478	.066825
growth	-.0105765	.212	-0.05	0.960	-.4260889	.4049359
mature	-.2066801	.1835022	-1.13	0.260	-.5663377	.1529775
netequity	-16.78865	2.915812	-5.76	0.000	-22.50353	-11.07376
bequity_tte	34.92995	5.732434	6.09	0.000	23.69458	46.16531
gequity_tte	-.0901314	.2568024	-0.35	0.726	-.5934549	.413192
mequity_tte	.1372999	.329327	0.42	0.677	-.5081692	.7827689
tobinq	-.0344385	.1140318	-0.30	0.763	-.2579368	.1890598
lnta	-.0300108	.0552888	-0.54	0.587	-.1383748	.0783532
institutional	.3218787	.3510443	0.92	0.359	-.3661555	1.009913
return	3.376108	1.282905	2.63	0.008	.8616613	5.890555
volatility	.8781071	.877674	1.00	0.317	-.8421024	2.598317
lev	.1632385	.3032459	0.54	0.590	-.4311125	.7575895
cashflow	-.8409946	.4951905	-1.70	0.089	-1.81155	.1295609
_cons	.0686684	1.508213	0.05	0.964	-2.887375	3.024712
/lnsig2u	-1.670623	3.298542			-8.135646	4.7944
sigma_u	.4337394	.7153537			.0171146	10.99236
rho	.0540914	.1687717			.000089	.9734948


```
. xtlogit recovery birth growth mature netequity bequity_tte gequity_tte mequity_tte tobing lnta institutional return volatility lev cashflow,re vce(bootstrap) or
```

```
Random-effects logistic regression      Number of obs      =      1064
Group variable: stt                    Number of groups   =       391

Random effects u_i ~ Gaussian          Obs per group: min =        1
                                       avg =       2.7
                                       max =        9

Integration method: mvaghermite        Integration points =       12

Wald chi2(14)                          =    237.68
Log likelihood = -667.42762              Prob > chi2        =     0.0000
```

recovery	Observed OR	Bootstrap Std. Err.	z	P> z	Normal-based [95% Conf. Interval]	
birth	.7243639	.1616544	-1.44	0.148	.4677312	1.121805
growth	.9894792	.2526036	-0.04	0.967	.5999347	1.63196
mature	.8132798	.1787908	-0.94	0.347	.5285821	1.251317
netequity	5.11e-08	1.33e-07	-6.43	0.000	3.07e-10	8.51e-06
bequity_tte	1.48e+15	7.95e+15	6.50	0.000	3.92e+10	5.57e+19
gequity_tte	.9138111	.3027174	-0.27	0.786	.4773969	1.749175
mequity_tte	1.147172	.3917809	0.40	0.688	.5873909	2.240423
tobinq	.9661477	.1160828	-0.29	0.774	.763434	1.222688
lnta	.970435	.050854	-0.57	0.567	.8757108	1.075405
institutional	1.379717	.5160154	0.86	0.389	.6628879	2.871707
return	29.25669	50.28631	1.96	0.050	1.007355	849.7042
volatility	2.40634	2.140495	0.99	0.324	.4209144	13.75689
lev	1.177317	.3197387	0.60	0.548	.6913886	2.004772
cashflow	.4312814	.1702429	-2.13	0.033	.1989571	.9348928
_cons	1.071081	1.342869	0.05	0.956	.0917544	12.5031
/lnsig2u	-1.670623	2.262597			-6.105231	2.763985
sigma_u	.4337394	.4906887			.0472352	3.98283
rho	.0540914	.115767			.0006777	.8282305