



THE IMPACT OF FINANCIAL DISTRESS AND FIRM LIFE CYCLE ON FINANCIAL RESTRUCTURING DECISION: EVIDENCE FROM VIETNAM

Pham Thi Ngoc Dung^{1*}, Mac Phuong Hien², Duong Kim Truc²

¹University of Economics Ho Chi Minh City, Vietnam

²Ton Duc Thang University, Vietnam

ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p>DOI: 10.52932/jfmr.v17i01.758</p> <p><i>Received:</i> February 12, 2025</p> <p><i>Accepted:</i> May 19, 2025</p> <p><i>Published:</i> February 25, 2026</p> <p>Keywords: Financial distress, Financial restructuring, Firm life cycle, Vietnam</p> <p>JEL codes: G30, G32, G34</p>	<p>This study examines the relationship between financial distress, the life cycle of firms, and their financial restructuring decisions, using data from listed companies on the Ho Chi Minh Stock Exchange between 2014 and 2023. The findings reveal that financially distressed companies are more likely to choose debt restructuring over equity restructuring. Start-up and growth-stage companies tend to favor debt restructuring due to high liquidity risk, while mature firms prioritize equity restructuring. Larger companies with strong cash flows are less likely to undergo restructuring, whereas firms with a high Tobin's Q ratio are more inclined to prefer debt restructuring. The study employs logistic regression on panel data to analyze the impact of financial distress and the business life cycle on financial restructuring decisions. It clarifies differences in restructuring strategies across life cycle stages, showing that growing businesses tend to combine debt and equity restructuring, while those in decline mainly focus on debt restructuring. Additionally, the study highlights that large firms with low cash flow are more likely to restructure to maintain financial flexibility. Managers should accurately identify the business life cycle stage to adopt appropriate restructuring strategies, avoid equity restructuring during decline phases, and optimize interest costs when restructuring debt. Investors can use the study's findings to assess firms' financial health more accurately and mitigate risks from non-transparent financial reports. Policymakers can leverage the research to support businesses, particularly small and medium enterprises, in restructuring their finances more effectively.</p>

*Corresponding author:

Email: dungptn@ueh.edu.vn



TÁC ĐỘNG CỦA KIẾT QUỆ TÀI CHÍNH VÀ VÒNG ĐỜI CỦA DOANH NGHIỆP ĐẾN QUYẾT ĐỊNH TÁI CẤU TRÚC TÀI CHÍNH: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM

Phạm Thị Ngọc Dung^{1*}, Mạc Phương Hiền², Dương Kim Trúc²

¹Đại học Kinh tế thành phố Hồ Chí Minh

²Trường Đại học Tôn Đức Thắng

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<p>DOI: 10.52932/jfmr.v17i01.758</p> <p><i>Ngày nhận bài:</i> 12/02/2025</p> <p><i>Ngày chấp nhận:</i> 19/05/2025</p> <p><i>Ngày đăng:</i> 25/02/2026</p> <p>Từ khóa: Kiết quệ tài chính, Tái cấu trúc tài chính, Vòng đời doanh nghiệp, Việt Nam</p> <p>Mã JEL: G30, G32, G34</p>	<p>Bài nghiên cứu này phân tích mối quan hệ giữa kiệt quệ tài chính, vòng đời doanh nghiệp và quyết định tái cấu trúc tài chính, dựa trên dữ liệu của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP HCM trong giai đoạn 2014-2023. Kết quả cho thấy, các công ty gặp khó khăn tài chính thường chọn tái cấu trúc nợ thay vì tái cấu trúc vốn. Các công ty ở giai đoạn khởi nghiệp và tăng trưởng có xu hướng tái cấu trúc nợ do rủi ro thanh khoản cao, trong khi các công ty trưởng thành ưu tiên tái cấu trúc vốn. Các công ty lớn với dòng tiền mạnh ít phải tái cấu trúc, trong khi các công ty có tỷ lệ Tobin's Q cao thường lựa chọn tái cấu trúc nợ. Nghiên cứu sử dụng hồi quy logistic trên dữ liệu bảng để phân tích tác động của khó khăn tài chính và chu kỳ sống doanh nghiệp đến quyết định tái cấu trúc tài chính. Nghiên cứu làm rõ sự khác biệt trong chiến lược tái cấu trúc qua các giai đoạn của chu kỳ sống của doanh nghiệp. Doanh nghiệp tăng trưởng ưu tiên kết hợp tái cấu trúc nợ và vốn chủ, trong khi doanh nghiệp suy thoái chủ yếu tái cấu trúc nợ. Ngoài ra, nghiên cứu chỉ ra rằng, doanh nghiệp lớn với dòng tiền thấp có xu hướng tái cấu trúc nhiều hơn để đảm bảo tài chính linh hoạt. Nhà quản lý cần xác định đúng chu kỳ sống doanh nghiệp để chọn chiến lược tái cấu trúc phù hợp, tránh tái cấu trúc vốn chủ ở giai đoạn suy thoái và tối ưu hóa chi phí lãi vay khi tái cấu trúc nợ. Nhà đầu tư có thể sử dụng nghiên cứu để đánh giá chính xác tình trạng tài chính doanh nghiệp, giảm rủi ro từ báo cáo không minh bạch. Nhà hoạch định chính sách có thể dựa vào kết quả nghiên cứu để hỗ trợ doanh nghiệp, đặc biệt là các công ty vừa và nhỏ, tái cấu trúc tài chính hiệu quả hơn.</p>

*Tác giả liên hệ:

Email: dungptn@ueh.edu.vn

1. Giới thiệu

Tái cấu trúc tài chính là một chiến lược quan trọng giúp các doanh nghiệp vượt qua khủng hoảng tài chính, khôi phục lợi nhuận và tránh nguy cơ phá sản. Tuy nhiên, quá trình tái cấu trúc không hề đơn giản, mà thường tiềm ẩn nhiều rủi ro. Việc áp dụng tái cấu trúc tài chính phải phù hợp với từng giai đoạn trong chu kỳ sống của doanh nghiệp, bởi mỗi giai đoạn lại có những đặc điểm và thách thức riêng. Điều này đòi hỏi các nhà quản lý phải có chiến lược linh hoạt và khôn ngoan để tối ưu hóa hiệu quả của quá trình tái cấu trúc.

Các nghiên cứu của Akbar và cộng sự (2022), Koh và cộng sự (2015) và Sudarsanam và Lai (2001) đều khẳng định vai trò chiến lược của tái cấu trúc tài chính, đặc biệt trong bối cảnh kinh tế bất ổn. Những nghiên cứu này chỉ ra rằng, tái cấu trúc tài chính không chỉ giúp doanh nghiệp đối phó với khó khăn tạm thời mà còn là yếu tố quyết định trong việc duy trì sự phát triển bền vững. Nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015) tập trung vào các doanh nghiệp Mỹ gặp khó khăn tài chính, phân tích các chiến lược tái cấu trúc như điều chỉnh nhân sự, tái cấu trúc hoạt động, giảm cổ tức, bán tài sản và giảm nợ. Họ nhận thấy rằng, các chiến lược này giúp giảm bớt gánh nặng tài chính và cải thiện hiệu quả hoạt động. Akbar và cộng sự (2022) tiếp tục mở rộng nghiên cứu này tại Pakistan, chỉ ra rằng, các chiến lược tái cấu trúc tại các nền kinh tế đang phát triển thường gặp nhiều thách thức, do hạn chế về nguồn lực và sự khác biệt trong môi trường pháp lý. Mặc dù nghiên cứu về tái cấu trúc tài chính đã có những bước phát triển đáng kể, vẫn còn thiếu các nghiên cứu chuyên sâu về ảnh hưởng của các giai đoạn trong chu kỳ sống doanh nghiệp đối với quyết định tái cấu trúc tài chính, đặc biệt trong bối cảnh các nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam. Các nghiên cứu hiện tại chủ yếu tập trung vào các quốc gia phát triển hoặc nền kinh tế mới nổi, trong khi các nghiên cứu liên quan đến tái cấu trúc tài chính trong bối cảnh Việt Nam vẫn còn hạn chế và chưa được khai thác đầy đủ.

Nghiên cứu này phân tích tác động của kiệt quệ tài chính và giai đoạn chu kỳ sống của doanh nghiệp đến các quyết định tái cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP HCM (HSX). Cụ thể, nghiên cứu này sẽ giải quyết hai mục tiêu chính: *đầu tiên*, phân tích tác động của kiệt quệ tài chính đến các quyết định tái cấu trúc của các công ty; *thứ hai*, khám phá cách thức các giai đoạn trong chu kỳ sống của doanh nghiệp ảnh hưởng đến các quyết định tái cấu trúc tài chính. Để đạt được các mục tiêu này, nghiên cứu sẽ giải quyết các câu hỏi nghiên cứu sau: kiệt quệ tài chính có ảnh hưởng đến quyết định tái cấu trúc tài chính của doanh nghiệp không? Doanh nghiệp ở các giai đoạn khác nhau của chu kỳ sống có đưa ra các quyết định tái cấu trúc tài chính khác nhau không?

Nghiên cứu áp dụng phương pháp nghiên cứu định lượng kết hợp với phân tích hồi quy logistic để làm rõ mối quan hệ giữa các yếu tố tài chính và quyết định tái cấu trúc. Kết quả cho thấy, các doanh nghiệp gặp khó khăn tài chính thường ưu tiên tái cấu trúc nợ thay vì tái cấu trúc vốn. Các công ty ở giai đoạn khởi nghiệp và tăng trưởng có xu hướng chọn tái cấu trúc nợ do rủi ro thanh khoản cao, trong khi các công ty trưởng thành lại ưu tiên tái cấu trúc vốn. Bên cạnh đó, các công ty lớn với dòng tiền ổn định ít phải thực hiện tái cấu trúc, trong khi các doanh nghiệp có tỷ lệ Tobin's Q cao thường lựa chọn tái cấu trúc nợ.

Trong nghiên cứu này, thuật ngữ “khó khăn tài chính” được hiểu là tình trạng doanh nghiệp không đáp ứng đầy đủ và đúng hạn các nghĩa vụ tài chính dài hạn trong năm hiện hành (tức là các khoản nợ ngắn hạn – current liabilities). Đây là giai đoạn khởi đầu cho thấy sự mất cân đối về dòng tiền và khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Nếu tình trạng này không được xử lý kịp thời, doanh nghiệp có thể tiến tới mức độ nghiêm trọng hơn, gọi là “kiệt quệ tài chính”, khi không còn khả năng thực hiện đầy đủ các nghĩa vụ tài chính dài hạn (bao gồm long-term liabilities). Như vậy, khó khăn tài chính là bước đầu có thể dẫn đến kiệt quệ tài chính, phản ánh

một tiến trình suy giảm năng lực tài chính từ ngắn hạn đến dài hạn.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Kiệt quệ tài chính

Kiệt quệ tài chính, theo Modigliani và Miller (1963), là tình trạng mà doanh nghiệp sử dụng nợ quá mức để tận dụng lợi ích thuế mà không tạo ra đủ thu nhập để trả nợ. Khi vấn đề này kéo dài, doanh nghiệp có nguy cơ phá sản. Lý thuyết đánh đổi (trade-off theory) ủng hộ quan điểm này, cho rằng một cấu trúc vốn tối ưu được hình thành khi doanh nghiệp đạt được sự cân bằng giữa chi phí và lợi ích từ việc sử dụng đòn bẩy tài chính trong một thị trường cạnh tranh hoàn hảo. Beaver (2010) định nghĩa khó khăn tài chính là khi doanh nghiệp không thể đáp ứng các nghĩa vụ tài chính đến hạn. Denis và Denis (1995) mở rộng định nghĩa này, cho rằng một công ty có thu nhập ròng âm liên tiếp trong ba năm có thể được coi là gặp khó khăn tài chính. Sudarsanam và Lai (2001) bổ sung thêm rằng, doanh nghiệp có thể được xem là gặp khó khăn tài chính nếu điểm Z (Z-score) của công ty, chỉ số dự đoán rủi ro phá sản, nhỏ hơn 0 trong một năm nhất định, đặc biệt nếu điểm này là dương trong hai năm trước đó. Như vậy, khó khăn tài chính phản ánh một loạt tình huống mà doanh nghiệp gặp phải khi không thể duy trì các nghĩa vụ tài chính của mình, do các yếu tố như đòn bẩy quá mức, dòng tiền suy giảm và chi phí hoạt động gia tăng. Nếu không được xử lý kịp thời, tình trạng này có thể dẫn đến các hệ quả nghiêm trọng như phá sản.

2.2. Vòng đời doanh nghiệp

Vòng đời doanh nghiệp được Adizes (1979) mô tả như một quá trình phát triển tương tự như vòng đời con người, từ giai đoạn khởi đầu, tăng trưởng, phát triển đến khi kết thúc hoạt động. Sau hơn 50 năm nghiên cứu, các lý thuyết về vòng đời doanh nghiệp đã phát triển với sự khác biệt trong việc phân chia số lượng giai đoạn. Anthony và Ramesh (1992) cho rằng, vòng đời doanh nghiệp chỉ có ba giai đoạn,

trong khi Quinn và Cameron (1983) phân chia thành bốn giai đoạn và Miller và Friesen (1980) phân thành năm giai đoạn. Nghiên cứu của Adizes (1979) lại đề xuất mô hình gồm mười giai đoạn. Hầu hết các nghiên cứu hiện nay đều đồng ý về bốn giai đoạn chính mà một doanh nghiệp có thể trải qua: khởi nghiệp, phát triển, trưởng thành và suy thoái (Pashley & Philippatos, 1990; Quinn & Cameron, 1983; Miller & Friesen, 1980). Trong bối cảnh nghiên cứu này, chúng tôi tập trung vào bốn giai đoạn cơ bản: khởi sự (birth), tăng trưởng (growth), bão hòa (mature), và suy thoái (decline), với nhận định rằng đặc điểm và chiến lược tài chính của doanh nghiệp thay đổi theo từng giai đoạn.

2.3. Tái cấu trúc tài chính

Tái cấu trúc tài chính được hiểu là quá trình thay đổi cơ cấu tài chính của doanh nghiệp nhằm cải thiện tình hình tài chính và tối ưu hóa giá trị công ty. Quá trình này có thể bao gồm việc điều chỉnh mô hình quản lý, đánh giá lại các quyết định đầu tư trước đó và đưa ra các quyết định đầu tư mới, nhằm đảm bảo sự phát triển bền vững của công ty trong dài hạn (Umar, 2023). Barker và Duhaime (1997) phân loại tái cấu trúc thành hai loại cơ bản: chiến lược và hoạt động doanh nghiệp. Theo Sudarsanam và Lai (2001), tái cấu trúc có thể được chia thành ba loại chính: tái cấu trúc tài chính, tái cấu trúc tổ chức, và tái cấu trúc danh mục đầu tư, mỗi loại tập trung vào các khía cạnh khác nhau trong cơ cấu và hoạt động của doanh nghiệp để giảm thiểu các tác động tiêu cực của khủng hoảng tài chính.

Tái cấu trúc tài chính (financial restructuring): là quá trình thay đổi quy mô và cấu trúc nguồn vốn của doanh nghiệp nhằm cải thiện hiệu quả tài chính và tối đa hóa lợi nhuận (Umar, 2023).

Tái cấu trúc tổ chức (organizational restructuring): Đề cập đến việc thay đổi trong cơ cấu tổ chức và các hoạt động quản lý của doanh nghiệp, bao gồm việc điều chỉnh nhân sự, cải thiện quy trình quản lý rủi ro, và tối ưu hóa quy trình sản xuất.

Tái cấu trúc danh mục đầu tư (portfolio restructuring): Là khi doanh nghiệp thay đổi cơ cấu tài sản hoặc lĩnh vực kinh doanh thông qua các hoạt động như bán tài sản, hợp nhất, mua lại, thanh lý, hoặc giảm vốn (Umar, 2023). Các hình thức tái cấu trúc này không chỉ giúp doanh nghiệp vượt qua khủng hoảng tài chính mà còn tạo ra cơ hội để phát triển trong dài hạn.

Như vậy, tái cấu trúc tài chính đóng vai trò quan trọng trong việc giúp doanh nghiệp duy trì sự ổn định và phát triển trong các giai đoạn khó khăn tài chính.

2.4. Kiệt quệ tài chính và tái cấu trúc doanh nghiệp

Quá trình tái cấu trúc tài chính thường liên quan đến việc điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp nhằm giảm nợ và áp lực lãi vay. Theo Palacín-Sánchez và cộng sự (2023), tái cấu trúc tài chính có thể được chia thành hai chiến lược chính: tái cấu trúc dựa trên nợ và tái cấu trúc dựa trên vốn chủ sở hữu. Tái cấu trúc dựa trên nợ bao gồm việc đàm phán lại các nghĩa vụ nợ hoặc giảm nợ, trong khi tái cấu trúc vốn chủ sở hữu yêu cầu phát hành cổ phiếu mới để thay thế nợ, từ đó cải thiện tỷ lệ nợ/vốn và giảm áp lực từ chủ nợ. Sudarsanam và Lai (2001) chỉ ra rằng, các doanh nghiệp gặp khó khăn tài chính thường ưu tiên tài trợ bằng vốn chủ sở hữu khi chi phí nợ tăng cao và yêu cầu từ chủ nợ trở nên khắt khe. Trong bối cảnh này, các doanh nghiệp thường tìm cách giảm nợ thông qua phát hành cổ phiếu mới, nhằm giảm bớt gánh nặng nợ và cải thiện cơ cấu tài chính của mình.

Akbar và cộng sự (2022) cũng nhận thấy mối quan hệ tích cực giữa khó khăn tài chính và tái cấu trúc vốn chủ sở hữu, với các công ty phát hành cổ phiếu mới để giảm bớt gánh nặng nợ. Tuy nhiên, mối quan hệ giữa khó khăn tài chính và tái cấu trúc nợ lại có xu hướng tiêu cực, khi các doanh nghiệp gặp khó khăn tài chính có ít khả năng để vay thêm nợ trong khi chi phí nợ ngày càng gia tăng. Nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015) cho thấy rằng, khó khăn tài chính có mối tương quan tích cực với tái cấu trúc nợ và tiêu cực với tái cấu trúc vốn, cho thấy các doanh nghiệp gặp khó khăn tài chính

thường chọn phương án tái cấu trúc nợ thay vì tái cấu trúc vốn chủ sở hữu.

Các nghiên cứu của Fang (2024) và Palacín-Sánchez và cộng sự (2023) cũng đồng tình rằng, doanh nghiệp gặp khó khăn tài chính thường ưu tiên tái cấu trúc nợ hơn là tái cấu trúc vốn. Điều này có thể lý giải bởi mong muốn của các cổ đông tránh pha loãng cổ phần, và thay vào đó, họ sẽ thúc ép chủ nợ đàm phán các điều khoản có lợi hơn để giảm bớt gánh nặng tài chính. Tan và Luo (2021) chỉ ra rằng, trong nhiều trường hợp, chủ nợ phải chịu áp lực từ cổ đông để nhượng bộ, nhằm tránh tình trạng thanh lý và bảo vệ giá trị doanh nghiệp. Tái cấu trúc dựa trên nợ thường được ưu tiên vì nó giúp doanh nghiệp giảm bớt áp lực tài chính mà không làm thay đổi cấu trúc sở hữu hay ảnh hưởng đến lợi ích của cổ đông.

Các nghiên cứu trước đây đã chỉ ra rằng, doanh nghiệp gặp khó khăn tài chính thường áp dụng chiến lược tái cấu trúc để duy trì hoạt động và cải thiện hiệu quả tài chính. Tái cấu trúc tài chính không chỉ giúp giảm gánh nặng nợ mà còn cải thiện dòng tiền và xây dựng nền tảng tài chính vững mạnh cho doanh nghiệp. Quyết định chọn tái cấu trúc dựa trên nợ hay vốn chủ sở hữu phụ thuộc vào sự hợp tác từ chủ nợ, ảnh hưởng của cổ đông và nhu cầu tài chính cụ thể của doanh nghiệp. Vì vậy, tái cấu trúc tài chính trở thành một công cụ quan trọng giúp doanh nghiệp ổn định tài chính và nâng cao khả năng cạnh tranh trong bối cảnh khủng hoảng.

Dựa trên những luận điểm trên, chúng tôi đề xuất giả thuyết nghiên cứu như sau:

Giả thuyết H1: Các doanh nghiệp gặp khó khăn tài chính có xu hướng thực hiện các chiến lược tái cấu trúc tài chính.

2.5. Vòng đời doanh nghiệp và tái cấu trúc tài chính

Koh và cộng sự (2015) đề xuất rằng, chu kỳ sống của doanh nghiệp bao gồm bốn giai đoạn: khởi đầu, tăng trưởng, trưởng thành và suy thoái. Các nghiên cứu trước đây cũng chỉ ra rằng, chiến lược tài chính của doanh nghiệp thay đổi theo

từng giai đoạn trong chu kỳ sống, với hai hình thức tái cấu trúc chính: tái cấu trúc dựa trên nợ và tái cấu trúc dựa trên vốn (Sudarsanam & Lai, 2001). Mỗi giai đoạn này yêu cầu những chiến lược tài chính đặc thù, phản ánh sự thay đổi trong khả năng tiếp cận vốn và quản lý rủi ro tài chính của doanh nghiệp.

Giai đoạn khởi đầu (Birth): Trong giai đoạn này, doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc tiếp cận nguồn tài trợ nợ do thiếu uy tín và lịch sử tín dụng. Fluck và cộng sự (1998) cho rằng, các công ty mới thành lập chủ yếu dựa vào tài trợ vốn chủ sở hữu, do dòng tiền chưa ổn định và nhà cung cấp vốn vay thường thận trọng. Helwege và Liang (1996) nhấn mạnh rằng, các công ty khởi nghiệp thường ưu tiên sử dụng vốn từ lợi nhuận giữ lại hoặc vốn đầu tư mạo hiểm. Nợ được xem là lựa chọn cuối cùng vì chi phí cao và rủi ro tài chính lớn.

Giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành (Growth and Maturity): Khi doanh nghiệp bắt đầu tạo ra dòng tiền dương, có thể áp dụng chính sách cổ tức để thu hút cổ đông và huy động vốn thông qua phát hành chứng khoán. Ahmed và cộng sự (2021) chỉ ra rằng, các công ty trong giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành có xu hướng tăng cường sử dụng tài trợ nợ để tận dụng lợi thế thuế. Với sự gia tăng uy tín và dòng tiền ổn định, doanh nghiệp có thể dễ dàng vay vốn, sử dụng tài sản thế chấp như là bảo đảm cho các khoản vay, như nhận định của Berger và Udell (1998). Do đó, tài trợ nợ trở thành lựa chọn phổ biến hơn trong giai đoạn này khi doanh nghiệp đã ổn định về mặt tài chính và có khả năng quản lý rủi ro.

Giai đoạn suy thoái (Decline): Ở giai đoạn suy thoái, chi phí vốn tăng cao và doanh nghiệp thường gặp phải khó khăn tài chính nghiêm trọng. Vì vậy, tái cấu trúc nợ trở thành chiến lược ưu tiên để giảm bớt gánh nặng tài chính và tránh nguy cơ phá sản (Wang & Ding, 2016; Lerner và cộng sự, 2003). Chi phí vốn thường thấp nhất ở giai đoạn trưởng thành và cao nhất ở giai đoạn suy thoái, phản ánh sự ổn định và khả năng tiếp cận tài chính của doanh nghiệp

(Hasan và cộng sự, 2015). Các nghiên cứu của Ahmed và cộng sự (2021) cũng chỉ ra rằng, các công ty trong giai đoạn tăng trưởng thường tái cấu trúc tài chính thông qua việc tăng vốn cổ phần để mở rộng quy mô và hoạt động. Tuy nhiên, ngược lại, các doanh nghiệp ở giai đoạn suy thoái thường ưu tiên tái cấu trúc nợ để cải thiện khả năng thanh toán và bảo vệ giá trị doanh nghiệp, như được chỉ ra trong nghiên cứu của Akbar và cộng sự (2022).

Tóm lại, các chiến lược tái cấu trúc tài chính thay đổi rõ rệt qua các giai đoạn của chu kỳ sống của doanh nghiệp, phản ánh sự thay đổi trong yêu cầu tài chính và khả năng duy trì hoạt động của công ty. Do đó, chúng tôi đề xuất giả thuyết nghiên cứu sau:

Giả thuyết H2: Các doanh nghiệp áp dụng chiến lược tái cấu trúc tài chính khác nhau tùy thuộc vào giai đoạn của vòng đời doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu từ báo cáo tài chính của các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) trong giai đoạn từ 2014 đến 2023. Dữ liệu được thu thập từ các nguồn thông tin chính thức như <https://finance.vietstock.vn/> và <https://cafef.vn/>.

Lý do chúng tôi chọn Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) làm trọng tâm của nghiên cứu là do một số yếu tố quan trọng. *Thứ nhất*, HSX là một trong những sàn giao dịch chứng khoán lớn nhất và uy tín tại Việt Nam, với sự tham gia của các công ty đại diện cho nhiều ngành nghề khác nhau, mang lại tính đa dạng cao cho mẫu nghiên cứu. *Thứ hai*, các công ty niêm yết trên HSX đều hoạt động trong một môi trường kinh doanh đồng nhất, tuân thủ các quy định và khung pháp lý chung, điều này giúp giảm thiểu sự khác biệt về tiêu chuẩn báo cáo tài chính giữa các sàn giao dịch khác nhau và đảm bảo tính nhất quán và độ tin cậy trong kết quả nghiên cứu.

Nghiên cứu này tập trung vào các công ty phi tài chính, loại trừ các công ty trong ngành ngân hàng, tài chính và bảo hiểm, do các ngành này có các chuẩn mực kế toán và tiêu chí báo cáo tài chính đặc thù khác biệt so với các công ty phi tài chính. Để đảm bảo tính liên tục và tính ổn định của mẫu trong suốt thời gian nghiên cứu, chỉ các công ty niêm yết từ năm 2014 trở đi và không bị hủy niêm yết trong giai đoạn từ 2014 đến 2023 được lựa chọn. Thêm vào đó, các công ty có niên độ tài chính không kết thúc vào tháng 12, không có nợ (tổng nợ = 0) hoặc không có chi phí lãi vay (chi phí lãi vay = 0) sẽ bị loại trừ khỏi mẫu nghiên cứu, nhằm đảm bảo rằng các công ty trong mẫu có đủ thông tin tài chính cần thiết để phân tích. Cuối cùng, mẫu nghiên cứu của chúng tôi bao gồm 154 công ty đáp ứng đầy đủ các tiêu chí đã đề ra, đảm bảo tính đại diện và độ tin cậy cao của dữ liệu.

3.2 Mô hình nghiên cứu

Chúng tôi sử dụng mô hình sau để nghiên cứu ảnh hưởng của khó khăn tài chính đến tái cấu trúc tài chính công ty:

$$FR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FD_{it} + \alpha_2 TQ_{it} + \alpha_3 fsize_{it} + \alpha_4 CF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

FR_{it} : Chiến lược tái cấu trúc tài chính tại năm t (Bao gồm tái cấu trúc nợ và tái cấu trúc vốn chủ sở hữu);

FD_{it} : Kiệt quệ tài chính của công ty tại năm t;

TQ_{it} : Tobin's Q;

$fsize_{it}$: Logarit của tổng tài sản của công ty;

CF_{it} : Dòng tiền của công ty;

ε_{it} : Phần sai số của mô hình.

Tiếp theo, chúng tôi sẽ sử dụng mô hình sau để xem xét các giai đoạn của FLC ảnh hưởng như thế nào đến các quyết định tái cấu trúc tài chính:

$$FR_{it} = \alpha_0 + \sum_{i=1}^4 \beta_i FLC_{i,t} + \alpha_5 TQ_{it} + \alpha_6 fsize_{it} + \alpha_7 CF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó: $\sum_{i=1}^4 \beta_i FLC_{i,t}$ là biến giả được sử dụng để đo lường 4 vòng đời của doanh nghiệp.

Dựa trên phương pháp luận được áp dụng trong nghiên cứu trước đây của Akbar và cộng sự (2022), nghiên cứu này sử dụng kỹ thuật hồi quy logistic bảng (panel logistic regression) để phân tích tác động của khó khăn tài chính và các giai đoạn khác nhau trong vòng đời doanh nghiệp đối với các quyết định tái cấu trúc tài chính. Các biến được đưa vào mô hình được trình bày chi tiết trong Phụ lục 1 (xem Phụ lục 1 online).

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Kết quả từ Phụ lục 2 (xem Phụ lục 2 online) cho thấy, các doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu lựa chọn tái cấu trúc nợ (chiếm 29,61%) thay vì tái cấu trúc vốn (chiếm 8,12%). Điều này có thể được giải thích bởi đặc điểm của phần lớn doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu, chủ yếu là các doanh nghiệp nhỏ và vừa, với sự phụ thuộc lớn vào ngân hàng thay vì thị trường chứng khoán. Sự lựa chọn tái cấu trúc nợ phản ánh một chiến lược thích ứng với các nguồn vốn hiện có và hạn chế việc pha loãng cổ phần, điều này là phù hợp trong bối cảnh thị trường tài chính Việt Nam.

Kết quả về chỉ số khó khăn tài chính (FD) cho thấy giá trị trung bình là -2,604, trong đó An Dương Thảo Điền (2023) có tình hình tài chính ổn định nhất, trong khi Gỗ Trường Thành (2019) đang đối mặt với khó khăn tài chính nghiêm trọng nhất. Điều này phản ánh sự khác biệt lớn trong tình hình tài chính của các doanh nghiệp và khả năng đối phó với các yếu tố rủi ro.

Về vòng đời doanh nghiệp, các giai đoạn "Birth" và "Decline" chiếm tỷ lệ thấp nhất (16,56% và 10,52%), điều này chỉ ra rằng, các hoạt động khởi nghiệp và suy thoái tại các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu là tương đối hiếm. Ngược lại, các giai đoạn "Growth" và "Mature" chiếm tỷ lệ cao nhất (20,97% và 33,57%), cho thấy xu hướng phát triển và ổn định trong dài hạn, đặc biệt là ở các công ty trưởng thành và có nền tảng tài chính vững mạnh.

Về dòng tiền (CF), giá trị trung bình là 0,5076, với TNT Group (2023) gặp khó khăn thanh khoản, trong khi Icapital (2019) tạo ra dòng tiền cao nhất, phản ánh sự ổn định tài chính vượt trội của công ty này. Điều này cho thấy vai trò quan trọng của dòng tiền trong việc duy trì và ổn định hoạt động của doanh nghiệp, đặc biệt là trong các giai đoạn khó khăn tài chính.

Về quy mô doanh nghiệp (fsize), giá trị trung bình đạt 12,3598, với Do Thành Technology (2014) là doanh nghiệp có quy mô nhỏ nhất và Vingroup (2023) là doanh nghiệp lớn nhất. Sự khác biệt lớn về quy mô doanh nghiệp phản ánh sự đa dạng trong khả năng tài chính và khả năng huy động vốn, cũng như mức độ tham gia vào các hoạt động tài chính và tái cấu trúc.

Cuối cùng, giá trị Tobin's Q (TQ) trung bình là 1,3066. Các doanh nghiệp như Thiết bị Y tế Nhật Việt (2022) có chỉ số Tobin's Q thấp nhất, cho thấy sự lo ngại về triển vọng tăng trưởng của công ty, trong khi Vinamilk (2017) có Tobin's Q cao nhất, phản ánh sự tin tưởng mạnh mẽ của thị trường vào khả năng phát triển và tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp.

Tổng thể, các kết quả này chỉ ra rằng các yếu tố tài chính, quy mô và giai đoạn vòng đời doanh nghiệp có ảnh hưởng rõ rệt đến quyết định tái cấu trúc tài chính, đặc biệt trong bối cảnh khó khăn tài chính. Những yếu tố này cần được xem xét một cách kỹ lưỡng khi các doanh nghiệp đối diện với nhu cầu tái cấu trúc nhằm tối ưu hóa cơ cấu tài chính và duy trì sự ổn định lâu dài.

4.2. Ma trận tương quan

Ma trận tương quan (xem Phụ lục 3 online) cho thấy mối quan hệ giữa các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp, tình trạng tài chính (FD), dòng tiền (CF), quy mô doanh nghiệp (fsize) và chiến lược tái cấu trúc tài chính. Kết quả chỉ ra rằng, FD có mối tương quan âm với tái cấu trúc nợ (DR), nhưng lại có mối tương quan dương với tái cấu trúc vốn (ER).

Các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp, cụ thể là Birth và Growth, có mối tương quan dương với chiến lược tái cấu trúc tài chính, trong đó Birth thể hiện mối quan hệ mạnh mẽ nhất. Điều này cho thấy, các doanh nghiệp ở giai đoạn đầu của vòng đời thường áp dụng tái cấu trúc tài chính như một biện pháp để giải quyết khó khăn tài chính hoặc tận dụng cơ hội phát triển, khi mà nguồn vốn và khả năng tiếp cận tài chính còn hạn chế. Ngược lại, các giai đoạn Mature và Decline có mối tương quan âm với tái cấu trúc, đặc biệt là với dòng tiền (CF), cho thấy các doanh nghiệp ở giai đoạn trưởng thành và suy thoái ít có xu hướng thực hiện tái cấu trúc tài chính. Tuy nhiên, giai đoạn Decline lại có mối quan hệ dương với tái cấu trúc nợ (DR) và âm với tái cấu trúc vốn (ER), phản ánh xu hướng các doanh nghiệp trong giai đoạn suy thoái ưu tiên giảm bớt nợ thay vì phát hành cổ phiếu mới.

4.3. VIF

Để kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình, chúng tôi đã sử dụng hệ số Variance Inflation Factor (VIF), một công cụ phổ biến nhằm đánh giá mức độ tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình hồi quy. Kết quả (xem Phụ lục 4 online) cho thấy, các giá trị VIF dao động từ 1,11 đến 2,09, tất cả đều nhỏ hơn ngưỡng 3, cho thấy không có hiện tượng đa cộng tuyến mạnh trong mô hình.

4.4. Kết quả hồi quy

Kết quả hồi quy từ Bảng 1 cho thấy, biến khó khăn tài chính (FD) có hệ số dương 0,169 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, điều này cho thấy các doanh nghiệp gặp khó khăn tài chính có xu hướng ưu tiên tái cấu trúc nợ. Kết quả này phù hợp với giả thuyết H1 và nhất quán với kết quả nghiên cứu của Koh và cộng sự (2015). Điều này phản ánh thực tế rằng các doanh nghiệp đối mặt với khó khăn tài chính thường tìm cách giảm bớt áp lực tài chính bằng cách tái cấu trúc nợ thay vì phát hành thêm vốn.

Bảng 1. Mối quan hệ giữa kiệt quệ tài chính, vòng đời doanh nghiệp và quyết định tái cấu trúc nợ

	(1) DR	(2) DR
FD	0,169*** [3,26]	
CF	-8,466*** [-11,87]	-4,982*** [-4,78]
fsize	0,253** [2,21]	0,213* [1,73]
TQ	0,485*** [2,80]	0,174 [1,41]
Birth		2,930*** [10,42]
Growth		2,645*** [10,58]
Mature		-0,459 [-1,46]
Decline		0,923*** [2,98]
Hệ số chặn	-3,942*** [-2,86]	-5,016*** [-3,31]
N	1.540	1.540

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

Về vòng đời doanh nghiệp, các giai đoạn “Birth”, “Growth” và “Decline” đều có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, cho thấy các doanh nghiệp trong những giai đoạn này thường có xu hướng sử dụng nợ trong tái cấu trúc tài chính. Giai đoạn “Birth” có hệ số cao nhất (2,930), nhấn mạnh vai trò quan trọng của nợ trong việc hỗ trợ tăng trưởng ban đầu của doanh nghiệp, khi các công ty mới thành lập gặp khó khăn trong việc tiếp cận các nguồn vốn khác. Tương tự, trong giai đoạn “Growth”, doanh nghiệp ưu tiên sử dụng nợ do rủi ro thanh khoản và thông tin bất đối xứng. Trong khi đó, ở giai đoạn “Decline”, các công ty tiếp tục sử dụng nợ như một giải pháp tái cấu trúc để giảm gánh nặng tài chính và tránh nguy cơ phá sản, điều này phù hợp với lý thuyết của La Rocca và cộng sự (2011).

Ngoài ra, dòng tiền (CF) có mối tương quan âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy các doanh nghiệp có dòng tiền mạnh ít có xu hướng phụ thuộc vào tái cấu trúc nợ. Điều này phản ánh rằng những doanh nghiệp có khả năng tạo ra dòng tiền ổn định có thể tự tài trợ cho các hoạt động của mình mà không cần phải phụ thuộc vào việc vay nợ. Ngược lại, quy mô doanh nghiệp (fsize) và giá trị Tobin’s Q (TQ) lại có mối tương quan dương với tái cấu trúc nợ, cho thấy doanh nghiệp lớn và có định giá thị trường cao thường sử dụng nợ như một chiến lược quản lý vốn hiệu quả. Kết quả này được hỗ trợ bởi các nghiên cứu của Akbar và cộng sự (2022) và Koh và cộng sự (2015), những người cho rằng các công ty lớn và có giá trị thị trường cao có khả năng tiếp cận nguồn vốn vay với chi phí thấp hơn, từ đó thúc đẩy họ sử dụng nợ như một công cụ tài chính để tối ưu hóa cấu trúc vốn.

Bảng 2. Mối quan hệ giữa kiệt quệ tài chính, vòng đời doanh nghiệp và quyết định tái cấu trúc vốn

	(1) ER	(2) ER
FD	-0,0652* [-1,78]	
CF	-5,882*** [-6,69]	-4,241*** [-3,27]
fsize	0,481*** [2,92]	0,265 [1,63]
TQ	-0,105 [-0,57]	0,163 [0,94]
Birth		0,951*** [2,80]
Growth		0,779** [2,47]
Mature		-1,149** [-2,57]
Decline		-0,497 [-1,07]
Hệ số chặn	-8,310*** [-4,14]	-6,065*** [-3,04]
N	1.540	1.540
R-sq		

Ghi chú: ký hiệu *, ** và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Kết quả hồi quy từ Bảng 2 chỉ ra rằng, khó khăn tài chính (FD) có mối tương quan âm với tái cấu trúc vốn (ER), với hệ số -0,0652 và ý nghĩa ở mức 10%. Điều này cho thấy rằng, các doanh nghiệp gặp khó khăn tài chính ít có xu hướng chọn tái cấu trúc vốn, do chi phí cao và tính phức tạp của việc huy động vốn qua phát hành cổ phiếu mới. Thay vào đó, họ thường ưu tiên tái cấu trúc nợ như một biện pháp nhằm giảm bớt gánh nặng tài chính mà không làm tăng chi phí phát hành vốn.

Về vòng đời doanh nghiệp, các giai đoạn “Birth” và “Growth” đều có mối tương quan dương với tái cấu trúc vốn, với các hệ số ý nghĩa lần lượt là 1% và 5%. Điều này cho thấy, các doanh nghiệp trong giai đoạn khởi đầu và tăng trưởng thường ưu tiên tái cấu trúc vốn như một phương án để huy động nguồn lực phục vụ cho việc mở rộng và phát triển. Việc huy động vốn

qua phát hành cổ phiếu mới giúp các doanh nghiệp này có đủ nguồn lực tài chính để hỗ trợ các chiến lược tăng trưởng nhanh chóng. Ngược lại, giai đoạn “Mature” có hệ số âm với tái cấu trúc vốn và ý nghĩa ở mức 5%, điều này cho thấy các doanh nghiệp trưởng thành ít sử dụng tái cấu trúc vốn vì đã tối ưu hóa cấu trúc vốn của mình và tập trung vào việc ổn định tài chính và giảm thiểu rủi ro.

Biến dòng tiền (CF) có mối tương quan âm với tái cấu trúc vốn và đạt ý nghĩa thống kê ở mức 1%, chỉ ra rằng các doanh nghiệp có dòng tiền mạnh thường ít phải huy động vốn từ cổ đông thông qua phát hành cổ phiếu mới. Điều này phản ánh thực tế rằng, các doanh nghiệp có khả năng tạo ra dòng tiền ổn định có thể tự tài trợ cho các hoạt động của mình, từ đó giảm bớt sự phụ thuộc vào việc phát hành cổ phiếu và giảm thiểu sự pha loãng cổ phần. Ngược

lại, quy mô doanh nghiệp (fsize) có mối tương quan dương với tái cấu trúc vốn và đạt ý nghĩa thống kê ở mức 1%, cho thấy, các doanh nghiệp lớn có khả năng tiếp cận thị trường vốn dễ dàng hơn và sử dụng tái cấu trúc vốn như một công cụ hỗ trợ các chiến lược tăng trưởng dài hạn. Các doanh nghiệp lớn với quy mô lớn và uy tín thường có khả năng phát hành cổ phiếu mới với chi phí thấp và dễ dàng thu hút sự quan tâm từ các nhà đầu tư.

Tuy nhiên, giá trị Tobin's Q không có mối quan hệ đáng kể với tái cấu trúc vốn, điều này gợi ý rằng các yếu tố tài chính cụ thể như khó khăn tài chính, dòng tiền và quy mô doanh nghiệp đóng vai trò quan trọng hơn trong quyết định sử dụng tái cấu trúc vốn. Điều này cho thấy rằng mặc dù giá trị Tobin's Q là một chỉ số quan trọng phản ánh triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp, nhưng trong việc quyết định tái cấu trúc vốn, các yếu tố như khả năng tài chính hiện tại và khả năng huy động vốn từ các nguồn khác vẫn là yếu tố quyết định chính.

Tổng thể, các kết quả này củng cố giả thuyết về tác động của khó khăn tài chính, vòng đời doanh nghiệp và các yếu tố tài chính khác đến chiến lược tái cấu trúc vốn. Các doanh nghiệp trong giai đoạn đầu và tăng trưởng ưu tiên tái cấu trúc vốn để hỗ trợ tăng trưởng, trong khi các doanh nghiệp trưởng thành thường duy trì cấu trúc vốn ổn định và tập trung vào tái cấu trúc nợ để duy trì sự ổn định tài chính.

5. Kết luận

Nghiên cứu này phân tích tác động của khó khăn tài chính và vòng đời doanh nghiệp đối với các quyết định tái cấu trúc tài chính của 154 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP HCM (HOSE) trong giai đoạn từ 2014 đến 2023. Hai hình thức tái cấu trúc chính được xem xét trong nghiên cứu là tái cấu trúc nợ và tái cấu trúc vốn chủ sở hữu, dựa trên phương pháp luận của Akbar và cộng sự (2022). Khó khăn tài chính được đo lường qua chỉ số Z-score của Altman, được điều chỉnh (nhân với -1) để phù hợp với mô hình hồi quy.

Vòng đời doanh nghiệp được phân chia thành năm giai đoạn: Khởi sự, Tăng trưởng, Trưởng thành, Thoái trào và Suy thoái, theo mô hình của Dickinson (2011).

Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng, các công ty gặp khó khăn tài chính thường ưu tiên tái cấu trúc nợ hơn là tái cấu trúc vốn chủ sở hữu, nhằm tránh pha loãng quyền sở hữu và bảo vệ lợi ích của cổ đông. Các doanh nghiệp trong giai đoạn Khởi sự và Tăng trưởng có tần suất tái cấu trúc cao nhất, cả về nợ và vốn chủ sở hữu, phản ánh nhu cầu huy động vốn để hỗ trợ sự phát triển và mở rộng. Trong khi đó, các công ty ở giai đoạn trưởng thành ưu tiên tái cấu trúc vốn chủ sở hữu, nhờ vào sự ổn định tài chính và khả năng duy trì dòng tiền mạnh. Đối với các doanh nghiệp ở giai đoạn suy thoái, tái cấu trúc nợ là chiến lược chủ yếu do khả năng sinh lời thấp và sự phụ thuộc lớn vào nguồn vốn vay. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, các công ty lớn với dòng tiền yếu có xu hướng tái cấu trúc cả nợ và vốn chủ sở hữu để duy trì hoạt động. Ngược lại, các công ty có chỉ số Tobin's Q cao thường ưu tiên tái cấu trúc nợ, nhờ vào sự tín nhiệm cao từ thị trường và khả năng tiếp cận vốn vay với chi phí thấp. Tóm lại, nghiên cứu này cung cấp cái nhìn sâu sắc về các chiến lược tái cấu trúc tài chính tại Việt Nam, đặc biệt trong bối cảnh khó khăn kinh tế và các giai đoạn vòng đời doanh nghiệp. Những kết quả này là nguồn tham khảo hữu ích cho các nhà quản lý, nhà phân tích và nhà hoạch định chính sách trong việc xây dựng các chiến lược tài chính hiệu quả, giúp doanh nghiệp duy trì sự ổn định và phát triển bền vững.

Quản lý doanh nghiệp cần hiểu rõ vòng đời của công ty để xác định giai đoạn phát triển và áp dụng chiến lược tái cấu trúc phù hợp, giảm thiểu nguy cơ phá sản. Ở giai đoạn đầu, doanh nghiệp nên cân nhắc tái cấu trúc qua nợ hoặc vốn để tối ưu hóa lợi nhuận. Tuy nhiên, ở giai đoạn suy thoái, việc tái cấu trúc qua vốn nên được hạn chế do sức khỏe tài chính yếu; thay vào đó, doanh nghiệp có thể đàm phán giảm chi phí lãi vay hoặc tìm kiếm các giải pháp tài chính khác để duy trì hoạt động. Khi gặp khó khăn tài chính,

việc nhanh chóng lên kế hoạch tái cấu trúc là cần thiết, bao gồm các phương án huy động vốn hoặc tái cấu trúc nợ. Tuy nhiên, tái cấu trúc qua nợ tiềm ẩn rủi ro lớn nếu doanh nghiệp không có dòng thu nhập ổn định, điều này có thể tạo ra áp lực tài chính nặng nề và ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh. Các doanh nghiệp nhỏ và vừa cần chuẩn bị nhiều phương án dự phòng để đối phó với tình huống xấu nhất.

Nghiên cứu này cũng cung cấp những thông tin hữu ích giúp nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư mới, hiểu rõ hơn về rủi ro và tình hình tài chính của các doanh nghiệp. Điều này sẽ hỗ trợ họ trong việc lựa chọn các khoản đầu tư phù hợp, tránh mắc phải những sai lầm có thể gây mất niềm tin và ảnh hưởng đến lợi ích tài chính cá nhân. Đồng thời, nghiên cứu cũng giúp nhà đầu tư có kinh nghiệm đánh giá chính xác hơn giá trị của doanh nghiệp và tận dụng cơ hội đầu tư vào những cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng khi giá trị thấp. Cuối cùng, nghiên cứu góp phần tăng cường tính minh bạch của thị trường chứng khoán, qua đó thu hút thêm nhà đầu tư, tạo ra một môi trường đầu tư ổn định và bền vững.

Nghiên cứu này tồn tại một số hạn chế. *Thứ nhất*, việc đo lường tái cấu trúc tài chính dựa trên biến giả theo phương pháp của Akbar và cộng sự (2022), chỉ xét đến các giao dịch liên quan đến nợ và vốn chủ sở hữu vượt ngưỡng 5% tổng tài sản, có thể làm giảm độ chính xác nếu áp dụng các tiêu chí khác. *Thứ hai*, nghiên cứu phân loại doanh nghiệp dựa trên chỉ số Z-score

của Altman để xác định tình trạng khó khăn tài chính hay không, mà chưa xem xét các mức độ khác nhau của tình hình tài chính, từ đó hạn chế chiều sâu phân tích. Cuối cùng, nghiên cứu chỉ tập trung vào tái cấu trúc tài chính mà chưa xem xét các chiến lược khác như tái cấu trúc danh mục đầu tư hay hoạt động quản lý, khiến phạm vi nghiên cứu chưa thực sự toàn diện.

Hướng nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng theo nhiều khía cạnh để tăng tính toàn diện và ứng dụng thực tiễn của kết quả. Trước hết, cần xem xét các tiêu chí đo lường tái cấu trúc tài chính đa dạng hơn thay vì chỉ dựa vào ngưỡng 5% tổng tài sản, nhằm đánh giá chính xác hơn mức độ và tác động của tái cấu trúc. Bên cạnh đó, thay vì chỉ phân loại doanh nghiệp thành hai nhóm (khó khăn tài chính hoặc không), nghiên cứu có thể đi sâu vào các giai đoạn tài chính khác nhau theo Z-score để hiểu rõ hơn tác động của tái cấu trúc trong từng điều kiện cụ thể. Ngoài ra, việc kết hợp phân tích các chiến lược tái cấu trúc khác như điều chỉnh danh mục đầu tư, quản lý nội bộ hay tối ưu nhân sự sẽ giúp có cái nhìn toàn diện hơn về cách doanh nghiệp ứng phó với khủng hoảng. Một hướng quan trọng khác là nghiên cứu tác động dài hạn của tái cấu trúc tài chính, đánh giá hiệu quả của các chiến lược này không chỉ trong ngắn hạn mà còn trong quá trình phục hồi và phát triển bền vững của doanh nghiệp. Cuối cùng, việc mở rộng phạm vi nghiên cứu theo từng ngành cũng là một hướng đi tiềm năng, giúp so sánh và nhận diện những yếu tố quyết định thành công của tái cấu trúc trong các lĩnh vực khác nhau.

Tài liệu tham khảo

- Adizes, I. (1979). Organizational passages-Diagnosing and treating lifecycle problems of organizations. *Organizational Dynamics*, 8(1), 3–25. [https://doi.org/10.1016/0090-2616\(79\)90001-9](https://doi.org/10.1016/0090-2616(79)90001-9)
- Ahmed, B., Akbar, M., Sabahat, T., Ali, S., Hussain, A., Akbar, A., & Hongming, X. (2021). Does firm life cycle impact corporate investment efficiency?. *Sustainability*, 13(1). <https://doi.org/10.3390/su13010197>
- Akbar, M., Hussain, A., Sokolova, M., & Sabahat, T. (2022). Financial distress, firm life cycle, and corporate restructuring decisions: Evidence from Pakistan's economy. *Economies*, 10(7), 1–12. <https://doi.org/10.3390/economies10070175>
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609. <https://doi.org/10.2307/2978933>
- Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices. A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2–3), 203–227. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90018-W](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90018-W)

- Barker III, V. L., & Duhaime, I. M. (1997). Strategic change in the turnaround process: Theory and empirical evidence. *Strategic Management Journal*, 18(1), 13–38. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199701\)18:1%3C13::AID-SMJ843%3E3.0.CO;2-X](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199701)18:1%3C13::AID-SMJ843%3E3.0.CO;2-X)
- Beaver, W. H. (2010). Financial ratios as predictors. *Journal of Accounting Research*, 4(1966), 71–111. <https://doi.org/10.2307/2490171>
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), 613-673. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7)
- Denis, D. J., & Denis, D. K. (1995). Causes of financial distress following leveraged recapitalizations. *Journal of Financial Economics*, 37(2), 129–157. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00792-Y](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00792-Y)
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969–1994. <https://doi.org/10.2308/accr-10130>
- Fang, Y. (2024). Investigating the impact of business, financial, and debt restructuring on enterprises. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 71(1), 292–298. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/71/20241527>
- Fluck, Z., Holtz-Eakin, D., & Rosen, H. S. (1998). *Where does the money come from? The financing of small entrepreneurial enterprises* (NYU Working Paper No. FIN-98-038). SSRN. <https://ssrn.com/abstract=1297105>
- Hasan, M. M., Hossain, M., Cheung, A. W. K., & Habib, A. (2015). Corporate life cycle and cost of equity capital. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 11(1), 46–60. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2014.12.002>
- Helwege, J., & Liang, N. (1996). Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms. *Journal of Financial Economics*, 40(3), 429–458. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00851-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00851-5)
- 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(3), 517–540. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00181-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00181-8)
- Koh, S. K., Durand, R. B., Dai, L., & Chang, M. (2015). Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring. *Journal of Corporate Finance*, 33, 19–33. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.04.004>
- La Rocca, M. L., La Rocca, T. L., & Cariola, A. (2011). Capital structure decisions during a firm's life cycle. *Small Business Economics*, 37(1), 107–130. <https://doi.org/10.1007/s11187-009-9229-z>
- Lerner, J., Shane, H., & Tsai, A. (2003). Do equity financing cycles matter? Evidence from biotechnology alliances. *Journal of Financial Economics*, 67(3), 411–446. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00256-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00256-8)
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1980). Momentum and revolution in organizational adaptation. *Academy of Management Journal*, 23(4), 591–614. <https://doi.org/10.5465/255551>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). American Economic Association Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433–443. <https://www.jstor.org/stable/1809167>
- Palacín-Sánchez, M. J., Alencar-García, A., & Canto-Cuevas, F. J. (2023). Financial distress and corporate restructuring: a case study. *Cuadernos de Gestión*, 23(2), 81–91. <https://doi.org/10.5295/cdg.221759fc>
- Pashley, M. M., & Philippatos, G. C. (1990). Voluntary divestitures and corporate life-cycle: Some empirical evidence. *Applied Economics*, 22(9), 1181–1196. <https://doi.org/10.1080/00036849000000038>
- Quinn, R. E., & Cameron, K. (1983). Organizational life cycles and shifting criteria of effectiveness: Some preliminary evidence. *Management Science*, 29(1), 33–51. <https://doi.org/10.1287/mnsc.29.1.33>
- Richardson, G., Lanis, R., & Taylor, G. (2015). Financial distress, outside directors and corporate tax aggressiveness spanning the global financial crisis: An empirical analysis. *Journal of Banking and Finance*, 52, 112–129. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.11.013>
- Sudarsanam, S., & Lai, J. (2001). Corporate financial distress and turnaround strategies: An empirical analysis. *British Journal of Management*, 12(3), 183–199. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00193>
- Tan, Y., & Luo, P. (2021). The impact of debt restructuring on dynamic investment and financing policies. *Economic Modelling*, 102. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105583>
- Umar, M. A. (2023). Corporate restructuring: A strategy for improving organizational performance. *International Journal of Strategic Decision Sciences*, 14(1), 1–11. <https://doi.org/10.4018/IJSDS.319974>
- Wang, T., & Ding, L. (2016). Enterprises life cycle and capital structure of SMEs. *Finance*, 6(2), 51–63. <https://doi.org/10.12677/fin.2016.62006>