

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Nguyễn Việt Thái và Bùi Thị Thanh** - Phân tích tác động không gian của ngành du lịch đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam. *Mã số: 137+138.1 TRMg.11* 3
An Analysis of the Spatial Impact of Tourism on Vietnam's Economic Growth
- 2. Nguyễn Mạnh Hùng và Nguyễn Thị Xuân Hồng** - Nghiên cứu hoạt động phát triển nguồn nhân lực du lịch của các tỉnh Trung Du, miền núi Bắc Bộ. *Mã số: 137+138. 1HRMg.11* 10
A Study on Tourism Human Resource Development in Northern Mountainous and Mid-land Provinces
- 3. Đặng Thị Việt Đức** - Cấu trúc cung cầu và các yếu tố ảnh hưởng tới gia tăng sản lượng ngành tài chính ngân hàng Việt Nam giai đoạn 2007-2016. *Mã số: 137+138.1FiBa.11* 28
Input - output structure and sources of output growth of vietnam's banking and finance sector in 2007-2016
- 4. Hoàng Khắc Lịch** - Phân nhóm quốc gia theo tiềm năng và thực tế chi tiêu công. *Mã số: 137+138.1MEco.11* 40
Classifying Countries according to State Spending Potential and Reality
- 5. Nguyễn Thị Cẩm Vân** - Tác động của toàn cầu hóa đến sự phát triển công nghiệp và dịch vụ ở Việt Nam. *Mã số: 137+138.1IIEM.11* 50
The Impact of Globalization on the Development of Industry and Service in Vietnam

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 6. Đỗ Thị Bình** - Nghiên cứu mức độ chủ động trong chiến lược kinh doanh thân thiện với môi trường của các doanh nghiệp chế biến xuất khẩu thủy sản Việt Nam. *Mã số: 137+138.2BMkt.21* 61
A Study on the Activeness in the Environment-Friendly Business Strategy of Vietnam's Aquatic Product Processing and Exporting Enterprises
- 7. Ngô Mỹ Trân và Dương Trọng Nhân** - Các nhân tố ảnh hưởng đến khả năng thành lập các tiểu ban trực thuộc hội đồng quản trị của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Mã số: 137+138.2OMIS.21* 75
The Factors Affecting the Formation of Subcommittees under Boards of Directors of Listed Companies on Vietnam Stock Market

- 8. Lê Thị Mỹ Phương và Cao Thi Hà Thương** - Phân tích tác động của quản trị tài chính với hiệu quả tài chính tại các doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mã số: 137+138.2FiBa.21 86
An Analysis on the Impact of Financial Administration on Financial Performance at Listed Manufacturing Enterprises on Vietnam Stock Market
- 9. Vũ Thị Thu Hương, Tạ Quang Bình, Hồ Thị Mai Sương và Lương Thị Ngân** - Ảnh hưởng của các công ty zombie đến hiệu quả hoạt động tài chính: Kết quả nghiên cứu thực nghiệm trên các công ty niêm yết nhóm ngành vật liệu xây dựng tại Việt Nam. Mã số: 137+138.2FiBa.21 100
The Impact of Zombie Companies on Financial Performance: Results of Experimental Research at Listed Construction Materials Companies in Vietnam
- 10. Đinh Công Thành, Lê Tấn Nghiêm và Nguyễn Hồng Gấm** - Ảnh hưởng của thuê ngoài dịch vụ đến hiệu quả phi tài chính của doanh nghiệp - nghiên cứu trường hợp các doanh nghiệp vừa và nhỏ tại Đồng bằng Sông Cửu Long. Mã số: 137+138.2BAdm.21 109
The effect of outsourcing on the non-financial performance of smes in the mekong delta

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 11. Hervé B. BOISMERY** - Entrepreneurship and Credit Crunch in Vietnam: A Recurring Reality? 119
Doanh nghiệp và thắt chặt tín dụng ở Việt Nam: thực trạng tái xuất hiện? Mã số: 137+138.3FiBa.31
- 12. YU-HUI LIN and JIA-CHING JUO** - Risk-Adjusted Productivity Change of Taiwan's Banks in The Financial Holding Companies 133
Thay đổi năng suất điều chỉnh rủi ro của các ngân hàng Đài Loan trong các công ty cổ phần tài chính. Mã số: 137+138.3FiBa.31

ẢNH HƯỞNG CỦA CÁC CÔNG TY ZOMBIE ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TRÊN CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT NHÓM NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG TẠI VIỆT NAM

Vũ Thị Thu Hương

Đại học Thương mại

Email: huong.vtt@tmu.edu.vn

Ta Quang Bình

Đại học Thương mại

Email: bean678@gmail.com

Hồ Thị Mai Sương

Đại học Thương mại

Email: homaisuong@tmu.edu.vn

Lương Thị Ngân

Đại học Thương mại

Email: nganlth249@gmail.com

Ngày nhận: 01/10/2019

Ngày nhận lại: 06/11/2019

Ngày duyệt đăng: 12/11/2019

Nghiên cứu này tập trung xem xét hai vấn đề chính là: xây dựng các tiêu chí xác định công ty zombie (doanh nghiệp xác sống) và xem xét ảnh hưởng của nhóm các công ty này đến hiệu quả hoạt động tài chính của các công ty trong cùng nhóm ngành. Trong đó, các công ty zombie được xác định là các công ty làm ăn thua lỗ và có lợi nhuận trước lãi vay và thuế không đủ trả tiền lãi vay trong ba năm liên tiếp. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm trên số liệu của 65 công ty niêm yết nhóm ngành vật liệu xây dựng, hoạt động trong giai đoạn 2008-2016, cho thấy: (1) Trung bình trong giai đoạn nghiên cứu, tỷ lệ zombie trong các công ty niêm yết nhóm ngành vật liệu xây dựng chiếm 18% và tỷ lệ zombie cao nhất là 29,23% vào năm 2013, đỉnh điểm của giai đoạn doanh nghiệp khủng hoảng vốn và làm ăn thua lỗ; (ii) Kết quả kiểm định sự khác biệt nhóm cho thấy: nhóm các tiêu chí phản ánh hiệu quả hoạt động tài chính bao gồm: khả năng thanh toán; tình hình sử dụng vốn và khả năng sinh lời của nhóm công ty zombie đều thấp hơn so với nhóm khỏe mạnh, và các mức khác biệt này đều có ý nghĩa thống kê. Điều này giúp khẳng định nhóm zombie làm ăn kém hiệu quả, thua lỗ kéo dài và ẩn chứa nhiều rủi ro tài chính; (iii) Kết quả phân tích hồi quy cho biết: Nhóm các công ty zombie có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động tài chính, đại diện bởi ROA của các công ty niêm yết trong nhóm ngành vật liệu xây dựng. Từ các kết quả nghiên cứu thực nghiệm, các tác giả đã đề xuất một số khuyến nghị mang hàm ý chính sách nhằm giảm ảnh hưởng tiêu cực từ nhóm các công ty zombie đến hiệu quả hoạt động chung của toàn ngành và nền kinh tế.

Từ khóa: công ty niêm yết; công ty zombie; hiệu quả hoạt động; vật liệu xây dựng.

1. Giới thiệu

Khái niệm doanh nghiệp “xác sống” (công ty zombie) trong lĩnh vực kinh tế là một khái niệm tương đối mới, thuật ngữ này xuất hiện vào cuối những năm 1980, theo dòng lịch sử đến nay có nhiều quan điểm, nhiều khái niệm về doanh nghiệp xác sống trong các nghiên cứu khắp nơi trên thế giới (Jiang và cộng sự, 2017). Thuật ngữ doanh nghiệp

xác sống trở nên phổ biến trong giới truyền thông trong suốt năm 2008 để chỉ những công ty nhận cứu trợ theo chương trình TARP (troubled asset relief program) của chính phủ Hoa Kỳ (Thomas, 2012).

Theo Hoshi (2006): các công ty zombie là những công ty đang mất khả năng thanh toán và có rất ít hy vọng phục hồi nhưng lại tránh được sự thất bại nhờ nguồn vốn vay từ ngân hàng. Tương tự, Mark

Thomas (2010, 2012) nghiên cứu về các doanh nghiệp xác sống ở Anh và Mỹ, cho rằng: doanh nghiệp xác sống là những doanh nghiệp chỉ đủ tiền mặt để chi trả cho các khoản lãi vay mà không thể trả được hết nợ. Các doanh nghiệp xác sống có thể có doanh thu nhưng không thể thu hút đủ đầu tư để trả các khoản nợ, sau khi chi trả hết các chi phí cố định, chi phí biến đổi, các doanh nghiệp xác sống chỉ còn đủ tiền trả khoản lãi không lỗ của những khoản vay chứ không thể trả được phần gốc vay.

Theo Caballero và cộng sự (2008), các doanh nghiệp xác sống (DNXS) là những doanh nghiệp yếu kém đáng lẽ phải bị đào thải bởi thị trường thì bằng cách này hay cách khác vẫn được hỗ trợ để tiếp tục tồn tại. Chúng không còn năng động hay sáng tạo, không thể thay đổi để thích ứng với môi trường mới và đặc biệt là không đóng góp gì vào sự phát triển của nền kinh tế, không tạo ra giá trị gia tăng cho xã hội. Ở góc độ nào đó, các DNXS này làm cho nền kinh tế hoạt động không hiệu quả, cản trở sự tăng trưởng thậm chí có thể gây ra khủng hoảng cho nền kinh tế, hậu quả mà nền kinh tế sẽ phải gánh chịu rất lớn khi các công ty Zombie không được giải quyết triệt để, gây ra nợ xấu mang tính dây chuyền, lãng phí việc sử dụng tài nguyên... Fukuda and Nakamura (2011) và Nakamura and Fukuda (2013) cho rằng: thật không công bằng khi những doanh nghiệp xác sống không thể hoàn trả cả gốc và lãi, không đóng thuế trong khi các công ty khỏe mạnh hơn đóng thuế, trả nợ đầy đủ và còn phải cạnh tranh về giá, các doanh nghiệp hoạt động không hiệu quả, được coi là những xác sống, sẽ gây cản trở đối với mục tiêu phát triển kinh tế dài hạn của đất nước.

Cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế thế giới năm 2008 đã làm chậm tốc độ tăng trưởng và phát triển kinh tế Việt Nam trong suốt khoảng thời gian 2008-2013, giai đoạn 2014-2016 sau đó, tăng trưởng kinh tế Việt Nam có dấu hiệu hồi phục. Có thể nói, trong giai đoạn này, các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh thuộc nhóm ngành vật liệu xây dựng chịu ảnh hưởng khá nặng nề do thị trường bất động sản đóng băng, xây dựng cơ bản đình trệ dẫn đến các ngành chế tạo sắt vật liệu xây dựng gặp nhiều khó khăn, cung lớn hơn cầu, hàng tồn kho cao. Hơn nữa, do đặc điểm ngành, hầu hết các doanh nghiệp ngành thép đều có tỷ lệ nợ khá cao nhằm tài trợ cho các hợp đồng nhập khẩu thép và đầu tư máy móc, cụ thể, năm 2013, tỷ lệ nợ trung bình của

ngành thép lên đến 66%, rủi ro tín dụng của ngành lớn. Ngành thép là lý do khiến cán cân thương mại của Việt Nam suy yếu. Cụ thể, trong năm 2016 cả nước xuất siêu 2,68 tỷ USD nhưng kim ngạch nhập khẩu sắt thép các loại là hơn 8 tỷ USD.

Thực tế tại Việt Nam cho thấy: giai đoạn 2008-2016, có nhiều doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng trong tình trạng của các DNXS, làm ăn thua lỗ kéo dài, nợ chồng chất. Tuy vậy, có rất ít các nghiên cứu về DNXS và ảnh hưởng của các doanh nghiệp này đến hiệu quả hoạt động chung của toàn ngành.

Nghiên cứu này tập trung vào hai vấn đề chính: (i) xây dựng tiêu chí xác định DNXS; và (ii) đánh giá mức độ ảnh hưởng của các DNXS đến hiệu quả hoạt động tài chính của các doanh nghiệp trong cùng nhóm ngành, nghiên cứu thực nghiệm trên các công ty niêm yết nhóm ngành vật liệu xây dựng tại Việt Nam, giai đoạn 2008-2016.

2. Tổng quan nghiên cứu về công ty zombie

2.1. Tiêu chí xác định công ty zombie

Doanh nghiệp “xác sống” (hay công ty Zombie) là thuật ngữ nguyên thủy để chỉ những doanh nghiệp được xem là nguyên nhân đưa nước Nhật vào hai thập niên đình trệ kinh tế (Caballero và cộng sự, 2008), đây là những doanh nghiệp yếu kém đáng lẽ phải bị đào thải bởi thị trường thì bằng cách này hay cách khác vẫn được hỗ trợ để tiếp tục tồn tại. Từ năm 2000, nghiên cứu vấn đề này đã và đang thu hút sự quan tâm của các học giả cũng như các nhà quản lý và hoạch định chính sách tại nhiều quốc gia như Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc, và EU, ... Xu hướng nghiên cứu này lại được tiếp tục sau cuộc khủng hoảng tài chính 2008-2009 khi mức lãi suất toàn cầu giảm xuống mức thấp kỷ lục, một loạt các cuộc khủng hoảng hệ lụy kéo theo như khủng hoảng nợ công ở châu Âu, suy thoái kinh tế trên diện rộng ở hàng loạt quốc gia, khủng hoảng nợ xấu trong hệ thống ngân hàng của Trung Quốc hay Việt Nam. Đến nay, các nghiên cứu chưa có sự thống nhất trong định nghĩa về doanh nghiệp “xác sống”, tuy nhiên các nhà khoa học và chính phủ của các quốc gia này cũng đã xây dựng những tiêu chí xác định doanh nghiệp “xác sống”. Theo đó, một doanh nghiệp không thể trả nợ, làm ăn thua lỗ dài hạn (3 năm liên tiếp), hoặc doanh nghiệp có mức trả lãi các khoản vay thấp hơn ngưỡng xác định và có lợi nhuận năm sau thấp hơn so với năm trước được coi là doanh nghiệp xác sống.

Một trong những nghiên cứu nổi tiếng về công ty zombie của Caballero và cộng sự (2008) cho rằng: một công ty là Zombie nếu lãi suất thực tế đã trả trong năm thấp hơn mức lãi suất phi rủi ro giả định là $I_{i,t}^*$ được tính theo công thức:

$$I_{i,t}^* = r_t^{short} * B_{i,t-1}^{short} + \left(1/5 \sum_{j=0}^4 r_t^{long} \right) * B_{i,t-1}^{long} + \min(r_{t-4}^{cb}, \dots, r_t^{cb}) * Bond_{i,t-1}$$

trong đó:
 $r_t^{short, long, cb}$ là mức lãi suất vay ngắn hạn/dài hạn/ tại năm t;
 $B_{i,t}^{short, long}$ là khoản tiền vay ngân hàng ngắn hạn/dài hạn, năm t;

$Bond_{i,t-1}$ phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

Nếu $I_{i,t} < I_{i,t}^*$ thì doanh nghiệp được coi là Zombie, ở đó, $I_{i,t}$ là lãi thực tế đã trả.

Tuy nhiên, Fukuda and Nakamura (2011) đã chỉ ra rằng: nếu chỉ đưa ra một tiêu chí trên thì sẽ có thể xác định sai các doanh nghiệp xác sống. Thứ nhất, trong nhiều trường hợp, một doanh nghiệp không phải xác sống cũng được hưởng chính sách lãi suất thấp so với thị trường, do đó, chỉ tiêu này có thể xác định một doanh nghiệp khỏe mạnh trở thành một doanh nghiệp xác sống. Thứ hai, có những giai đoạn khác nhau trong chu kỳ kinh tế, các doanh nghiệp xác sống không được hỗ trợ mà cũng phải chịu mức lãi suất hiện hành. Do đó, theo tiêu chí trên thì doanh nghiệp xác sống lại trở thành một doanh nghiệp không phải xác sống. Hai trường hợp trên được kiểm chứng trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế ở Nhật Bản, do đó, Fukuda and Nakamura (2011) đã dựa vào nghiên cứu của Caballero và cộng sự (2008) để phát triển và bổ sung thêm tiêu chí xác định doanh nghiệp xác sống. Tiêu chí thứ nhất là *khả năng sinh lợi của doanh nghiệp*, theo tiêu chí này, thì các doanh nghiệp có thể trả với lãi suất thấp hơn lãi suất rủi ro giả định nhưng có lợi nhuận trước thuế dương thì sẽ không được xếp vào doanh nghiệp xác sống. Tiêu chí thứ hai là tiêu chí vay mãi mãi, tiêu chí cho biết: các doanh nghiệp không có lợi nhuận, các khoản vay cao và vay nợ bên ngoài tăng lên sẽ được xác định là các doanh nghiệp xác sống. Theo đó, các doanh nghiệp này sẽ có thu nhập trước thuế thấp hơn khoản vay với lãi suất rủi ro giả định trong giai đoạn t; tổng số nợ bên ngoài vượt quá một nửa so với vốn chủ sở hữu trong giai đoạn t-1 và tổng vay tăng lên trong giai đoạn t thì được gọi là các doanh nghiệp xác sống trong giai đoạn t.

Các nghiên cứu của Hoshi (2006), Imai (2016) và Urionabarrenetxea và cộng sự (2018) lại dựa vào một số chỉ tiêu từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp để xác định doanh nghiệp xác sống. Các doanh nghiệp xác sống bao gồm các doanh nghiệp

có vốn chủ sở hữu âm, đã mất toàn bộ giá trị tài sản ròng do thua lỗ trong nhiều năm. Về lý thuyết, các doanh nghiệp này nên được thanh lý nhưng thực tế nó vẫn có các giao dịch và tiếp tục kinh doanh do sự giúp đỡ của các chủ nợ. Tuy nhiên, nghiên cứu của Urionabarrenetxea và cộng sự (2018) lại chỉ ra rằng việc sử dụng tiêu chí khả năng đáp ứng các khoản thanh toán lãi suất của các doanh nghiệp xác sống là rất rõ ràng nhưng có thể dữ liệu là không có sẵn. Do đó, nghiên cứu này đã đưa ra chỉ tiêu về khả năng đáp ứng các yêu cầu thanh toán hiện hành hoặc thanh toán các khoản vay ngắn hạn vì chỉ tiêu này được phản ánh trong bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp.

Nghiên cứu trường hợp các doanh nghiệp xác sống tại Trung Quốc, Shen and Chen (2017) cũng dựa vào tiêu chí xác định một doanh nghiệp xác sống thông qua phương pháp của Caballero và cộng sự (2008); Fukuda and Nakamura (2011). Ông đưa ra các tiêu chí cụ thể để xác định một doanh nghiệp là xác sống, bao gồm: thứ nhất, doanh nghiệp đó có hệ số đòn bẩy (tỷ lệ vốn vay trên vốn sở hữu lớn hơn 50%); thứ hai, lợi nhuận thực tế hàng năm âm; thứ ba, nợ phải trả hàng năm của nó vượt quá số nợ báo cáo của năm trước đó.

Một số nghiên cứu gần đây về công ty zombie tại các nước thuộc EU (Hallak và cộng sự, 2018; Adalet McGowan, Andrews and Millot, 2017) đã sử dụng tiêu chí xác định công ty zombie dựa vào tỉ lệ bao phủ lãi suất và tuổi của công ty, theo đó một công ty là zombie nếu có tỉ lệ bao phủ lãi suất (bằng lợi nhuận trước thuế và các khoản lãi vay đã tính khấu hao chia cho tiền lãi phải trả) nhỏ hơn 1 trong ba năm liên tiếp. Để loại bỏ nguy cơ zombie cho các công ty mới thành lập thì các nghiên cứu này có đưa thêm điều kiện về tuổi, đó là các công ty từ 10 tuổi trở lên, có tỉ lệ bao phủ lãi suất nhỏ hơn 1 trong ba năm hoặc năm năm liên tiếp.

Như vậy có thể thấy: các nghiên cứu về chủ đề này sử dụng các tiêu chí xác định công ty zombie trong khá đa dạng và phong phú, tuy nhiên, các tiêu

chỉ đều quan tâm đến khả năng thanh toán tiền lãi và lợi nhuận của công ty.

Trong nghiên cứu này, chúng tôi đưa ra tiêu chí xác định zombie dựa trên các tiêu chí đã được sử dụng trong các nghiên cứu trước đây, đồng thời dựa vào sự hợp lý và sẵn có của dữ liệu từ báo cáo tài chính của các công ty niêm yết tại Việt Nam. Theo đó, các công ty được xếp vào nhóm zombie trong năm t nếu có: (i) tỉ lệ bao phủ lãi suất nhỏ hơn 1 trong ba năm liên tiếp $t-2$, $t-1$, t ; và (ii) có lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh âm trong năm t .

2.2. Ảnh hưởng của công ty zombie đến hiệu quả hoạt động

Các doanh nghiệp xác sống được coi là một rào cản đối với kinh tế sản xuất do sự tồn tại của các doanh nghiệp yếu kém này làm giảm năng suất trung bình của nền kinh tế. Các nghiên cứu trước đây đã phát hiện ra rằng: Doanh nghiệp xác sống thường có hiệu quả sản xuất và sản lượng thấp, tình trạng thua lỗ kéo dài hoặc mất khả năng thanh toán (Jiang et al, 2017) và các DNXS có thể làm suy yếu hiệu quả kinh tế (Caballero và cộng sự, 2008; Adalet McGowan và cộng sự, 2017; Banerjee, Ryan và Hofmann, Boris, 2018).

McGowan (2017) đã sử dụng dữ liệu cấp doanh nghiệp trong ngành công nghiệp của 13 quốc gia thuộc OECD trong giai đoạn 2003-2013 để xem xét mức độ mà các DNXS làm tổn hại đến năng suất. Kết quả nghiên cứu cho thấy sự phổ biến của các doanh nghiệp zombie đã tăng lên kể từ giữa những năm 2000 và sự gia tăng của các DNXS với năng suất thấp đã làm tăng tác nghẽn thị trường và hạn chế sự tăng trưởng của các doanh nghiệp hiệu quả hơn. Từ kết quả thực nghiệm, các tác giả đi đến kết luận: sự gia tăng của các công ty zombie dẫn tới sự suy giảm tăng trưởng sản lượng tiềm năng của OECD thông qua hai kênh chính: đầu tư kinh doanh và tăng trưởng năng suất nhân tố tổng hợp.

Nghiên cứu của nhóm tác giả Ricardo J, Caballero, Takero Hoshi, Anil K, Kashyap (2016) cũng cho rằng: các doanh nghiệp xác sống có mức năng suất thấp, nếu tiếp tục tồn tại thì sẽ gián tiếp ngăn cản sự ra nhập thị trường của những doanh nghiệp có năng suất cao hơn, sự tồn tại doanh nghiệp xác sống làm giảm năng suất trung bình của toàn ngành cũng như của toàn bộ nền kinh tế.

Kết quả nghiên cứu của Banerjee, Ryan và Hofmann, Boris (2018) với dữ liệu của 32000 công

ty phi tài chính niêm yết từ 14 quốc gia phát triển (từ cơ sở dữ liệu Worldscop) cho thấy: trung bình năng suất lao động và năng suất các nhân tố tổng hợp của các công ty zombie thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành của họ và phân phối năng suất của các công ty zombie dịch chuyển về phía bên trái. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm còn cho thấy: khi tỷ trọng vốn cố định của các DNXS so với toàn ngành trong một quốc gia tăng thì tăng trưởng năng suất giảm đáng kể, cụ thể, các ước tính chỉ ra rằng khi các yếu tố khác không thay đổi, nếu trung bình tỷ trọng vốn cố định của các DNXS trong nền kinh tế tăng 1% thì tăng trưởng năng suất giảm khoảng 0,3 điểm phần trăm.

Tóm lại: Các nghiên cứu thực nghiệm với dữ liệu cấp doanh nghiệp, trong một hoặc nhiều ngành tại một hoặc nhiều quốc gia đều khá thống nhất nhận định: DNXS ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành nói riêng và ảnh hưởng đến nền kinh tế nói chung thông qua việc đẩy lùi tăng trưởng năng suất lao động, năng suất nhân tố tổng hợp và doanh lợi tài sản. Giải quyết được vấn đề DNXS trong nền kinh tế có thể tác động tích cực đến tăng trưởng trong dài hạn.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Số liệu

Nghiên cứu sử dụng số liệu thứ cấp từ các công ty niêm yết ngành vật liệu xây dựng trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam, giai đoạn 2008-2016, số liệu được thu thập từ báo cáo tài chính của các công ty niêm yết, được tập hợp và công bố trên website cophieu68.vn.

Sau khi tổng hợp, ghép nối và làm sạch dữ liệu, nhóm nghiên cứu có được một bộ số liệu mảng cân bằng của 65 công ty niêm yết ngành vật liệu xây dựng liên tục trong cả giai đoạn 2008-2016 trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. Mẫu nghiên cứu gồm: 17 công ty niêm yết ngành thép và 48 công ty niêm yết thuộc nhóm ngành vật liệu xây dựng khác.

Nghiên cứu thực nghiệm sử dụng số liệu các công ty zombie trong giai đoạn 2010-2016, do dữ liệu các năm 2008, 2009 được dùng để xác định công ty zombie năm 2010 theo tiêu chí sử dụng trong nghiên cứu.

3.2. Các biến số và mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng tiêu chí các công ty thuộc nhóm zombie trong năm t nếu có: (i) tỉ lệ bao

phủ lãi suất (đo bằng lợi nhuận trước thuế và lãi vay chia cho tiền lãi phải trả) nhỏ hơn 1 trong ba năm liên tiếp t-2, t-1, t; và (ii) có lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh âm trong năm t.

Các biến số sử dụng trong nghiên cứu được giải thích trong bảng 1.

Bảng 1: Giải thích các biến

Kí hiệu	Tên biến	Các xác định
ROA	Hiệu quả hoạt động tài chính	Lợi nhuận chia cho tổng tài sản
zombie	Công ty Zombie	Zombie nhận giá trị bằng 1 nếu công ty được xếp vào nhóm công ty zombie và nhận giá trị bằng 0 trong trường hợp còn lại
SIZE	Quy mô công ty	Tính bằng logarit Nepe của tổng tài sản
DTL	Cấu trúc tài chính	Tổng nợ trên tổng vốn
GR	Tăng trưởng doanh thu	Doanh thu năm t trừ doanh thu năm t-1 chia cho doanh thu năm t-1
CR	Khả năng thanh toán hiện hành	Tổng tài sản ngắn hạn trên tổng nợ ngắn hạn

Nguồn: Nghiên cứu của các tác giả

Mô hình nghiên cứu thực nghiệm

Mô hình đánh giá tác động của DNXS thuộc nhóm ngành vật liệu xây dựng đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành được đề xuất như sau:

$$Y = F(\text{zombie}, X)$$

Trong đó: biến phụ thuộc Y là hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh, được đo bằng lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA).

Các biến độc lập bao gồm: *zombie* là trẻ bậc nhất của biến giả zombie, được đưa vào mô hình để kiểm soát hiện tượng nội sinh và xem xét ảnh hưởng dai dẳng theo thời gian của các DNXS; X là véc tơ các biến giải thích có ảnh hưởng đến ROA đã được chỉ ra trong các nghiên cứu trước đây, bao gồm: cấu trúc tài chính (DTL); quy mô doanh nghiệp (SIZE); tăng trưởng doanh thu (GR); khả năng thanh toán hiện hành (CR).

Mô hình hồi quy theo dữ liệu mảng được đưa ra như sau:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{zombie}_{it-1} + \beta_2 \text{zombie}_{it} * CR_{it} + \beta_3 \text{zombie}_{it} * GR_{it} + \beta_4 DTL_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 GR_{it} + \beta_7 CR_{it} + v_i + u_{it} \quad (1)$$

Trong đó: các chỉ số dưới i và t tương ứng là các quan sát, gồm 65 công ty trong mẫu và thời gian (2008-2016).

Trong mô hình (1), ngoài các biến độc lập đã được giải thích trong bảng 1, chúng tôi còn xem xét biến tương tác giữa zombie với các biến tăng trưởng doanh thu (*zombie*GR*) và khả năng thanh toán hiện hành (*zombie*CR*).

v_i ở vế phải của (1) là một phần sai số ngẫu nhiên chỉ phụ thuộc vào các quan sát mà không phụ thuộc theo thời gian.

u_{it} ở vế phải của (1) là sai số ngẫu nhiên theo thời gian

và theo các quan sát trong mẫu.

Quy trình ước lượng mô hình (1) như sau:

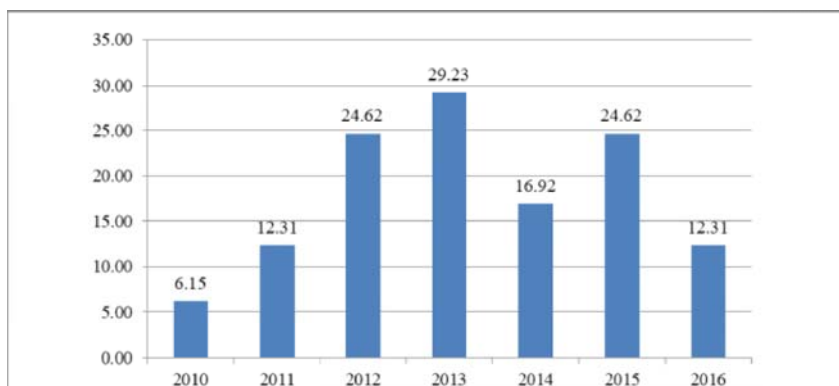
Ban đầu ước lượng mô hình theo dữ liệu mảng, với tác động ngẫu nhiên (REM) sau đó kiểm định Breusch and Pagan xem có tồn tại tác động ngẫu nhiên ($\text{Var } v_i = 0$).

Nếu tồn tại tác động ngẫu nhiên thì tiếp tục ước lượng mô hình hồi quy với tác động cố định (FEM), sau đó dùng kiểm định Hausman để lựa chọn một trong hai mô hình REM hoặc FEM. Nếu không tồn tại tác động ngẫu nhiên thì chọn mô hình số liệu gộp (POLS), cuối cùng là kiểm định và khắc phục các khuyết tật (nếu có) của mô hình hồi quy.

4. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

4.1. Tỷ lệ các công ty zombie niêm yết nhóm ngành vật liệu xây dựng

Theo tiêu chí xác định các công ty zombie được sử dụng trong nghiên cứu này thì: tỷ lệ zombie trong các công ty niêm yết nhóm ngành vật liệu xây dựng chiếm trung bình khoảng 18% trong cả giai đoạn 2010-2016.



Hình 1: Tỷ lệ phân trăm công ty zombie nhóm ngành vật liệu xây dựng giai đoạn 2010-2016

Trong đó, tỷ lệ DNXS trong ngành cao nhất là 29,23% vào năm 2013 và tỷ lệ này thấp nhất vào năm 2010, với 6,15%. Tỷ lệ này được coi là khá cao so với mặt bằng chung của các công ty niêm yết trong cùng giai đoạn. Có thể giải thích, giai đoạn 2010-2016 là thời kỳ hậu khủng hoảng kinh tế và khủng hoảng vốn cao điểm nhất vào năm 2013 do tình trạng vỡ bong bóng bất động sản. Kéo theo các công ty ngành vật liệu xây dựng là nhóm ngành chịu ảnh hưởng khá nhiều từ cuộc khủng hoảng kinh tế, tài chính trong nước và quốc tế.

4.1. Tình hình tài chính của các công ty zombie

Để xem xét tình hình tài chính của các

công ty zombie so với mặt bằng chung và so với các công ty khỏe mạnh trong cùng nhóm ngành, chúng tôi tiến hành kiểm định sự khác biệt của một số chỉ số tài chính giữa hai nhóm gồm các công ty zombie và không zombie.

Kết quả kiểm định T- test về sự khác biệt nhóm trong bảng 2 theo các nhóm tiêu chí đánh giá hiệu quả hoạt động tài chính cho thấy:

Bảng 2: Kiểm định sự khác biệt về giá trị trung bình của các chỉ số tài chính theo nhóm các công ty không zombie và zombie, giai đoạn 2010-2016

	Toàn mẫu	Không zombie (0)	Zombie (1)	Chênh lệch (0) - (1)	Mức xác suất P>t
Số lượng công ty	454	372	82		
Tình hình nguồn vốn					
Tổng nợ trên tổng tài sản	0,6196	0,5878	0,7643	-0,1765***	0,0000
Tổng nợ trên VCSH	2,0536	1,7744	3,3200	-1,5456**	0,0204
Tốc độ tăng VCSH	0,0957	0,1198	-0,0135	0,1333*	0,0846
Tình hình tài trợ					
VCSH trên tổng tài sản	0,3801	0,4160	0,2176	0,1984***	0,0000
Tình hình thanh toán					
Khả năng thanh toán hiện hành	1,3539	1,4424	0,9523	0,4901***	0,0000
Khả năng thanh toán nợ ngắn hạn	0,2257	0,2592	0,0735	0,1857***	0,0000
Khả năng thanh toán nhanh	0,8189	0,8795	0,5439	0,3356***	0,0002
Tình hình sử dụng vốn					
Vòng quay tổng tài sản	1,4332	1,5633	0,8426	0,7207***	0,0000
Vòng quay tài sản ngắn hạn	2,5935	2,6665	2,2626	0,4039**	0,0155
Vòng quay vốn chủ sở hữu	2,2899	3,6114	-3,7050	7,3164**	0,0117
Tình hình sinh lời					
ROA	0,0291	0,0528	-0,0787	0,1315***	0,0000
ROE	0,0712	0,1596	-0,3300	0,4896***	0,0000
LNTT/DTT	-0,0229	0,0167	-0,0205	0,2192***	0,0018
LNST/DTT	-0,0325	0,0058	-0,2062	0,2120***	0,0025
Lợi nhuận trên cổ phiếu (EPS)	1,2369	2,0657	-2,5231	4,5888*	0,0676

Nguồn: Kết quả nghiên cứu của các tác giả với phần mềm STATA (Kí hiệu ***, **, * chỉ mức khác biệt có ý nghĩa thống kê tương ứng dưới 1%; 5%; 10%).

Về tình hình nguồn vốn: Các công ty zombie có tổng nợ trên tổng tài sản và tổng nợ trên vốn chủ sở hữu (VCSH) đều cao hơn so với các công ty khỏe mạnh. Tốc độ tăng vốn chủ sở hữu của các công ty zombie âm, trong khi đó các công ty trên toàn mẫu và các công ty khỏe mạnh có tốc độ tăng vốn chủ sở hữu dương, các mức khác biệt này đều có ý nghĩa thống kê ($p < 0,05$).

Về tình hình tài trợ: Tỷ lệ VCSH trên tổng tài sản của các công ty zombie có giá trị trung bình là 0,22 trong khi tỷ lệ này của các công ty khỏe mạnh là 0,42 chênh lệch có ý nghĩa thống kê mức dưới 1%.

Về tình hình thanh toán: Khả năng thanh toán hiện hành, khả năng thanh toán nhanh và khả năng thanh toán nợ ngắn hạn của các công ty zombie đều thấp hơn so với nhóm công ty khỏe mạnh, mức khác biệt là khá cao và có ý nghĩa thống kê dưới 1%.

Về tình hình sử dụng vốn: Vòng quay tổng tài sản, vòng quay VCSH và vòng quay tài sản ngắn hạn của các công ty zombie đều thấp hơn hẳn so với nhóm công ty mạnh khỏe, đặc biệt, vòng quay VCSH của các công ty zombie nhỏ hơn 0 và có khác biệt lớn so với các công ty khỏe mạnh.

Về tình hình sinh lời: Tất cả các chỉ số tài chính liên quan đến chỉ tiêu sinh lời của các công ty zombie đều âm và có mức khác biệt lớn so với các công ty khỏe mạnh. Điều này càng khẳng

định giả thuyết: các công ty zombie có hiệu quả hoạt động tài chính thấp hơn so với các công ty khỏe mạnh.

4.2. Ảnh hưởng của các công ty zombie đến hiệu quả hoạt động tài chính

Ước lượng mô hình (1) theo quy trình nghiên cứu đã chỉ ra trong mục 3, cho ta kết quả ước lượng trong bảng 3, trong đó, mô hình được lựa chọn là mô hình POLS, với phương pháp ước lượng sai số chuẩn vững (thêm robust) để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Kết quả ước lượng mô hình (1) cho thấy: Đối với các biến liên quan đến nhóm zombie trong mô hình (1):

Biến trễ bậc nhất của zombie (L1.zombie) có hệ số mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ($p < 0,05$). Điều này cho biết: một công ty trong tình trạng zom-

Bảng 3: Kết quả ước lượng mô hình (1)

	Mô hình		
	REM	FEM	POLS
L1.zombie	-0,0253*** (0,0096)	-0,0217** (0,0297)	-0,0253** (0,0104)
zombie*CR	-0,0820*** (0,0000)	-0,0792*** (0,0000)	-0,0820*** (0,0000)
zombie*GR	-0,1147*** (0,0000)	-0,1138*** (0,0000)	-0,1147*** (0,0000)
DTL	-0,2253*** (0,0000)	-0,2262*** (0,0000)	-0,2253*** (0,0000)
SIZE	0,0100*** (0,0001)	0,0100*** (0,0001)	0,0100*** (0,0001)
GR	0,0249*** (0,0039)	0,0233*** (0,0083)	0,0249** (0,0281)
CR	0,0055 (0,3257)	0,0045 (0,4303)	0,0055 (0,5470)
Hàng số	0,0478 (0,2153)	0,0498 (0,1994)	0,0478 (0,2891)
Số quan sát	440	440	440
R ²	67,08%	67,05%	67,08%

*Nguồn: Nghiên cứu của các tác giả (các số trong ngoặc chỉ mức xác suất tương ứng của kiểm định T; Kí hiệu: ***, **, * chỉ mức ý nghĩa thống kê tương ứng dưới 1%; 5%; 10%).*

bie vào năm trước có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính (ROA) của năm sau.

Các biến tương tác giữa zombie với các biến tăng trưởng doanh thu (*zombie*GR*) và khả năng thanh toán hiện hành (*zombie*CR*) đều có hệ số mang dấu âm với mức ý nghĩa thống kê dưới 1%, cho thấy: Nếu các công ty nhóm zombie tăng tốc độ tăng doanh thu và khả năng thanh toán hiện hành thì đều ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị trung bình của doanh thu trên tổng tài sản (*ROA*) của các công ty niêm yết trong ngành.

Các biến điều khiển có ảnh hưởng đến *ROA* trong mô hình (1) bao gồm: quy mô doanh nghiệp (*SIZE*); tăng trưởng doanh thu (*GR*); cấu trúc tài chính (*DTL*) đều có hệ số ước lượng có ý nghĩa thống kê và có dấu đúng với kỳ vọng.

Các biến độc lập trong mô hình giải thích được 67,08% cho sự thay đổi trong giá trị trung bình của biến phụ thuộc (*ROA*).

Như vậy, kết quả ước lượng mô hình (1) cho ta kết luận: nhóm các công ty zombie có ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị trung bình của *ROA* trong các công ty niêm yết nhóm ngành vật liệu xây dựng tại Việt Nam, giai đoạn 2008-2016.

5. Kết luận và khuyến nghị

Nghiên cứu sử dụng số liệu của 65 công ty niêm yết nhóm ngành vật liệu xây dựng hoạt động trong giai đoạn 2008-2016, để xem xét ảnh hưởng của các công ty zombie đến hiệu quả hoạt động tài chính của các công ty trong cùng nhóm ngành. Trong đó, các công ty zombie là các công ty làm ăn thua lỗ và có lợi nhuận trước lãi vay và thuế không đủ trả tiền lãi vay trong ba năm liên tiếp.

Kết quả thống kê cho thấy, trung bình trong giai đoạn nghiên cứu, tỷ lệ zombie trong các công ty niêm yết nhóm ngành vật liệu xây dựng chiếm 18% và tỷ lệ zombie cao nhất vào năm 2013, đỉnh điểm của giai đoạn doanh nghiệp khủng hoảng vốn và làm ăn thua lỗ.

Kết quả kiểm định sự khác biệt nhóm cho thấy: các chỉ số tài chính đại diện cho hiệu quả hoạt động tài chính của nhóm các công ty zombie đều thấp hơn so với nhóm các công ty khỏe mạnh và các mức khác biệt đều có ý nghĩa thống kê. Cụ thể, nhóm các tiêu chí phản ảnh hiệu quả hoạt động tài chính bao gồm: khả năng thanh toán; tình hình sử dụng vốn và

khả năng sinh lời của nhóm công ty zombie đều thấp hơn so với nhóm khỏe mạnh, điều này cho thấy nhóm zombie làm ăn kém hiệu quả, thua lỗ kéo dài và ẩn chứa nhiều rủi ro tài chính.

Kết quả ước lượng mô hình hồi quy cũng cho ta kết luận: Nhóm các công ty zombie có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động tài chính, đại diện bởi *ROA* của các công ty niêm yết trong nhóm ngành vật liệu xây dựng.

Một số khuyến nghị mang hàm ý chính sách rút ra từ kết quả nghiên cứu thực nghiệm:

Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần xây dựng các tiêu chí cảnh báo sớm tình trạng zombie trong các công ty niêm yết, giúp các công ty có giải pháp kịp thời để tháo gỡ khó khăn và phòng tránh rủi ro, giúp các nhà đầu tư có thêm thông tin hỗ trợ ra quyết định.

Các nhà hoạch định chính sách cần xây dựng một số chính sách hỗ trợ kịp thời các doanh nghiệp có nguy cơ trở thành doanh nghiệp xác sống nhằm giảm thiểu tỷ lệ các DNXS, hạn chế tác động tiêu cực từ nhóm doanh nghiệp này đến hiệu quả hoạt động chung của toàn ngành và toàn nền kinh tế.

Cần xây dựng và hoàn thiện các chính sách nhằm giải quyết tình trạng zombie theo nhóm chính sách “kéo” và “đẩy”. Nhóm chính sách “kéo” liên quan đến hỗ trợ tài chính, thị trường hoặc các nguồn lực khác giúp các DNXS nhanh chóng thoát khỏi tình trạng zombie, nhóm chính sách “đẩy” liên quan đến thủ tục giải thể, phá sản doanh nghiệp; mua bán và sáp nhập,... giúp đẩy nhanh quá trình các DNXS không đủ năng lực hoạt động sớm thoát khỏi thị trường, nhường chỗ cho các doanh nghiệp khỏe mạnh hoặc mới gia nhập thị trường.◆

Tài liệu tham khảo:

1. Andrews, D., Mc Gowan, M, A, & Millot, V, (2017), *Confronting the zombies: Policies for productivity revival*, OECD Publishing.
2. Caballero, R, J., Hoshi, T, & Kashyap, A, K, (2008), *Zombie lending and depressed restructuring in Japan*, American Economic Review, 98, 1943-77.

3. Imai, K, (2016), *A panel study of zombie SMEs in Japan: Identification, borrowing and investment behavior*, Journal of the Japanese and International Economies, 39, 91-107.
4. Fukuda, S,-i, & Nakamura, J,-i, (2011), *Why Did 'Zombie' Firms Recover in Japan?*, The World Economy, 34, 1124-1137.
5. Jiang, X., Li, S, & Song, X, (2017), *The mystery of zombie enterprises - "stiff but deathless"*, China Journal of Accounting Research, 10, 341-357.
6. Hallak Issam, Péter Harasztosi, and Sebastian Schich (2018), *Fear the Walking Dead? Incidence and Effects of Zombie Firms in Europe*, EUR 29238 EN, Publications Office of the European Union, Luxembourg, ISBN 978-92-79-85969-4, doi:10.2760/314636, JRC111915.
7. Hoshi, T, (2006), *Economics of the living dead*, The Japanese Economic Review, 57, 30-49.
8. Mark Thomas (2010), *The Zombie Economy: Leadership In Times Of Uncertainty*, PA Consulting Group.
9. Müge Adalet McGowan, Dan Andrews and Valentine Millot (2017a), *Insolvency Regimes, Zombie Firms and Capital Reallocation*, Economics department working papers, No, 1399.
10. Müge Adalet McGowan, Dan Andrews and Valentine Millot (2017b), *The Walking Dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries*, Economics department working papers, No, 1372.
<https://www.oecd.org/eco/The-Walking-Dead-Zombie-Firms-and-Productivity-Performance-in-OECD-Countries.pdf>
11. Nakamura and Fukuda (2013), *What happened to "Zombie" firms in Japan? Reexamination for the lost two decades*, Global Journal of Economics, 2(2), 1-18.
12. Nakamura, J,I, (2017), *Japanese Firms during the lost two decades*, The Recovery of Zombie Firms and Entrenchment of Reputable Firms, ISBN 978-4-431-55916-0, Springer.
13. Raphael Lam, Alfred Schipke, Yuyan Tan, and Zhibo Tan (2017), *Resolving China's Zombies: Tackling Debt and Raising Productivity*, IMF Working Paper, WP/17/266.
14. Sara Urionabarrenetxea, Leire San-Jose, Jose-Luis Retolaza (2016), *Negative equity companies in Europe: theory and evidence*, Business: Theory and Practice 17(4), 307-316.
15. Shen, G, & Chen, B, (2017), *Zombie firms and over-capacity in Chinese manufacturing*, China Economic Review, 44, 327-342.
16. Urionabarrenetxea, S., Garcia-Merino, J, D., San-Jose, L, & Retolaza, J, L, (2018), *Living with zombie companies: Do we know where the threat lies?*, European Management Journal, 36, 408-420.

Summary

The study looks at two main issues including building criteria for zombie companies and the influence of these companies on the financial performance of other businesses in the same industry. Accordingly, zombie companies are identified as companies that are making loss with pre-tax and loan interest profit insufficient to pay interest for 3 consecutive years. The results of experimental research on data of 65 listed construction materials companies in operation from 2008 to 2016 show that (1) On average in the research period, zombies in listed construction materials companies accounted for 18% with the highest rate reaching 29.23% in 2013, the peak of business capital crisis and losses; (ii) the results of an investigation on group variation show that the criteria reflecting financial performance including liquidity, capital utilization, and profitability of zombies are lower than healthy companies, and the differences are all statistically meaningful. This contributes to the affirmation that the zombie group creates lower performance with long-term losses and a number of hidden financial risks; (iii) A regression analysis reveals that zombie companies have negative influence on financial performance which can be seen in ROA of listed construction materials companies. From the experimental research results, the researchers make several suggestions to the policies with a view to reduce the negative impacts of zombie companies on the general performance of the industry and the economy.