BỘ TÀI CHÍNH

TRƯỜNG ĐẠI HỌC TÀI CHÍNH – MARKETING

PHAN THỊ HƯƠNG

TÁI CẤU TRÚC VÀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TẠI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM DƯỚI ĐIỀU KIỆN BẤT ĐỊNH NGÀNH

Chuyên ngành: Tài chính - Ngân hàng

Mã số: 9 34 02 01

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ

TP. Hồ Chí Minh - Năm 2026

Công trình được hoàn thành tại: Trường Đại học Tài chính - Marketing

Người hướng dẫn khoa học 1: PGS. TS. Phạm Quốc Việt

Người hướng dẫn khoa học 2: TS. Nguyễn Thị Hồng Ánh

Phản biện độc lập 1: .....

Phản biện độc lập 2: .....

Phản biện 1: PGS. TS. Trần Thị Thanh Nga

Phản biện 2: PGS. TS. Dương Đăng Khoa

Phản biện 3: PGS. TS. Trầm Thị Xuân Hương

Luận án sẽ được bảo vệ trước Hội đồng chấm luận án cấp trường tại Trường Đại học Tài chính - Marketing

Vào hồi … giờ … ngày … tháng … năm 2026

Có thể tìm hiểu luận án tại thư viện:

1. Thư viện Trường Đại học Tài chính – Marketing
2. Thư viện Quốc gia Việt Nam

DANH MỤC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN ÁN

STT	Công trình nghiên cứu	Năm công bố	Ghi chú
Sau khi trúng tuyển NCS			
1	Phan Thị Hương, Phạm Quốc Việt, Nguyễn Thị Hồng Ánh (2026). Tái cấu trúc doanh nghiệp trong bối cảnh bất định ngành: cơ sở lý luận và khuyến nghị cho Việt Nam. Tạp chí quản lý nhà nước. 4(2026). ISSN:2815-5831. https://www.quanlynhanuoc.vn/2026/04/18/tai-cau-truc-doanh-nghiep-trong-boi-canh-bat-dinh-nganh-co-so-ly-luan-va-khuyen-nghi-cho-viet-nam/	2026	
2	Phan Thi Huong. (2026). The Effects of Corporate Restructuring Strategies and Industry Uncertainty on Firm Performance: Evidence from Listed Non-Financial Firms in Vietnam. Journal of Finance - Marketing Research, 4(4ene). https://doi.org/10.52932/jfmr.v4i4ene.1487.	2026	
3	Phan Thị Hương, Phạm Quốc Việt, Nguyễn Thị Hồng Ánh (2026). Chiến lược tái cấu trúc qua kênh thu hẹp tài sản và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp phi tài chính: Vai trò điều tiết của bất định ngành. Tạp chí Kinh tế và Phát triển, 349, 2-11. https://doi.org/10.33301/JED.VI.3029.	2026	

TÓM TẮT LUẬN ÁN

Luận án nghiên cứu tác động của tái cấu trúc đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam trong điều kiện bất định ngành. Nghiên cứu xuất phát từ thực tế các bằng chứng trước đây về hiệu quả của tái cấu trúc còn thiếu nhất quán, trong khi nhiều nghiên cứu tiếp cận tái cấu trúc dưới dạng sự kiện hoặc biến giả và chưa phân biệt rõ tác động của từng chiến lược tái cấu trúc qua các kênh điều chỉnh nguồn lực. Đồng thời, bất định thường được đo lường ở cấp độ vĩ mô, nên vai trò của bất định ngành đối với hiệu quả của từng chiến lược tái cấu trúc vẫn chưa được làm rõ, đặc biệt trong bối cảnh thị trường mới nổi.

Luận án tiếp cận tái cấu trúc theo cường độ điều chỉnh nguồn lực, gồm ba chiến lược phòng vệ: thu hẹp tài sản (CRA), giảm nợ (CRD) và cắt giảm chi phí hoạt động (CRC). Bất định ngành được xây dựng từ độ phân tán chéo của các cú sốc không dự báo được đối với doanh thu, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và lợi nhuận của các doanh nghiệp trong cùng ngành–năm, sau đó được tổng hợp bằng phương pháp phân tích thành phần chính (PCA). Dữ liệu nghiên cứu là bảng không cân bằng gồm 484 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX giai đoạn 2010-2024, với 6.862 quan sát doanh nghiệp-năm thuộc 8 nhóm ngành. Phương pháp ước lượng chính là System GMM hai bước nhằm xử lý tính động của hiệu quả hoạt động, dị biệt doanh nghiệp không quan sát được và khả năng nội sinh của các quyết định tái cấu trúc.

Kết quả cho thấy tác động của tái cấu trúc không đồng nhất giữa các kênh điều chỉnh nguồn lực. Tái cấu trúc tài sản nhìn chung làm giảm ROA. Đối với tái cấu trúc tài chính qua kênh giảm nợ chỉ tác động tích cực rõ nét khi được kết hợp với các kênh tái cấu trúc tài sản và chi phí trong mô hình tổng hợp. Tái cấu trúc hoạt động qua kênh cắt giảm chi phí có tác động tích cực đến ROA. Bất định ngành cũng cho thấy tác động tích cực đến ROA của doanh nghiệp. Nhìn chung, sự khác biệt về dấu, mức độ và ý nghĩa thống kê giữa các kênh thu hẹp tài sản, giảm nợ và cắt giảm chi phí cho thấy hiệu quả của tái cấu trúc phụ thuộc vào từng hình thức điều chỉnh nguồn lực cụ thể. Một phát hiện khác của luận án là bất định ngành không điều tiết đồng nhất ba chiến lược tái cấu trúc. Trong mô hình tổng hợp có biến tương tác, bất định làm giảm bớt tác động bất lợi của thu hẹp tài sản, làm suy yếu lợi ích của giảm nợ nhưng khuếch đại nhẹ tác động tích cực của cắt giảm chi phí. Phân tích tác động cận biên tiếp tục cho thấy trong phần lớn miền dữ liệu quan sát, tác động bất lợi của CRA duy trì tại các mức bất định đại diện. Lợi ích riêng phần của CRD giảm khi bất định tăng, trong khi tác động cận biên

của CRC tăng nhẹ theo bất định. Các kiểm định độ vững với thước đo HQHĐ thay thế, biến tái cấu trúc dạng nhị phân và phân tích độ nhạy theo 8 ngành nhìn chung củng cố các kết luận chính.

Điểm mới của luận án đó là:

Thứ nhất, luận án tiếp cận tái cấu trúc theo cường độ điều chỉnh liên tục thay vì chỉ nhận diện sự kiện tái cấu trúc như nhiều nghiên cứu trước đây. Việc đo lường riêng tái cấu trúc tài sản qua kênh thu hẹp tài sản, tái cấu trúc tài chính qua kênh điều chỉnh giảm nợ và tái cấu trúc hoạt động qua kênh cắt giảm chi phí theo mức độ điều chỉnh hàng năm giúp phản ánh đầy đủ hơn quá trình tái phân bổ nguồn lực và cho phép so sánh kết quả khi từng kênh được xem xét riêng và khi các kênh được kiểm soát đồng thời.

Thứ hai, luận án mở rộng phạm vi ứng dụng của cách đo lường bất định dựa trên độ phân tán chéo của các cú sốc không dự báo được sang cấp ngành của doanh nghiệp phi tài chính. Chỉ số bất định ngành được xây dựng từ các cú sốc doanh thu, dòng tiền hoạt động và lợi nhuận và tổng hợp bằng PCA. Chỉ số này phản ánh sát hơn trạng thái bất định gắn với môi trường hoạt động của từng ngành so với các chỉ số bất định vĩ mô.

Thứ ba, luận án làm rõ vai trò điều tiết của bất định ngành đối với mối quan hệ giữa tái cấu trúc và hiệu quả hoạt động. Kết quả cho thấy bất định không điều tiết ba kênh theo cùng một hướng. Bổ sung bằng chứng rằng hiệu quả của tái cấu trúc phụ thuộc vào cả loại nguồn lực được điều chỉnh và trạng thái bất định của môi trường ngành.

Thứ tư, luận án cung cấp bằng chứng về tính không đồng nhất giữa ba kênh tái cấu trúc phòng vệ. Tác động của thu hẹp tài sản, giảm nợ và cắt giảm chi phí khác nhau giữa các kênh và có thể thay đổi khi các chiến lược được xem xét đồng thời. Phát hiện này cho thấy việc đánh giá riêng lẻ từng biện pháp chưa phản ánh đầy đủ cấu hình tái cấu trúc thực tế của doanh nghiệp.

Thứ năm, luận án bổ sung bằng chứng thực nghiệm từ các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam. Mở rộng nghiên cứu về tái cấu trúc và bất định sang bối cảnh một thị trường mới nổi. Kết quả cho thấy hiệu quả của các chiến lược tái cấu trúc không đồng nhất giữa các trạng thái bất định ngành, nhấn mạnh vai trò của điều kiện môi trường khi đánh giá hiệu quả tái cấu trúc.

Từ khóa: tái cấu trúc doanh nghiệp; hiệu quả hoạt động; bất định ngành; thu hẹp tài sản; giảm nợ; cắt giảm chi phí; System GMM.

CHƯƠNG 1
GIỚI THIỆU NGHIÊN CỨU

1.1. LÝ DO CHỌN ĐỀ TÀI

1.1.1. Bối cảnh lý thuyết

Tái cấu trúc doanh nghiệp (Corporate restructuring, CR) từ lâu được xem là công cụ chiến lược quan trọng để khắc phục suy giảm hiệu quả hoạt động (HQHĐ) và tạo giá trị cho các bên liên quan (Duc Hong Vo & cộng sự, 2024; Solano & cộng sự, 2024). Tuy nhiên, CR là con dao hai lưỡi. CR có thể cải thiện HQHĐ khi giúp doanh nghiệp tái phân bổ nguồn lực và khắc phục các hoạt động kém hiệu quả (Bowman & cộng sự, 1999; McGrath, 2025), nhưng không phải loại CR nào cũng tạo hiệu quả, ví dụ tái cấu trúc tài chính có thể gây ra những tác động tiêu cực, chẳng hạn như làm loãng giá trị cổ đông và tăng mức nợ (Cruz-García & cộng sự, 2020). Điều này cho thấy mối quan hệ giữa CR và HQHĐ không đơn giản, có thể phụ thuộc mạnh vào bối cảnh quản trị và cơ chế kiểm soát. Các nghiên cứu hiện hành về CR và HQHĐ vẫn còn phân mảnh và thiếu sự kết nối giữa các mô hình, dẫn đến khó hình thành một khung lý thuyết tổng thể (Singh, 1993). Lý thuyết chi phí đại diện chỉ ra xu hướng mở rộng vượt mức tối ưu, hàm ý nhu cầu kỷ luật qua CR (Jensen, 1986), nhưng kết quả dài hạn của các biện pháp này lại không đồng nhất khi thay đổi điều kiện quản trị, cơ chế thị trường và cách đo hiệu ứng (Lin & cộng sự, 2006; Shleifer & Vishny, 1997).

Bên cạnh đó lý thuyết kinh tế nhấn mạnh rằng bất định kinh tế vĩ mô và vi mô trong tương lai định hình các quyết định của doanh nghiệp (Fiori & Scoccianti, 2023). Dưới góc độ bối cảnh lý thuyết, các lập luận trong Lý thuyết dựa trên nguồn lực (Bergh, 1998) và khuôn khổ quyền chọn thực cho thấy bất định làm thay đổi cách doanh nghiệp nhận diện, đánh giá và triển khai các quyết định CR, chứ không chỉ ảnh hưởng đến mức độ CR (Campello & cộng sự, 2024). Khi môi trường trở nên khó dự đoán, cùng một hành động CR có thể mang ý nghĩa chiến lược khác nhau, hoặc là cơ chế thích ứng nhằm bảo toàn nguồn lực, hoặc là rào cản làm gián đoạn quá trình tái phân bổ nguồn lực hiệu quả (Bergh, 1998; Campello & cộng sự, 2024; Zhang & cộng sự, 2025). Bất định kinh tế là một vấn đề tồn tại lâu đời trong kinh tế học, và sau công trình của Bloom (2009) nhiều tài liệu nghiên cứu đã kế thừa và phát triển việc đo lường và mở rộng hiểu biết về bản chất cũng như hậu quả kinh tế của bất định vĩ mô hay bất định vi mô (Alfaro & cộng

sự, 2024; Baker & cộng sự, 2016; Buch & cộng sự, 2015; Fiori & Scoccianti, 2023; Zhang & cộng sự, 2025). Vì vậy, luận án đặt ra vấn đề, liệu bất định có là một trong những yếu tố bối cảnh, giúp giải thích tính không đồng nhất trong tác động của CR đến HQHĐ của doanh nghiệp không. Bất định chịu ảnh hưởng của công nghệ, chi phí điều chỉnh, kỳ vọng và thái độ rủi ro của nhà quản trị, đồng thời gắn với cấu trúc cạnh tranh thị trường (Fiori & Scoccianti, 2023). Phần lớn khung phân tích hiện hành dựa trên chỉ báo vĩ mô, trong khi các quyết định CR mang bản chất vi mô, khiến các suy luận dễ rơi vào giả định đồng nhất và bỏ qua dị biệt ở cấp doanh nghiệp (Zheng & Wen, 2023). Gần đây, một số nghiên cứu tiếp cận bất định chính sách ở cấp doanh nghiệp kêu gọi đưa bất định về đúng đơn vị phân tích để lý giải tốt hơn quyết định CR (Zhang & cộng sự, 2025).

Bối cảnh thị trường mới nổi càng làm vấn đề trở nên phức tạp. Tại các nền kinh tế này, lựa chọn chiến lược CR chịu ảnh hưởng mạnh từ xung đột lợi ích giữa các bên liên quan, khác biệt với các nền kinh tế phát triển phương Tây (Pandey & Ongpipattanakul, 2015). Tác động của bất định chưa được tích hợp đầy đủ vào khung lý thuyết hiện hành về CR trong bối cảnh này (Yu & cộng sự, 2021). Thị trường chứng khoán Việt Nam là môi trường điển hình của thị trường mới nổi, nơi cấu trúc sở hữu, ràng buộc tài chính và động lực cạnh tranh mang đặc trưng riêng (Laguir & cộng sự, 2024; Pandey & Ongpipattanakul, 2015; Yu & cộng sự, 2021).

1.1.2. Bối cảnh thực tiễn

Bất định ngày càng được thừa nhận như một đặc trưng cốt lõi của môi trường kinh doanh hiện đại, nhất là trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu liên tục chịu tác động từ các cú sốc vĩ mô, biến động chính sách (Chen & Xu, 2025; Koroma & Bein, 2024), chuyển đổi số (Sun & cộng sự, 2025). Các nghiên cứu nền tảng cho thấy bất định gia tăng có tác động tiêu cực đến các quyết định đầu tư, tuyển dụng và mở rộng sản xuất của doanh nghiệp, qua đó làm suy giảm HQHĐ và tăng trưởng dài hạn (Alfaro & cộng sự, 2024; Baker & cộng sự, 2016; Bergh, 1998; Bloom, 2009, 2014; Bloom & cộng sự, 2018; Buch & cộng sự, 2015). Bằng chứng đa quốc gia cho thấy bất định chính sách kinh tế EPU tác động mạnh đến hành vi doanh nghiệp, làm gia tăng chi phí vốn, hạn chế khả năng tiếp cận tài chính và buộc doanh nghiệp điều chỉnh chiến lược để duy trì thanh khoản (Chang & cộng sự, 2024). Ở cấp doanh nghiệp, Bất định kéo dài và thay đổi tùy thuộc vào đặc điểm của các doanh nghiệp. Bất định chỉ gây ra những tác động kinh tế đáng kể và lâu dài trên nhiều biến số thực và tài chính khi nó được thúc đẩy bởi yếu tố tiêu cực. Bất định toàn nền kinh tế, được xây dựng bằng cách tổng hợp bất định

ở cấp độ doanh nghiệp (Fiori & Scoccianti, 2023). Khi bất định ở cấp doanh nghiệp gia tăng, doanh nghiệp có xu hướng co hẹp hoạt động thực như giảm mức sử dụng công suất và giờ lao động, tăng tích trữ tiền mặt, và cắt giảm đầu tư với độ trễ, hàm ý bất định làm suy yếu hiệu quả, quy mô hoạt động thông qua kênh phòng ngừa rủi ro và trì hoãn điều chỉnh vốn (Del Prete & cộng sự, 2023). Với nhóm doanh nghiệp quốc tế hóa, các động thái tái cấu trúc danh mục có thể là đòn bẩy HQHĐ khi được bổ trợ bởi hệ thống quản trị (Forcadell & cộng sự, 2025). Khu vực doanh nghiệp nhà nước quy mô lớn, yêu cầu tái cấu trúc mô hình tổ chức-sản xuất trở nên cấp thiết nhằm khắc phục lệch hướng chiến lược và suy giảm hiệu quả trong kỷ nguyên số (Dutta, 2022). Khi rủi ro mất khả năng thanh toán hiện hữu, tái cấu trúc tài chính đòi hỏi điều phối xung đột lợi ích các bên liên quan, một thực tiễn phức tạp ảnh hưởng trực tiếp đến HQHĐ của doanh nghiệp (Fahdil & cộng sự, 2024).

Thực tiễn cho thấy, bất định đang là một biến số có thể là rào cản nhưng cũng có thể là cơ hội. Có doanh nghiệp phải đối diện với việc cân chỉnh chính sách vốn lưu động dưới bất định vĩ mô (Chang & cộng sự, 2024), nhưng cũng có doanh nghiệp biết khai thác cơ hội từ bất định theo đặc trưng nội tại (Drnevich & West, 2023), hoặc điều phối lợi ích trong tái cấu trúc tài chính (Fahdil & cộng sự, 2024), hay thúc đẩy chuyển đổi số dựa vào hệ sinh thái để hỗ trợ tái cơ cấu vận hành (Fernández-Portillo & cộng sự, 2024). Trên thị trường vốn, bất định làm sai lệch chu kỳ đầu tư-tài trợ, gây rối loạn cấu trúc tài chính và khiến các quyết định điều chỉnh đòn bẩy/kỳ hạn nợ trở nên cấp thiết (Palacín-Sánchez & cộng sự, 2023), trong khi nhiễu thông tin như bất đồng xếp hạng ESG buộc doanh nghiệp tái cấu trúc quản trị-công bố để bảo vệ giá trị (Tabur & Bildik, 2025).

Bên cạnh đó, thực tiễn về tác động của CR lên HQHĐ vẫn thiếu nhất quán. Có nghiên cứu cho thấy cải thiện hiệu quả nhưng phải đặt trong bối cảnh, ví dụ như chuyển đổi số (Duc Hong Vo & cộng sự, 2024; Paterson & Walters, 2023; Widiyastuti & cộng sự, 2025), có nghiên cứu ghi nhận tác động tiêu cực/không đáng kể (Kumaraswamy & cộng sự, 2019; Wajid & cộng sự, 2019), hiệu lực của CR còn phụ thuộc chất lượng quản trị (Mansour & cộng sự, 2022), mức độ trì trệ phân bổ ở tập đoàn đa ngành (Lindlbauer & cộng sự, 2025), hay bối cảnh quản trị quốc gia (Omenihu & Nwafor, 2025; Perry & Shivdasani, 2005).

Tại Việt Nam , Nghiên cứu của Duc Hong Vo & cộng sự (2024) chỉ ra rằng, hiệu quả của doanh nghiệp đang bị ảnh hưởng tiêu cực bởi tái cấu trúc doanh nghiệp (tái cấu trúc tài chính, tái cấu trúc hoạt động). Tại Quốc

hội (Khóa XV) đã chính thức thông qua Nghị quyết về Kế hoạch cơ cấu lại nền kinh tế giai đoạn 2021 -2025 với những mục tiêu cụ thể đối với sự phát triển doanh nghiệp, cho thấy vai trò trung tâm của CR đối với phát triển doanh nghiệp. Tuy nhiên, kết quả thực tiễn rất phân hóa, chỉ khoảng 30% doanh nghiệp tái cấu trúc thành công, 70% thất bại hoặc thu hẹp quy mô và gần 82% phải cắt giảm nhân sự hoặc tạm ngừng hoạt động để tái cơ cấu, nhưng 18% còn lại thích ứng hiệu quả mà không cần sa thải nhân viên (VCCI, 2025). Tính hai mặt này đặt ra nhu cầu cấp thiết lượng hóa tác động của CR đến HQHĐ dưới các điều kiện môi trường cụ thể. Với đặc trưng là một nền kinh tế mới nổi, Việt Nam đang triển khai nhiều cải cách chính sách kinh tế và chịu mức độ bất định cao hơn so với các nền kinh tế lớn. Điều này khiến tác động của một cú sốc bất định trở nên thể hiện rõ rệt hơn (Đặng Văn Dân, 2023). Điều này đặt ra nhu cầu cần thiết phải định lượng tác động của các chiến lược CR đến HQHĐ doanh nghiệp trong mối quan hệ với bối cảnh bất định ngành. Từ khoảng trống nghiên cứu đó, luận án tập trung phân tích tác động của các chiến lược CR theo hướng phòng vệ thông qua ba kênh chính gồm: (1) tái cấu trúc tài sản thông qua thu hẹp tài sản (CRA); (2) tái cấu trúc tài chính thông qua điều chỉnh cấu trúc theo hướng giảm nợ (CRD); (3) tái cấu trúc hoạt động thông qua cắt giảm chi phí hoạt động (CRC).

1.2. MỤC TIÊU NGHIÊN CỨU VÀ CÂU HỎI NGHIÊN CỨU

1.2.1. Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu chung của luận án là phân tích tác động của các chiến lược tái cấu trúc theo hướng phòng vệ, bao gồm thu hẹp tài sản, giảm nợ và cắt giảm chi phí hoạt động, đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam. Đồng thời làm rõ sự khác biệt của các tác động này và vai trò điều tiết của bất định ngành. Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, luận án đề xuất các hàm ý quản trị và chính sách phù hợp với điều kiện bất định ngành tại Việt Nam.

Để thực hiện mục tiêu chung, nghiên cứu đưa ra các mục tiêu cụ thể như sau:

(1) Phân tích tác động trực tiếp của chiến lược tái cấu trúc qua kênh thu hẹp tài sản, giảm nợ và kênh cắt giảm chi phí hoạt động, cũng như tác động đồng thời của ba chiến lược tái cấu trúc và bất định ngành đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam.

(2) So sánh tác động của các chiến lược tái cấu trúc đến hiệu quả hoạt động giữa các nhóm doanh nghiệp hoạt động trong trạng thái bất định ngành cao và thấp, qua đó nhận diện sự khác biệt của mối quan hệ này theo bối cảnh ngành.

(3) Kiểm định vai trò điều tiết của bất định ngành trong mối quan hệ giữa các chiến lược tái cấu trúc và hiệu quả hoạt động thông qua các mô hình tương tác, nhằm xác định liệu bất định ngành làm khuếch đại, làm suy yếu hoặc đảo chiều tác động của tái cấu trúc.

(4) Rút ra các hàm ý quản trị và chính sách đối với việc lựa chọn, phối hợp và triển khai các chiến lược tái cấu trúc trong những điều kiện bất định ngành khác nhau.

1.2.2. Câu hỏi nghiên cứu

(1) Các chiến lược thu hẹp tài sản, giảm nợ và cắt giảm chi phí hoạt động ảnh hưởng như thế nào đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam khi được xem xét riêng lẻ và đồng thời? Bất định ngành có tác động trực tiếp như thế nào đến hiệu quả hoạt động?
(2) Tác động của từng chiến lược tái cấu trúc đến hiệu quả hoạt động có khác biệt giữa trạng thái bất định ngành cao và thấp hay không?
(3) Bất định ngành có điều tiết mối quan hệ giữa các chiến lược tái cấu trúc và hiệu quả hoạt động hay không? Khi bất định ngành gia tăng, tác động cận biên của từng chiến lược thay đổi về chiều hướng và mức độ như thế nào?
(4) Những hàm ý quản trị nào có thể được rút ra từ kết quả nghiên cứu đối với việc lựa chọn và phối hợp các chiến lược tái cấu trúc trong các trạng thái bất định ngành khác nhau?

1.3. ĐỐI TƯỢNG VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU

1.3.1. Đối tượng nghiên cứu

Nghiên cứu tác động riêng lẻ đối với 3 nhóm đại diện cho 3 chiến lược tái cấu trúc theo hướng phòng vệ cơ bản bao gồm: (1) chiến lược thu hẹp tài sản; (2) chiến lược giảm đòn bẩy; (3) chiến lược cắt giảm chi phí hoạt động (biến độc lập) và Bất định ngành (biến điều tiết) với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp đo bằng ROA (biến phụ thuộc chính) và ROE, ROS (Robustness). Cụ thể như sau:

Là doanh nghiệp phi tài chính đang niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) tính đến năm 2024 được phân loại trong nhóm ngành cấp 2 của Fiin/ICB.

Các chiến lược tái cấu trúc: các chiến lược tái cấu trúc theo hướng thu hẹp/phòng vệ được nhận diện thông qua 3 kênh: (1) chiến lược tái cấu trúc tài sản thông qua thu hẹp tài sản; (2) Chiến lược tái cấu trúc tài chính theo hướng giảm đòn bẩy; (3) chiến lược tái cấu trúc hoạt động thông qua

cắt giảm chi phí hoạt động quản lý (SGA, không bao gồm giá vốn hàng bán, chi phí tài chính, thuế thu nhập doanh nghiệp và các khoản bất thường ngoài hoạt động).

Bất định ngành được đo lường bằng một chỉ số đại diện tổng hợp (proxy), được xây dựng từ mức độ phân tán của các cú sốc không dự báo được đối với doanh thu thuần, dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh và lợi nhuận của các doanh nghiệp trong cùng ngành-năm.

1.3.2. Phạm vi nghiên cứu

Phạm vi nghiên cứu trong nghiên cứu được luận án xác định theo không gian và thời gian. Để phù hợp với mục tiêu tìm hiểu tác động của các chiến lược CR đến HQHĐ của doanh nghiệp phi tài chính trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong bối cảnh bất định ngành. Trong luận án, tái cấu trúc doanh nghiệp được giới hạn ở nhóm chiến lược theo hướng phòng vệ (defensive restructuring strategies) bao gồm: thu hẹp tài sản, giảm nợ và cắt giảm chi phí hoạt động (SGA).

1.4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Nghiên cứu định lượng được thực hiện thông qua dữ liệu bảng của các doanh nghiệp niêm yết thu thập từ cơ sở dữ liệu của Fiinpro. Quy trình phân tích bắt đầu từ việc thu thập và xử lý dữ liệu, lựa chọn biến đo lường và mô hình phù hợp với các lý thuyết kinh tế. Mô hình SGMM được lựa chọn để giải quyết đồng thời vấn đề nội sinh, tính động của hiệu quả hoạt động và sai lệch do biến bị bỏ sót. Độ tin cậy của mô hình được kiểm định thông qua các kiểm định tiêu chuẩn như tự tương quan bậc 1 và bậc 2 (AR(1), AR(2)) và kiểm định Hansen về tính hợp lệ của biến công cụ. Phương pháp này cho phép đánh giá độ tin cậy của các kết quả hồi quy.

1.5. ĐÓNG GÓP MỚI CỦA LUẬN ÁN

Đóng góp về mặt khoa học:

- Thứ nhất, luận án tiếp cận tái cấu trúc doanh nghiệp theo cường độ điều chỉnh liên tục thay vì chỉ dựa trên biến sự kiện như các nghiên cứu trước. Cụ thể, thu hẹp tài sản, giảm nợ và cắt giảm chi phí được đo lường theo mức độ điều chỉnh hàng năm. Cách tiếp cận này giúp bảo toàn thông tin về cường độ và tiến trình tái cấu trúc, qua đó phản ánh đầy đủ hơn mức độ điều chỉnh nguồn lực của doanh nghiệp.

Thứ hai, luận án mở rộng cách tiếp cận đo lường bất định thông qua việc xây dựng chỉ số bất định ngành từ độ phân tán chéo của các cú sốc không dự báo được đối với doanh thu, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và lợi nhuận của các doanh nghiệp trong cùng ngành–năm, sau đó tổng hợp bằng

PCA. So với các chỉ số bất định vĩ mô, cách tiếp cận này cho phép phản ánh rõ hơn mức độ bất định gắn với môi trường hoạt động của từng ngành.

Thứ ba, đóng góp cốt lõi của luận án là đưa bất định ngành vào vai trò biến điều tiết trong mối quan hệ giữa tái cấu trúc và hiệu quả hoạt động. Qua đó, không chỉ xem xét tác động trực tiếp mà còn làm rõ mức độ tác động của từng kênh tái cấu trúc thay đổi như thế nào khi mức bất định ngành thay đổi. Cách tiếp cận này góp phần giải thích vì sao các kết quả thực nghiệm trước đây về hiệu quả của tái cấu trúc còn thiếu nhất quán nhất là dòng nghiên cứu về chiến lược tái cấu trúc theo hướng phòng vệ.

Thứ tư, luận án làm rõ tính không đồng nhất giữa ba kênh tái cấu trúc theo hướng phòng vệ gồm: thu hẹp tài sản, giảm nợ và cắt giảm chi phí. Việc phân tách và so sánh từng kênh cho phép nhận diện rõ hơn cơ chế tác động riêng của từng loại điều chỉnh nguồn lực, và kết hợp lại để nhận diện cơ chế tổng thể.

Cuối cùng, luận án bổ sung bằng chứng thực nghiệm từ các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam, qua đó mở rộng hiểu biết về mối quan hệ giữa tái cấu trúc, bất định ngành và hiệu quả hoạt động trong bối cảnh một thị trường mới nổi. Kết quả sẽ cung cấp cơ sở để đánh giá vai trò của môi trường ngành, bổ sung thêm một điều kiện bối cảnh quan trọng khi đánh giá hiệu quả của các chiến lược tái cấu trúc,.

Đóng góp về mặt thực tiễn:

Thứ nhất, luận án cung cấp bằng chứng định lượng giúp nhà quản trị nhận diện vấn đề tác động của tái cấu trúc không đồng nhất giữa các kênh điều chỉnh nguồn lực và có thể thay đổi theo mức độ bất định ngành. Điều này hỗ trợ doanh nghiệp lựa chọn chiến lược tái cấu trúc phù hợp hơn thay vì áp dụng đồng loạt các biện pháp thu hẹp.

Thứ hai, kết quả nghiên cứu cung cấp cơ sở cho doanh nghiệp trong việc điều chỉnh tài sản, cấu trúc nợ và chi phí hoạt động trong điều kiện bất định môi trường ngành, qua đó hỗ trợ quản trị nguồn lực, thanh khoản và khả năng phục hồi.

Thứ ba, luận án cung cấp hàm ý cho nhà đầu tư, chủ nợ và cơ quan quản lý trong việc đánh giá các quyết định tái cấu trúc không chỉ dựa trên quy mô điều chỉnh mà còn cần xem xét loại nguồn lực được điều chỉnh và trạng thái bất định của ngành.

1.6. BỐ CỤC CỦA LUẬN ÁN

Nội dung chính của luận án được chia thành 5 chương: Chương 1. Giới thiệu cứu; Chương 2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu; Chương

3. Thiết kế nghiên cứu; Chương 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận; Chương 5. Kết luận và hàm ý chính sách.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

CHƯƠNG 2
CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

2.1. CÁC KHÁI NIỆM VÀ PHẠM VI NGHIÊN CỨU

2.1.1. Khái niệm tái cấu trúc doanh nghiệp

Khái niệm tái cấu trúc doanh nghiệp đã hình thành và phát triển như một khung lý thuyết đa chiều, gắn với các thành tố như: tài sản, cấu trúc vốn và cấu trúc tổ chức, đồng thời ngày càng gắn chặt hơn với bối cảnh số hóa và thị trường mới nổi (Chinh & cộng sự, 2025; Singh, 1993; Widiyastuti & cộng sự, 2025). Ở giai đoạn đầu, nghiên cứu về CR tập trung chủ yếu vào các thay đổi hữu hình trong cấu trúc tài sản, vốn và tổ chức. Bowman & Singh (1993) đưa ra một trong những định nghĩa có ảnh hưởng đầu tiên, mô tả CR là những thay đổi quan trọng và nhanh chóng trong tài sản, cấu trúc vốn hoặc hoạt động tổ chức của doanh nghiệp. Hoskisson & Turk (1990) cho rằng CR là một chiến lược lớn nhằm phục hồi giá trị doanh nghiệp đã bị suy giảm do đa dạng hóa quá mức. Gilson (1990) tập trung vào khía cạnh tài chính với khái niệm tái cấu trúc nợ, tác giả xem đây là sự hoán đổi hợp đồng nợ hiện tại thành một dạng cam kết mới có thể bao gồm giảm lãi, kéo dài thời hạn hoặc hoán đổi nợ thành vốn chủ sở hữu. Đó cũng là một giải pháp giúp khôi phục thanh khoản và khả năng hoạt động của doanh nghiệp gặp khó khăn. Tương tự, Cascio (2002) cũng coi tái cấu trúc nợ là một phần quan trọng của tái cấu trúc tài chính, đặc biệt trong các bối cảnh thiếu hụt dòng tiền. Đến đầu thế kỷ XXI, định nghĩa về CR ngày càng bao quát hơn, không chỉ bao gồm yếu tố tài sản, vốn, hay tổ chức mà còn nhấn mạnh đến cấu trúc sở hữu và năng lực vận hành. Norley & cộng sự (2001) nhìn nhận CR là hành động tổ chức lại các cấu trúc pháp lý, sở hữu, hoạt động hoặc các cấu trúc khác nhằm nâng cao khả năng thích nghi và hiệu quả hoạt động. Sudarsanam & Lai (2001) bổ sung góc nhìn từ hoạt động, định nghĩa CR như những sáng kiến giúp doanh nghiệp ổn định hoạt động và quay trở lại lợi nhuận, chủ yếu thông qua kiểm soát chi phí - với hiệu quả có thể đến trong ngắn hạn nhưng thường nhắm đến cải thiện dòng tiền trung và dài hạn. Từ góc nhìn chiến lược, Bowman & cộng sự (1999) cho rằng tái cấu trúc tổ chức bao gồm ba phương diện chính: tái cấu trúc danh mục đầu tư, tái cấu trúc tài chính và tái cấu trúc tổ chức. Điều này phản ánh sự chuyển đổi từ việc xem CR như hành

động cứu vãn sang như một công cụ tái định hình tài chính nhằm tăng cường hiệu quả và lợi thế cạnh tranh. Khái niệm này tiếp tục được phát triển bởi các nghiên cứu sau đó, đặc biệt tại các thị trường mới nổi. Chẳng hạn, Kumaraswamy & cộng sự (2019) mô tả CR là sự tái định hướng có hệ quả đối với tài sản, tài chính hoặc cấu trúc sở hữu nhằm điều chỉnh dòng tiền tương lai. Nhìn chung, Tái cấu trúc doanh nghiệp là một thuật ngữ phức hợp, đa chiều, nhưng đã được giới chuyên môn, học thuật và các tổ chức quản lý có cùng góc nhìn khá thống nhất.

2.1.2. Tái cấu trúc theo hướng phòng vệ

Tái cấu trúc doanh nghiệp là một trong những biện pháp phòng vệ, biện pháp này có thể bao gồm việc bán đi những bộ phận quan trọng của công ty mục tiêu, hoặc thậm chí thực hiện các thương vụ mua lại quy mô lớn (Gaughan, 2010). Theo Grosfeld & cộng sự (1995) cho rằng, phần "Defensive - phòng vệ" của tái cấu trúc về cơ bản có nghĩa là thực hiện các biện pháp nhằm giảm chi phí và thu hẹp quy mô hoạt động của doanh nghiệp như: cắt giảm các dây chuyền sản xuất lỗi thời, sa thải nhân công, loại bỏ các tài sản không hiệu quả…. Những biện pháp này mang tính phòng vệ ở chỗ mục tiêu chính của chúng là sự tồn tại tức thời của doanh nghiệp. Tái cấu trúc phòng vệ không nhất thiết phải bao hàm sự tồn tại của một chiến lược định hướng lại hoạt động của doanh nghiệp trong điều kiện kinh tế mới. Nó có thể được thực hiện do hành vi hướng đến sự sống còn của các nhà quản lý và công nhân. Tuy nhiên, nó cũng có thể là yếu tố ban đầu khó khăn, nhưng doanh nghiệp cần thiết phải tái cấu trúc cho một kế hoạch chiến lược dài hạn nhằm tối đa hóa giá trị của doanh nghiệp. Dann & DeAngelo (1988) chỉ ra giá trị gia tăng của các cuộc tái cấu trúc phòng vệ của nhà quản lý được đánh giá đúng đắn bằng sự khác biệt giữa: (i) tài sản kỳ vọng của cổ đông khi có hành động phòng thủ; (ii) tài sản kỳ vọng của họ khi không có hành động phòng thủ. Đối với các doanh nghiệp đang đối mặt với sự suy giảm nghiêm trọng về HQHĐ, quá trình phục hồi thường bắt đầu bằng các biện pháp thu hẹp, bao gồm cắt giảm chi phí, giảm tài sản hoặc tái tập trung hoạt động vào những lĩnh vực có triển vọng sinh lợi cao hơn, trước khi chuyển sang các chiến lược phục hồi và tăng trưởng dài hạn (Hofer, 1980; Robbins & Pearce, 1992). Lược khảo dòng nghiên cứu về CR cho thấy, các chiến lược CR theo mục tiêu thường được tiếp cận theo 3 định hướng chính gồm: (i) tái cấu trúc theo hướng mở rộng, tăng trưởng (Cascio & cộng sự, 2021) ; (ii) Tái cấu trúc chiến lược theo hướng tái định vị, chuyển hướng chiến lược (Tushman & Anderson, 2018); (iii) tái cấu trúc theo hướng phòng vệ (Lim & cộng sự, 2013; Morrow & cộng sự, 2004; Robbins & Pearce, 1992). Trong khi CR mở

rộng thường gắn với các quyết định mua bán - sáp nhập, đa dạng hóa hoặc gia tăng quy mô nhằm theo đuổi cơ hội tăng trưởng, thì tái cấu trúc theo hướng phòng vệ chủ yếu phản ánh các điều chỉnh mang tính thu hẹp hoặc tái phân bổ nguồn lực, được doanh nghiệp triển khai nhằm ứng phó với sự suy giảm HQHĐ hoặc mức độ bất định gia tăng của môi trường kinh doanh (Gaughan, 2010). Các điều chỉnh có chủ đích này thường hướng tới mục tiêu cải thiện hiệu quả sử dụng tài sản, tăng thanh khoản, giảm áp lực tài chính, thu hẹp quy mô.

Cách tiếp cận này nhìn chung phù hợp với Lý thuyết TTC của Robbins & Pearce (1992), theo đó quá trình phục hồi doanh nghiệp thường bắt đầu bằng giai đoạn thu hẹp nguồn lực, bao gồm việc cắt giảm tài sản, chi phí hoặc phạm vi hoạt động, trước khi doanh nghiệp có thể bước sang giai đoạn phục hồi. Trong khung lý thuyết này, thu hẹp nguồn lực không được xem là mục tiêu tự thân, mà là điều kiện cần để tái lập kỷ luật tài chính và hiệu quả vận hành, từ đó tạo dư địa cho các chiến lược phục hồi tiếp theo. Bowman & Singh (1993) cho rằng tái cấu trúc doanh nghiệp cần được hiểu là sự thay đổi có chủ đích trong cấu trúc tài sản, danh mục kinh doanh hoặc phạm vi kiểm soát, nhằm cải thiện sự phù hợp chiến lược của doanh nghiệp với môi trường cạnh tranh. Theo đó, một quyết định giảm tài sản, giảm nợ hoặc giảm chi phí chỉ có ý nghĩa là CR khi nó phản ánh nỗ lực tái phân bổ nguồn lực hoặc điều chỉnh chiến lược, chứ không phải chỉ là hệ quả cơ học của sự suy giảm quy mô kinh doanh. Lập luận này cũng tương đồng với Bergh & Lim (2008), khi tác giả nhấn mạnh rằng hiệu quả của các hành vi tái cấu trúc danh mục phụ thuộc mạnh vào mức độ bất định của thị trường sản phẩm, gợi ý về giá trị của các chiến lược thu hẹp không mang tính cố định mà mang tính điều kiện.

Từ góc độ tài chính doanh nghiệp, Denis & Kruse (2000) mở rộng khái niệm CR bằng cách nhấn mạnh vai trò của các quyết định điều chỉnh cấu trúc tài sản và cấu trúc vốn trong việc giải quyết các vấn đề kém hiệu quả và xung đột đại diện. Theo quan điểm này, CR không chỉ bao gồm các thay đổi về danh mục kinh doanh, mà còn bao hàm các quyết định mang tính tài chính như thu hẹp tài sản, giảm đòn bẩy, hoặc tái cấu trúc nghĩa vụ nợ nhằm cải thiện hiệu quả sử dụng vốn. Cách tiếp cận này tạo cầu nối quan trọng giữa dòng quản trị chiến lược và tài chính doanh nghiệp, đồng thời cung cấp nền tảng lý thuyết để luận án xem xét tái cấu trúc phòng vệ như một tập hợp các điều chỉnh vừa mang tính chiến lược vừa mang tính tài chính.

Nhìn chung, tái cấu trúc phòng vệ được hiểu là tập hợp các biện pháp CR được thực hiện nhằm bảo vệ khả năng tồn tại của doanh nghiệp trong giai đoạn suy giảm hiệu quả hoặc gia tăng bất định môi trường, thông qua việc

cắt giảm chi phí (cost retrenchment), thu hẹp tài sản (asset retrenchment) và tái cấu trúc nợ (debt restructuring) để ổn định dòng tiền và nâng cao khả năng chống chịu trước khi doanh nghiệp bước vào giai đoạn phục hồi (Denis & Kruse, 2000; Morrow & cộng sự, 2004; Robbins & Pearce, 1992). Trên cơ sở tổng hợp các tiếp cận trên, luận án lựa chọn phạm vi nghiên cứu các chiến lược tái cấu trúc phòng vệ bao gồm thu hẹp tài sản (CRA), giảm đòn bẩy tài chính (CRD) và cắt giảm chi phí hoạt động quản lý (CRC). Các chiến lược này có điểm tương đồng với dòng cắt giảm/phòng vệ trong các nghiên cứu về phục hồi (Lim & cộng sự, 2013; Morrow & cộng sự, 2004; Robbins & Pearce, 1992), do đều hướng tới mục tiêu bảo toàn nguồn lực và giảm áp lực tài chính. Mặc dù các nghiên cứu quản trị chiến lược giai đoạn đầu đã phân biệt giữa CR theo hướng phòng vệ và CR theo hướng chủ động/tăng trưởng (Bowman & Singh, 1993), các nghiên cứu thực nghiệm sau này có xu hướng lượng hóa các phản ứng CR thông qua các hoạt động có thể quan sát được, đặc biệt là các biện pháp thu hẹp tài sản, cắt giảm chi phí (Lim & cộng sự, 2013; Morrow & cộng sự, 2004; Robbins & Pearce, 1992) và tái cấu trúc tài chính trong bối cảnh suy giảm hiệu quả (Chinh & cộng sự, 2025; Koh & cộng sự, 2015; Leary & Roberts, 2005; Palacín-Sánchez & cộng sự, 2023). Kế thừa hướng tiếp cận này, nghiên cứu xem CRA và CRC, cũng như CRD trong bối cảnh bất định ngành gia tăng, chủ yếu như các phản ứng CR theo hướng phòng vệ, hơn là các chiến lược CR theo định hướng tăng trưởng chủ động. Việc tập trung vào ba nhóm chiến lược nêu trên cho phép nghiên cứu làm rõ các kênh điều chỉnh cốt lõi mà doanh nghiệp thường sử dụng trong bối cảnh bất định ngành.

2.1.3. Khái niệm và đo lường hiệu quả hoạt động

Hiệu quả hoạt động (Firm Performance) là khái niệm trung tâm trong các nghiên cứu về doanh nghiệp, phản ánh khả năng tạo ra kết quả tài chính và giá trị thị trường thông qua quá trình sử dụng nguồn lực và vận hành chiến lược. Khái niệm này phát triển mạnh từ nửa sau thế kỷ XX, khi doanh nghiệp niêm yết và thị trường vốn mở rộng, trở thành biến phụ thuộc cốt lõi trong các mô hình phân tích về quản trị và tái cấu trúc doanh nghiệp (Giorcelli, 2021; Taouab & Issor, 2019). Ở giai đoạn nền tảng của tài chính doanh nghiệp, lý thuyết M&M của Modigliani & Miller (1958) cho rằng HQHĐ đầu tư đạt tối ưu khi suất sinh lời biên bằng chi phí vốn, được phản ánh qua ROA và ROE - những thước đo thể hiện khả năng doanh nghiệp chuyển hóa tài sản và vốn chủ sở hữu thành lợi nhuận.

Lý thuyết cấu trúc vốn của Modigliani & Miller (1958) chỉ ra rằng hiệu quả đầu tư tối ưu xảy ra khi suất sinh lời biên bằng chi phí vốn, thể hiện

qua tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) hoặc vốn chủ sở hữu (ROE). Trong nghiên cứu về CR và vai trò điều tiết của bất định, các nghiên cứu gần đây thường dùng một hoặc kết hợp nhiều chỉ tiêu phổ biến (Duc Hong Vo & cộng sự, 2024; Forcadell & cộng sự, 2025; Koroma & Bein, 2024). Các chỉ số ROA và ROE phù hợp để đánh giá tác động này một cách nhạy bén và chính xác hơn so với các chỉ số thuần thị trường hay phi tài chính không phản ánh ngay lập tức hiệu quả kinh doanh thực tế. Các nghiên cứu sử dụng ROA (Duc Hong Vo & cộng sự, 2024; Forcadell & cộng sự, 2025; Koroma & Bein, 2024) và ROE (Holder-Webb & cộng sự, 2005; Koroma & Bein, 2024) hay ROS (Lim & cộng sự (2013) được đánh giá cao về khả năng phản ánh hiệu quả nội sinh qua lợi nhuận trên tài sản và vốn chủ sở hữu (Mansour & cộng sự, 2022; Ngo & cộng sự, 2023; Widiyastuti & cộng sự, 2025). Trong khi đó, Tobin's Q cung cấp đánh giá ngoại sinh về giá trị thị trường so với giá trị thay thế tài sản, giúp phản ánh kỳ vọng sinh lời của nhà đầu tư (Shleifer & Vishny, 1997). Nghiên cứu tái cấu trúc doanh nghiệp diễn ra các thay đổi căn bản về cấu trúc vốn, sở hữu và danh mục tài sản. Các chỉ tiêu ROA, ROE, ROS được nhiều nghiên cứu thừa nhận là công cụ đo lường phản ánh trực tiếp hiệu quả sử dụng nguồn lực và năng lực tạo giá trị sau thay đổi. Theo Ibrahimov & cộng sự (2025) biến phụ thuộc đại diện cho các chỉ số HQHĐ, với tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA), tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS) thường được lựa chọn do tính phổ biến và tầm quan trọng của chúng trong các tài liệu nghiên cứu.

2.1.4. Khái niệm và đo lường bất định ngành

Bất định cấp ngành (industry uncertainty - UI) hình thành khi các biến động mang tính đặc thù của ngành, như thay đổi nhu cầu, công nghệ, cấu trúc cạnh tranh hoặc quy định làm cho triển vọng của toàn ngành trở nên khó dự báo (Tushman & Anderson, 2018). Lược khảo dòng tài liệu cho thấy, Duncan (1972) tạo nền tảng khái niệm rộng ban đầu về bất định môi trường ngành, tác giả không dùng thuật ngữ '' industry uncertainty'' nhưng định nghĩa tương đồng về bất định môi trường tổ chức là sự thiếu hụt thông tin về các yếu tố môi trường làm cho nhà quản trị không thể dự đoán chính xác kết quả của các quyết định. Hạn chế của Duncan (1972), là tác giả chưa chưa tách riêng cấp độ ngành với cấp độ môi trường tổng thể. Theo Hrebiniak & Snow (1980), sự khác biệt ngành là một thành phần trung tâm của cấu trúc nhân quả môi trường, trong đó bất định là một khái niệm đa chiều gồm nhiều lĩnh vực độc lập. Cách tiếp cận đa tầng của Drnevich & West (2023) tiếp tục củng cố lập luận này khi phân tách bất định thành ba cấp: vĩ mô, cấp ngành và cấp doanh nghiệp. UI theo đó là bất định phát sinh từ các thay đổi đặc thù của

ngành, đóng vai trò trung gian giữa cú sốc vĩ mô và phản ứng vi mô của doanh nghiệp. Campello & cộng sự (2024) đo UI bằng biến động hàm ý từ quyền chọn của các doanh nghiệp trong ngành vận tải biển, xem đây là "mô-men bậc hai" của cú sốc ngành. Các biến động này có thể chỉ phản ánh dao động thông thường của chu kỳ ngành, nhưng cũng có thể xuất hiện dưới dạng cú sốc làm xáo trộn ngành, khiến mức độ bất định khác nhau đáng kể giữa các ngành tùy theo đặc điểm nội tại và mức độ chịu tác động bởi các lực lượng bên ngoài (Baruník & cộng sự, 2024). UI có ý nghĩa đặc biệt đối với tái cấu trúc doanh nghiệp. Trong ngành sản xuất, mức độ bất định thị trường sản phẩm có quan hệ chặt chẽ với các chiến lược tái cấu trúc danh mục và phân bổ tài sản (Bergh, 1998).

Các thước đo dựa trên độ phân tán được luận án áp dụng dựa trên nền tảng kế thừa ý tưởng đo bất định bằng độ phân tán chéo của tăng trưởng lợi nhuận, doanh thu và dòng tiền (Bloom, 2009, 2014; Bloom & cộng sự, 2018) và kết hợp với phương pháp đo bất định ngành (Buch & cộng sự, 2015; Dan & Chung, 2022), để cụ thể ý tưởng tách phần dự báo được khỏi phần phần không dự báo được còn lại sau khi đã tách hiệu ứng cố định theo doanh nghiệp và hiệu ứng cố định theo năm rồi dùng phần dư (residual) làm cú sốc. Bất định ngành được đại diện bởi mức độ phân tán chéo của các cú sốc đặc thù doanh nghiệp trong từng ngành-năm. Bên cạnh đó, cách đo này cho phép tạo chỉ số bất định theo năm-ngành để đưa vào mô hình GMM động như một biến điều tiết. Cụ thể cho từng biến số đo bất định được luận án xử lý thông qua mô hình tự hồi quy được thừa kế từ phương pháp của Dan & Chung (2022) như sau:

$\Delta \log(Xi,t) = \alpha i + \beta t + \varepsilon i,t,$

$\text{Uncertainty Index}i,t = UIi,t = SD(\varepsilon i,t)$

Phương pháp này phù hợp khi luận án muốn xem xét UI điều tiết tác động của CR đến HQHĐ như thế nào. Vì nó phản ánh chính xác mức "nhiễu" mà mọi doanh nghiệp phải đối mặt trong cùng ngành.

2.2. CÁC LÝ THUYẾT CÓ LIÊN QUAN

2.2.1. Lý thuyết phục hồi doanh nghiệp

Lý thuyết phục hồi doanh nghiệp (Turnaround Theory Corporate, TTC) được phát triển nhằm giải thích cách doanh nghiệp phản ứng khi HQHĐ suy giảm hoặc nguy cơ khó khăn tài chính gia tăng. Trong quá trình phát triển của lý thuyết, chiến lược thu hẹp được xem là cấu phần trung tâm của giai đoạn đầu phục hồi. Robbins & Pearce (1992) cho rằng phục hồi thường diễn ra theo hai giai đoạn gồm thu hẹp hoạt động để ổn định doanh nghiệp và phục hồi

nhằm tái lập tăng trưởng. Từ cách tiếp cận này, TTC cung cấp cơ sở lý thuyết phù hợp cho luận án khi xem các chiến lược thu hẹp tài sản (CRA), cơ cấu giảm nợ (CRD) và cắt giảm chi phí hoạt động (CRC) là những phản ứng chiến lược của doanh nghiệp trước áp lực suy giảm hiệu quả và môi trường bất lợi.

2.2.2. Lý thuyết cứng nhắc trước mối đe dọa

Lý thuyết cứng nhắc trước mối đe dọa (Threat-Rigidity Theory, TRT) được phát triển bởi Staw & cộng sự (1981) nhằm giải thích phản ứng của tổ chức khi đối mặt với các mối đe dọa hoặc điều kiện môi trường bất lợi. Theo lý thuyết này, khi nhận thức mức độ bất định hoặc áp lực môi trường gia tăng, doanh nghiệp có xu hướng thu hẹp phạm vi ra quyết định, tăng cường kiểm soát nội bộ và ưu tiên các hành vi phòng vệ nhằm bảo toàn nguồn lực hiện có. Staw & cộng sự (1981) cho rằng phản ứng phổ biến của tổ chức trước đe dọa là giảm mức độ tìm kiếm thông tin mới, hạn chế các lựa chọn chiến lược và tập trung vào các hoạt động quen thuộc nhằm giảm thiểu rủi ro.

2.2.3. Lý thuyết dựa trên nguồn lực

Lý thuyết dựa trên nguồn lực (Resource-Based View, RBV) được phát triển nhằm giải thích nguồn gốc của lợi thế cạnh tranh và sự khác biệt về HQHĐ giữa các doanh nghiệp. Khác với các cách tiếp cận truyền thống nhấn mạnh vai trò của cấu trúc ngành hoặc vị thế thị trường, RBV cho rằng doanh nghiệp cần được xem như một tập hợp các nguồn lực và năng lực mang tính chiến lược (Wernerfelt, 1984). Theo cách tiếp cận này, khả năng tạo ra và duy trì HQHĐ vượt trội phụ thuộc vào việc doanh nghiệp sở hữu và khai thác các nguồn lực có giá trị, khan hiếm, khó bắt chước và khó thay thế (Barney, 1991). Cách tiếp cận dựa trên RBV này hàm ý là các quyết định CR không chỉ tác động đến hiệu quả ngắn hạn mà còn ảnh hưởng đến khả năng duy trì năng lực cạnh tranh trong dài hạn.

2.2.4. Lý thuyết ngữ cảnh

Lý thuyết ngữ cảnh (Contingency Theory, COT) được xem là nền tảng quan trọng trong nghiên cứu quản trị chiến lược khi cho rằng không tồn tại một mô hình quản trị hoặc chiến lược tối ưu áp dụng cho mọi doanh nghiệp. Nguồn gốc của lý thuyết này gắn với các nghiên cứu của Burns & Stalker (1994), Lawrence & cộng sự (1967) khi các tác giả lập luận về hiệu quả tổ chức phụ thuộc vào mức độ phù hợp giữa cấu trúc tổ chức và môi trường hoạt động. Trong môi trường ổn định, cấu trúc quản trị cơ học thường hiệu quả hơn, ngược lại, môi trường biến động cao đòi hỏi tính linh hoạt lớn hơn.

2.2.5. Lý thuyết quyền chọn thực

Lý thuyết quyền chọn thực (Real Options Theory, ROT) được phát triển từ lý thuyết quyền chọn tài chính của Black & Scholes (1973), Merton (1973), trước khi được Myers (1977) mở rộng sang các quyết định đầu tư thực của doanh nghiệp. Trong quản trị chiến lược, Bowman & Hurry (1993) cho rằng doanh nghiệp có thể tạo ra và khai thác các lựa chọn chiến lược thông qua việc duy trì khả năng linh hoạt và tái triển khai nguồn lực trước biến động môi trường. Dưới góc nhìn ROT, các chiến lược CR mang tính phòng vệ như CRA, CRD hoặc CRC có thể được xem như những cơ chế nhằm giảm mức độ cam kết nguồn lực không thể đảo ngược, qua đó bảo toàn giá trị linh hoạt trong bối cảnh bất định gia tăng.

2.3. CƠ CHẾ ĐIỀU TIẾT CỦA BẤT ĐỊNH NGÀNH

2.3.1. Cơ chế điều tiết đối với tái cấu trúc tài sản

Lý thuyết RBV bắt nguồn từ nghiên cứu kinh điển của Penrose (1959), lý thuyết này nhấn mạnh nguồn lực nội tại ràng buộc tăng trưởng, Wernerfelt (1984) và Barney (1991) phát triển tiếp với khung VRIN (valuable-rare - inimitable - non-substitutable), đặt nền tảng cho RBV hiện đại. Nhằm khắc phục hạn chế của RBV tĩnh trong môi trường cạnh tranh biến động, Teece & cộng sự (1997) phát triển Lý thuyết năng lực động (Dynamic Capabilities Theory) bằng cách nhấn mạnh khả năng tái cấu hình nguồn lực để thích ứng với môi trường biến động. CR là một biểu hiện của năng lực động, doanh nghiệp tích hợp, tái cấu hình và triển khai nguồn lực nhằm đổi mới năng lực cạnh tranh và HQHĐ. RBV giải thích dị biệt kết quả CR theo chất lượng nguồn lực ban đầu (Newbert, 2007).

2.3.2. Cơ chế điều tiết đối với tái cấu trúc chi phí hoạt động

Lý thuyết đại diện (Agency Theory) được đặt nền móng bởi Jensen & Meckling (1976), cho rằng sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát tạo ra xung đột lợi ích, phát sinh chi phí giám sát và chi phí đại diện, từ đó làm suy giảm giá trị và HQHĐ nếu thiếu cơ chế kỷ luật phù hợp. Jensen (1986) tiếp tục phát triển lập luận "free cash flow", nhấn mạnh vai trò của nợ và các cam kết chi trả như cơ chế kỷ luật tài chính, hạn chế khuynh hướng đầu tư quá mức/phi hiệu quả của nhà quản trị. Trong bối cảnh tái cấu trúc doanh nghiệp, lý thuyết đại diện cung cấp khung giải thích về các quyết định CR có thể là công cụ giảm chi phí đại diện bằng cách thu hẹp phạm vi đầu tư ngoài năng lực lõi, tái phân bổ nguồn lực và tăng cường kỷ luật dòng tiền, qua đó cải thiện HQHĐ. Đối với CRC, các nghiên cứu tiếp tục ghi nhận tính phụ thuộc vào bối cảnh môi trường. Lim & cộng sự (2013) cho rằng cắt giảm

chi phí chỉ tạo ra giá trị khi phù hợp với cơ chế tạo lập lợi nhuận của doanh nghiệp, và trong một số trường hợp có thể làm xói mòn các năng lực vận hành quan trọng. Banker & Byzalov (2014) cung cấp nền tảng lý thuyết quan trọng, chi phí không điều chỉnh tức thời theo doanh thu do sự tồn tại của nguồn lực dư thừa và chi phí điều chỉnh nguồn lực.

2.3.3. Cơ chế điều tiết đối với tái cấu trúc tài chính

Đối với tái cấu trúc nợ, các bằng chứng cho thấy các quyết định điều chỉnh cấu trúc vốn cũng mang tính điều kiện. Koh & cộng sự (2015) chỉ ra rằng lựa chọn chiến lược tái cấu trúc tài chính phụ thuộc vào vòng đời doanh nghiệp và mức độ khó khăn tài chính, trong khi Denis & Kruse (2000) ghi nhận rằng các điều chỉnh tài chính thường gắn với cải thiện hiệu quả sau giai đoạn suy giảm hiệu suất. Ngoài ra, các nghiên cứu gần đây cũng xác nhận vai trò điều tiết của bất định trong mối quan hệ giữa quản trị vốn lưu động và khả năng sinh lời (Koroma & Bein, 2024). Tái cấu trúc tài chính sử dụng đòn bẩy và chính sách chi trả như cơ chế kỷ luật để hạn chế hành vi cơ hội, đặc biệt trong các doanh nghiệp có vấn đề "dòng tiền tự do" (Jensen, 1986; Mansour & cộng sự, 2022), dù CRD có thể tiêu cực nếu thiếu giám sát (Duc Hong Vo & cộng sự, 2024; Umar, 2023). Mặc dù các nghiên cứu này không trực tiếp phân tích vai trò của UI, nhưng gợi ý về hiệu quả của CRD phụ thuộc vào bối cảnh ra quyết định.

2.4. TỔNG QUAN CÁC NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM

2.4.1. Tái cấu trúc tài sản và hiệu quả hoạt động

Các nghiên cứu thực nghiệm về CR và HQHĐ cho thấy một bức tranh không đồng nhất, phản ánh sự khác biệt về hình thức CR, bối cảnh nghiên cứu, cách đo lường và khung thời gian đánh giá hiệu quả (Bowman & Singh, 1993; Denis & Kruse, 2000; Sudarsanam & Lai, 2001). Kết quả thực nghiệm giữa các dòng nghiên cứu này vẫn chưa đạt được sự đồng thuận rõ ràng, cụ thể:

CRA là hình thức CR được nghiên cứu sớm và phổ biến nhất, thường được xem như phản ứng phòng vệ của doanh nghiệp trước suy giảm HQHĐ, áp lực tài chính hoặc bất định môi trường (Denis & Kruse, 2000; Robbins & Pearce, 1992; Sudarsanam & Lai, 2001). Một dòng nghiên cứu cho rằng CRA có thể cải thiện HQHĐ thông qua việc loại bỏ tài sản kém hiệu quả, giải phóng nguồn lực và tái tập trung vào các hoạt động cốt lõi có lợi thế cạnh tranh cao hơn (Denis & Kruse, 2000). Tương tự, Bergh (1998) lập luận rằng tái cấu trúc danh mục đầu tư có thể giúp doanh nghiệp thích ứng tốt hơn với bất định thị trường sản phẩm thông qua việc điều chỉnh phạm vi tài sản và năng lực hoạt động. Nhưng Morrow & cộng sự (2004) cho thấy ảnh hưởng

của CRA rất hỗn hợp, CRA tác động tích cực đến HQHĐ đối với nhóm ngành tăng trưởng nhưng lại tác động tiêu cực đến HQHĐ của nhóm ngành suy giảm. Kết quả này cho thấy rõ yếu tố phụ thuộc ngành. Theo góc nhìn RBV, việc thu hẹp quy mô có thể giúp cải thiện hiệu quả tài chính ngắn hạn nhưng đồng thời làm suy giảm nền tảng tạo lợi nhuận dài hạn nếu doanh nghiệp đánh mất các nguồn lực chiến lược hoặc năng lực cốt lõi (Bergh, 1998; Girod & Whittington, 2017). Lim & cộng sự (2013) cũng chỉ ra rằng việc thu hẹp tài sản có thể làm xói mòn cơ chế tạo lợi nhuận các doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào khai thác tài sản hiện hữu2.4.2. Tái cấu trúc chi phí và hiệu quả hoạt động.

2.4.2. Tái cấu trúc chi phí và hiệu quả hoạt động

CRC thường được xem là chiến lược có khả năng tạo hiệu quả tài chính ngắn hạn nhanh hơn so với CRA thông qua việc cắt giảm chi phí hoạt động, tinh gọn bộ máy và giảm áp lực thanh khoản (Denis & Kruse, 2000; Morrow & cộng sự, 2004; Robbins & Pearce, 1992). Theo Lý thuyết TTC, cắt giảm chi phí hoạt động đóng vai trò quan trọng trong giai đoạn đầu của quá trình phục hồi doanh nghiệp, đặc biệt đối với các doanh nghiệp đối mặt với suy giảm hiệu quả và áp lực dòng tiền (Sudarsanam & Lai, 2001). Morrow & cộng sự (2004) cho thấy trong các ngành suy thoái, cắt giảm chi phí có xu hướng cải thiện HQHĐ mạnh hơn so với thu hẹp tài sản. Các nghiên cứu về hành vi chi phí cũng cho thấy việc điều chỉnh SGA có thể giúp doanh nghiệp cải thiện biên lợi nhuận trong ngắn hạn (Anderson & cộng sự, 2003; Banker & Byzalov, 2014).

Tuy nhiên, bằng chứng thực nghiệm cũng chỉ ra rằng tác động của CRC mang tính điều kiện mạnh và không phải lúc nào cũng tích cực.

2.4.4. Tái cấu trúc tài chính và hiệu quả hoạt động

So với CRA và CRC, CRD là dòng nghiên cứu cho kết quả thực nghiệm phân mảnh và thiếu nhất quán hơn. Một số nghiên cứu cho rằng tái cấu trúc tài chính có thể hỗ trợ quá trình phục hồi thông qua giảm áp lực nợ, cải thiện thanh khoản và tái cân bằng cấu trúc vốn (Koh & cộng sự, 2015; Palacín-Sánchez & cộng sự, 2023). Theo lý thuyết đánh đổi động (dynamic trade-off theory), doanh nghiệp có xu hướng điều chỉnh đòn bẩy dần dần hướng tới cấu trúc vốn mục tiêu thay vì điều chỉnh ngay lập tức do tồn tại chi phí điều chỉnh (Faulkender & cộng sự, 2012; Flannery & Rangan, 2006; Leary & Roberts, 2005). Hovakimian & cộng sự (2004) cũng cho thấy doanh nghiệp thường điều chỉnh mức nợ để phản ứng với sự lệch khỏi đòn bẩy mục tiêu phát sinh từ biến động lợi nhuận hoặc giá trị thị trường.

2.4.4. Các nghiên cứu về bất định và hiệu quả hoạt động

Bất định được mở rộng từ biến động doanh thu (Bergh, 1998), bất định quyền chọn (Campello & cộng sự, 2024) đến bất định ở cấp vĩ mô (Baker & cộng sự, 2016), vốn gây hiệu ứng "đợi-và-xem" làm trì hoãn đầu tư Bloom, 2014). Chuỗi nghiên cứu của Bloom (2014), Bloom (2009), Bloom & cộng sự (2018) đánh dấu chuẩn mực về đo lường bất định vi mô cấp doanh nghiệp bằng độ phân tán chéo của cú sốc. Dòng nghiên cứu thực nghiệm về vai trò của bất định trong mối quan hệ giữa CR và hiệu quả doanh nghiệp cho thấy các kết quả không đồng nhất và phụ thuộc mạnh vào bối cảnh. Bất định chính sách làm giảm động lực M&A và tác động mạnh hơn khi ràng buộc tài chính nghiêm trọng (Zhang & cộng sự, 2025). Bằng chứng từ thị trường mới nổi cho thấy chiến lược linh hoạt giúp cải thiện hiệu quả khi bất định cao (Yu & cộng sự, 2018) và bất định chính sách cấp doanh nghiệp làm giảm đổi mới theo quyền chọn (Zheng & Wen, 2023).

2.4.5. Các nghiên cứu tại Việt nam

Dòng nghiên cứu thực nghiệm về CR tại Việt Nam cho thấy, CR và phản ứng chiến lược của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng đáng kể bởi bối cảnh bất định và đặc điểm chu kỳ phát triển. Su Dinh Thanh & cộng sự (2016) cho thấy quyết định CR phụ thuộc vào HQHĐ và cấu trúc sở hữu, đồng thời hội đồng quản trị độc lập và sở hữu nước ngoài góp phần cải thiện hiệu quả sau CR. Ở góc độ kiệt quệ tài chính, Khúc Thế Anh & cộng sự (2024) chứng minh rằng khi đối mặt với suy giảm, doanh nghiệp gia tăng tái cấu trúc tài sản, hoạt động và nguồn tài trợ, hiệu quả phục hồi phụ thuộc vào giai đoạn chu kỳ sống. Gần đây, Võ Thế Anh & cộng sự (2024) cho thấy CR đơn lẻ có thể làm giảm hiệu quả, nhưng khi kết hợp với chuyển đổi số lại cải thiện HQHĐ, hàm ý vai trò của yếu tố bối cảnh chiến lược.

Ở Việt Nam, các nghiên cứu chỉ ra rằng CR chịu ràng buộc mạnh bởi cạnh tranh và biến động thị trường (Bùi Xuân Phong, 2013; Su Dinh Thanh & cộng sự, 2016; Võ Thế Anh & cộng sự, 2024). Bằng chứng gần đây cho thấy các cấu phần CR có thể làm giảm hiệu quả ngắn hạn, song khi kết hợp với các điều kiện bối cảnh phù hợp, kết quả được cải thiện (Chinh & cộng sự, 2025; Duc Hong Vo & cộng sự, 2024). Các nghiên cứu của Võ Thế Anh & cộng sự (2024), Duc Hong Vo & cộng sự (2024) tại Việt Nam xác nhận CR tác động âm trực tiếp đến ROA, nhưng chưa xem xét trong bối cảnh bất định cấp ngành.

Tại Việt Nam, bất định vẫn còn là một nhánh nghiên cứu mới và các tài liệu về nó tại vẫn chưa phổ biến (Đặng Văn Dân, 2023). Dan & Chung

(2022) nghiên cứu UI ngành ngân hàng thông qua độ phân tán chéo các cú sốc vi mô, cho thấy bất định làm suy giảm lợi nhuận và thúc đẩy hành vi phòng ngừa như giảm tín dụng rủi ro, tích trữ thanh khoản và giảm đòn bẩy. Ở cấp doanh nghiệp nhỏ và vừa, Ngô Hoàng Thảo Trang (2016) chỉ ra rằng bất định môi trường ngành làm doanh nghiệp hạn chế mở rộng quan hệ mạng lưới. Nhìn chung, các bằng chứng tại Việt Nam cho thấy sự rời rạc giữa các dòng nghiên cứu về CR và UI. Vì vậy cho thấy sự cần thiết phải tích hợp tiếp cận CR với UI nhằm làm rõ cơ chế tác động đến HQHĐ của các doanh nghiệp.

2.6. KHOẢNG TRỐNG NGHIÊN CỨU

Thứ nhất, Tại Việt Nam phần lớn các nghiên cứu về CR vẫn tiếp cận theo hướng sự kiện (event-based) bằng biến giả (dummy) nhằm xác định việc doanh nghiệp có hay không thực hiện CR trong một thời điểm nhất định (Chinh & cộng sự, 2025). Một số nghiên cứu gần đây đã nghiên cứu cường độ CR theo kênh cụ thể (Duc Hong Vo & cộng sự, 2024; Võ Thể Anh & cộng sự, 2024), nhưng chưa gắn với hành động hay chiến lược CR. Bên cạnh đó, đa số các nghiên cứu gắn CR với các bối cảnh như vòng đời doanh nghiệp hay chuyển đổi số hoặc kiệt quệ tài chính, bối cảnh bất định ngành vẫn là một khoảng trống chưa được khai thác. Vì vậy, các nghiên cứu tiếp theo được khuyến nghị nên tập trung hơn vào việc xây dựng một mô hình chuẩn để nhận diện chính xác các chiến lược CR truyền thống và hiện đại của doanh nghiệp (Chinh & cộng sự, 2025).

Thứ hai, mặc dù bất định kinh tế đã được chứng minh là có ảnh hưởng đáng kể đến đầu tư, tài trợ và HQHĐ của doanh nghiệp (Baker & cộng sự, 2016; Bloom, 2014). Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu này tiếp cận bất định như một biến giải thích trực tiếp (Dan & Chung, 2022), cách tiếp cận này chưa làm rõ vai trò của bất định như một yếu tố bối cảnh có thể làm thay đổi cơ chế tác động của các quyết định chiến lược. Khoảng trống về vai trò điều tiết của bất định ngành chưa được khai thác đầy đủ trong bối cảnh tái cấu trúc doanh nghiệp (đặc biệt theo từng kênh chiến lược) (Kumaraswamy & cộng sự, 2019; Wajid & cộng sự, 2019). Do đó, còn thiếu bằng chứng thực nghiệm làm rõ CR hiệu quả trong điều kiện bất định nào, thay vì chỉ trả lời câu hỏi "tái cấu trúc có hiệu quả hay không".

Thứ ba, Mặc dù các chỉ số bất định vĩ mô như EPU được sử dụng rộng rãi (Baker & cộng sự, 2016), nhưng chủ yếu phản ánh bất định ở cấp quốc gia và khó nắm bắt mức độ bất định mà doanh nghiệp thực sự đối mặt trong từng ngành. Các nghiên cứu gần đây đề xuất đo lường bất định thông qua phân tán chéo của các cú sốc vi mô và sử dụng phần dư (residual) sau

khi tách yếu tố dự báo được, nhằm đại diện cho cú sốc bất ngờ (Bloom & cộng sự, 2018; Dan & Chung, 2022).

Thứ tư, mặc dù một số nghiên cứu đã phân tích các hình thức CR riêng lẻ như tái cấu trúc tài sản (Forcadell & cộng sự, 2025; Su Dinh Thanh & cộng sự, 2016), chi phí (Lim & cộng sự, 2013; Morrow & cộng sự, 2004) và đòn bẩy tài chính (Faulkender & cộng sự, 2012; Hovakimian & cộng sự, 2004), phần lớn các mô hình thực nghiệm vẫn xem CR như một khái niệm tổng hợp hoặc chưa đồng thời xem xét phạm vi và nội dung của 3 kênh chiến lược CR trong một khung phân tích thống nhất.

Thứ năm, phần lớn bằng chứng thực nghiệm về CR và bất định được xây dựng từ các nền kinh tế phát triển với hệ thống tài chính và thể chế tương đối hoàn thiện. Trong khi đó, các nghiên cứu trong bối cảnh thị trường mới nổi còn hạn chế, mặc dù đặc điểm về cấu trúc sở hữu, mức độ phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng và tính bất ổn của môi trường kinh doanh có thể làm thay đổi đáng kể hiệu quả của các quyết định CR.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

CHƯƠNG 3
THIẾT KẾ NGHIÊN CỨU

3.1. PHƯƠNG PHÁP TIẾP CẬN

3.1.1. Quy trình nghiên cứu tổng quát

Luận án sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng dựa trên dữ liệu bảng của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết tại Việt Nam. Quy trình nghiên cứu gồm hai giai đoạn có tính kế tiếp. Giai đoạn thứ nhất tổng quan và tổng hợp tài liệu nhằm khái quát các khái niệm, cơ sở lý thuyết, khoảng trống nghiên cứu, giả thuyết và mô hình thực nghiệm. Giai đoạn thứ hai thu thập, xử lý và phân tích dữ liệu doanh nghiệp bằng các phương pháp kinh tế lượng.

3.1.2. Quy trình xây dựng chỉ số bất định ngành

Luận án xây dựng chỉ số bất định ngành dựa trên độ phân tán chéo của các cú sốc đặc thù doanh nghiệp trong cùng ngành và cùng năm. Cách tiếp cận này xuất phát từ quan niệm xem bất định là sự gia tăng của biến động không dự báo được, hay cú sốc bậc hai (Buch & cộng sự, 2015; Dan & Chung, 2022). Bloom (2009) cho thấy các giai đoạn bất định cao gắn với sự gia tăng đáng kể của độ phân tán chéo trong tăng trưởng lợi nhuận và năng suất giữa các doanh nghiệp và ngành. Tương tự, Dan & Chung (2022) đo bất

định ngành ngân hàng bằng độ lệch chuẩn chéo của các cú sốc đối với những biến cấp ngành ngân hàng sau khi loại bỏ các đặc điểm cố định và tác động chung theo thời gian.

3.2. MÔ HÌNH VÀ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

Mô hình cơ sở

$$ROA_{i,t} = \alpha + ß_0 ROA_{i,t-1} + ß_1 CR_{i,t} + ß_2 UI_index_{j,t} + \gamma' Controls_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \quad (I)$$

Mô hình mở rộng với biến tương tác

$$ROA_{i,t} = \alpha + ß_0 ROA_{i,t-1} + ß_1 CR_{i,t} + ß_2 UI_index_{j,t} + ß_3 (CR_{i,t} x UI_{j,t}) + \gamma' Controls_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \quad (II)$$

Trong đó, *i* đại diện cho doanh nghiệp, *t* là năm và j là ngành. ROA là biến đại diện cho HQHĐ doanh nghiệp; $CR_{i,t}$ lần lượt đại diện cho các chiến lược CRA, CRD và CRC; $UI_index_{j,t}$ là chỉ số bất định ngành; $Controls_{i,t}$ là nhóm biến kiểm soát; μ_i và λ_t lần lượt phản ánh hiệu ứng cố định theo doanh nghiệp và theo thời gian ; $\varepsilon_{i,t}$ là sai số ngẫu nhiên.

Luận án sử dụng dữ liệu thứ cấp từ cơ sở dữ liệu FiinPro cho các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2010-2024. Sau khi áp dụng tiêu chí sàng lọc, số nhóm ngành được giữ lại là 8 ngành, các ngành được giữ lại chiếm tỷ 83,16% tổng số doanh nghiệp.

3.4. PHƯƠNG PHÁP PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

- Phương pháp thống kê mô tả
- Phương pháp xử lý nội sinh
- Phương pháp hồi quy
- Phương pháp phân tích tác động biên
- Phân tích độ nhạy và kiểm định tính vững

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

CHƯƠNG 4
KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

4.1. THỰC TRẠNG HOẠT ĐỘNG TÁI CẤU TRÚC VÀ BẤT ĐỊNH NGÀNH TẠI VIỆT NAM

4.1.1. Thực trạng về hoạt động tái cấu trúc

Kết quả bảng cho thấy giảm nợ là chiến lược xuất hiện phổ biến nhất với 49,59% số quan sát có CRD lớn hơn 0, so với 41,61% đối với CRA và

43,17% đối với CRC. Khi sử dụng thước đo cường độ điều chỉnh liên tục tỷ lệ 62,87% ghi nhận ít nhất một hoạt động tái cấu trúc.

4.1.2. Chỉ số bất định ngành

Kết quả cho thấy chỉ số bất định ngành phân hóa đáng kể giữa các ngành. Bất động sản có giá trị trung bình cao nhất, đạt 1,756, đồng thời có độ lệch chuẩn 4,149 và giá trị lớn nhất 17,301. Các chỉ tiêu của ngành này cao hơn rõ rệt so với các ngành còn lại trong mẫu. Ngược lại, Hàng cá nhân và gia dụng có trung bình thấp nhất (-0,380) và độ lệch chuẩn 0,116. Ngành Xây dựng và vật liệu có trung bình -0,352, còn thực phẩm và đồ uống đạt -0,336.

4.2. KẾT QUẢ KIỂM ĐỊNH MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

4.2.1. Kiểm định tính dừng

Kết quả cho thấy thống kê Fisher của tất cả các biến đều có giá trị lớn và p-value bằng 0,0000. Cụ thể, thống kê Fisher dao động từ 1.390,7768 đối với biến sizeTA đến $2,49x10^4$ đối với biến lnAGE. Các biến tái cấu trúc CRA, CRD và CRC lần lượt đạt 2.947,8602; 3.063,8174 và 3.343,1682. ROA và UI_index cũng có thống kê tương ứng là 2.370,3450 và 2.992,3729. Do toàn bộ p-value nhỏ hơn 1%, giả thuyết không cho rằng tất cả các chuỗi doanh nghiệp đều chứa đơn vị gốc bị bác bỏ, qua đó cung cấp bằng chứng ủng hộ tính dừng của các biến ở dạng sử dụng trong mô hình (Choi, 2001). Do số kỳ trung bình chỉ từ 13,22 đến 14,18 năm và Fisher-ADF thuộc nhóm kiểm định giả định độc lập chéo, kết quả sẽ tiếp tục được đối chiếu với kiểm định phụ thuộc chéo (Pesaran, 2007).

4.2.2. Kiểm định phương sai thay đổi, tự tương quan và phụ thuộc chéo

Nhìn chung, kết quả kiểm định cho thấy mô hình tồn tại đồng thời phương sai thay đổi và tự tương quan bậc 1. Vì vậy việc sử dụng các mô hình hồi quy bảng với sai số chuẩn thông thường có thể dẫn đến suy luận thống kê không đáng tin cậy. System GMM được lựa chọn vì mô hình có biến phụ thuộc trễ, các biến CR có khả năng nội sinh và dữ liệu bảng có cấu trúc N lớn, T ngắn. Phương pháp này kết hợp các công cụ trong phương trình sai phân và phương trình mức để giúp luận án ước lượng mô hình bảng động (Arellano & Bond, 1991; Blundell & Bond, 1998).

4.3. TÁC ĐỘNG TRỰC TIẾP CỦA TÁI CẤU TRÚC VÀ BẤT ĐỊNH NGÀNH ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP

4.3.1. Tác động riêng lẻ và tổng hợp của từng kênh tái cấu trúc đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Kết quả nghiên cứu cho thấy tác động của tái cấu trúc đến hiệu quả hoạt động không đồng nhất giữa các kênh điều chỉnh nguồn lực. Thu hẹp tài sản có tác động tiêu cực đến ROA, với hệ số ước lượng âm và có ý nghĩa thống kê trong cả mô hình riêng (-0,494) và mô hình tổng hợp (-0,533), cho thấy việc giảm quy mô tài sản có thể làm suy giảm hiệu quả hoạt động. Ngược lại, điều chỉnh giảm nợ có tác động tích cực, nhưng bằng chứng thống kê chỉ trở nên rõ nét trong mô hình tổng hợp, khi hệ số CRD tăng từ 0,064 ở mô hình riêng lên 0,299 và có ý nghĩa ở mức 5%. Cắt giảm chi phí hoạt động cũng cho tác động tích cực đến ROA, với hệ số 2,532 trong mô hình riêng và 1,190 trong mô hình tổng hợp, đều có ý nghĩa thống kê. Bất định ngành có tác động dương và có ý nghĩa thống kê trong cả bốn mô hình, qua đó cho thấy trong bối cảnh nghiên cứu, bất định không chỉ tạo ra rủi ro mà còn có thể thúc đẩy doanh nghiệp điều chỉnh và phân bổ lại nguồn lực hiệu quả hơn. Nhìn chung, sự khác biệt về dấu, độ lớn và mức ý nghĩa thống kê giữa CRA, CRD và CRC cho thấy hiệu quả của tái cấu trúc phụ thuộc đáng kể vào từng kênh điều chỉnh nguồn lực cụ thể.

4.3.2. Vai trò điều tiết của bất định ngành

Thứ nhất, chiều điều tiết không giống nhau giữa các kênh: CRD×UI mang dấu âm trong cả mô hình riêng (-0,036; p_value = 0,073) và mô hình tổng hợp (- 0,101; p_value = 0,004); CRC×UI duy trì dấu dương, lần lượt là 0,025 (p_value = 0,019) và 0,030 (p_value = 0,026); trong khi CRA×UI chuyển từ dấu âm (-0,0367; p_value = 0,073) sang dấu dương (0,089; p_value = 0,012) giữa mô hình riêng và mô hình tổng hợp.

Thứ hai, độ ổn định của cơ chế điều tiết cũng khác nhau: kênh giảm nợ (CRD) và cắt giảm chi phí (CRC) ổn định nhất về dấu; kênh thu hẹp tài sản (CRA) là kênh nhạy hơn với việc kiểm soát các chiến lược tái cấu trúc khác đi kèm. Hệ số của biến tương tác (CRAxUI) chuyển từ tiêu cực trong mô hình riêng sang tích cực trong mô hình tổng hợp.

Thứ ba, mức ý nghĩa cũng khác biệt. CRA×UI chỉ có ý nghĩa ở mức 10% trong mô hình riêng nhưng đạt mức 5% trong mô hình tổng hợp, CRD×UI có ý nghĩa lần lượt ở mức 5% và 1%, CRC×UI có ý nghĩa ở mức 1% và 5%.

4.4. PHÂN TÍCH TÁC ĐỘNG BIÊN

4.4.1. Phân tích tác động biên từng kênh tái cấu trúc riêng

- Tác động cận biên của thu hẹp tài sản: Bất định ngành có xu hướng làm tác động bất lợi của thu hẹp tài sản mạnh hơn. Tuy nhiên, quy mô thay đổi 1,9% tương đối nhỏ và biến tương tác chỉ có ý nghĩa ở mức 10%.

- Mô hình riêng cung cấp bằng chứng ở mức 10% về chiều điều tiết âm của UI thông qua CRD×UI, nhưng tác động cận biên tại các mức UI đại diện chưa có ý nghĩa thống kê.

- Kết quả cho thấy bất định ngành không làm suy yếu tác động của cắt giảm chi phí mà ngược lại làm tăng nhẹ tác động tích cực của CRC lên ROA trong vùng trung tâm của phân phối mẫu.

4.4.2. Phân tích tác động biên tổng hợp ba kênh tái cấu trúc

Xét chung ba kênh trên các phân vị từ P25 đến P75: CRA duy trì tác động âm nhưng mức độ bất lợi giảm khoảng 2,7%. CRD có tác động dương nhưng lợi ích giảm khoảng 4,9%. CRC có tác động dương và tăng nhẹ khoảng 0,8%. Như vậy, bất định ngành không chỉ làm thay đổi độ lớn mà còn tạo ra các cơ chế điều tiết khác nhau giữa điều chỉnh tài sản, nợ và chi phí.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 4

CHƯƠNG 5
KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

5.1. KẾT LUẬN

Kết quả trước hết cho thấy HQHĐ có tính dai dẳng theo thời gian. Hệ số của ROA trễ mang dấu dương và có ý nghĩa các mô hình. Phát hiện này khẳng định hiệu quả hiện tại không chỉ phản ánh các quyết định tại thời điểm mà doanh nghiệp thực hiện tái cấu trúc mà còn chịu ảnh hưởng của nền tảng nguồn lực, năng lực quản trị và kết quả tích lũy từ quá khứ. Do đó, tái cấu trúc không nên được xem là một hành động đơn kỳ có khả năng tạo ra sự thay đổi tức thời, mà là một quá trình điều chỉnh liên tục, trong đó kết quả phụ thuộc vào điểm xuất phát và chất lượng trong quá trình triển khai.

5.2. HÀM Ý CHÍNH SÁCH

5.2.1. Đối với doanh nghiệp

Việc giảm quy mô tài sản có thể làm tổn hại hiệu quả nếu tài sản bị loại bỏ còn hỗ trợ doanh thu, năng lực sản xuất hoặc khả năng thích ứng. Trước khi thu hẹp tài sản, doanh nghiệp cần phân loại rõ: tài sản dư thừa, tài

sản hoạt động kém hiệu quả, tài sản ngoại vi, và tài sản chiến lược gắn với năng lực cốt lõi. Giảm nợ nên được thực hiện có chọn lọc, thay vì theo mục tiêu giảm đòn bẩy tối đa. Cắt giảm chi phí phải dựa trên chất lượng chi tiêu, không chỉ dựa trên quy mô. mức bất định ngành cần được tích hợp vào quy trình ra quyết định. Khi UI_index tăng, doanh nghiệp nên tăng tần suất cập nhật dự báo dòng tiền, xây dựng nhiều kịch bản, thiết lập ngưỡng cảnh báo sớm và phân kỳ các quyết định khó đảo ngược.

5.2.2. Đối với nhà đầu tư và chủ nợ

Nhà đầu tư không nên đánh giá tích cực một cách cơ học đối với thông báo giảm chi phí hoặc bán tài sản. Cần phân biệt tái cấu trúc chủ động nhằm nâng cao hiệu quả với phản ứng bắt buộc do suy giảm dòng tiền. Giảm đòn bẩy là tín hiệu thuận lợi nhưng cần đánh giá đồng thời thanh khoản sau trả nợ. Một doanh nghiệp giảm nợ bằng cách sử dụng gần hết tiền mặt hoặc bán tài sản tạo dòng tiền có thể làm giảm tỷ lệ đòn bẩy nhưng gia tăng rủi ro hoạt động.

5.2.3. Đối với cơ quan quản lý và thị trường chứng khoán

Thông tin tổng hợp về bán tài sản hoặc tiết giảm chi phí chưa đủ để nhà đầu tư đánh giá liệu doanh nghiệp đang loại bỏ nguồn lực dư thừa hay làm suy yếu hoạt động cốt lõi. Cơ quan quản lý và sở giao dịch có thể xây dựng các chỉ báo giám sát bất định theo ngành dựa trên độ phân tán doanh thu, dòng tiền và lợi nhuận. Chỉ báo này không thay thế đánh giá rủi ro doanh nghiệp, nhưng có thể hỗ trợ hệ thống cảnh báo sớm, giám sát chất lượng công bố thông tin và nhận diện các ngành có khả năng xuất hiện điều chỉnh tài sản, nợ hoặc chi phí trên diện rộng.

5.3. HẠN CHẾ VÀ HƯỚNG NGHIÊN CỨU TIẾP THEO

Nghiên cứu tiếp theo có thể khai thác thuyết minh báo cáo tài chính, dữ liệu giao dịch tài sản để phân loại chi tiết loại tài sản bị thu hẹp, đồng thời sử dụng thêm các thước đo hiệu quả không phụ thuộc trực tiếp vào tổng tài sản. Nghiên cứu tiếp theo nên tách chi phí tạo năng lực khỏi chi phí hành chính và phân tích các dạng cắt giảm chi phí có chọn lọc. Nghiên cứu tiếp theo có thể kết hợp chỉ số ngành với bất định ở cấp doanh nghiệp được khai thác từ báo cáo thường niên, công bố của ban điều hành hoặc độ biến động dự báo.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 5