

Cấu trúc tài chính và rủi ro thanh toán của các công ty đại chúng Việt Nam

TS. Phạm Đức Cường

Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: phamduccuong2003@yahoo.com

Bài viết này đánh giá cơ cấu tài chính và rủi ro thanh toán của các doanh nghiệp nhà nước sau khi cổ phần hóa và niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Bài viết so sánh các chỉ tiêu tài chính liên quan tại thời điểm trước niêm yết và sau niêm yết với các phương pháp phân tích tài chính, và nguồn dữ liệu là từ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các DN. Kết quả nghiên cứu của chúng tôi chỉ ra rằng, sau khi cổ phần hóa và niêm yết, các doanh nghiệp đều có tỷ lệ tăng tài sản cao và được tài trợ chủ yếu bởi công nợ phải trả. Tuy nhiên, tỷ lệ tăng công nợ này cũng không lớn tới mức làm thay đổi đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy rằng các doanh nghiệp có tỷ trọng nợ ngắn hạn quá cao, phản ánh khoản rủi ro tiềm tàng về khả năng thanh toán. Chúng tôi tin rằng các nhà làm luật cần thiết phải tập trung dỡ bỏ các rào cản liên quan đến việc huy động vốn chủ sở hữu hoặc vốn vay dài hạn cho các doanh nghiệp cổ phần hóa bên cạnh những chính sách liên quan đến cấu trúc sở hữu, công khai thông tin, cạnh tranh và những vấn đề pháp lý khác. Chúng tôi cũng có cơ sở để tin rằng việc cổ phần hóa cần thiết phải mang lại sự thay đổi một cách tổng hợp quá trình ra quyết định kinh doanh và kỹ năng quản lý trong các DN sau cổ phần hóa.

Từ khóa: cấu trúc vốn, thanh khoản, doanh nghiệp nhà nước

1. Sự cần thiết và tổng quan các công trình nghiên cứu liên quan

Chương trình cổ phần hóa DN nhà nước được không chỉ được áp dụng ở các nước phát triển mà lan rộng ra các nước đang phát triển khác trên thế giới. Nhiều học giả đã đánh giá xu hướng cổ phần hóa là một “trào lưu” đang được áp dụng ngày càng tăng và chưa có dấu hiệu dừng lại trong thế kỷ 21 này (D’souza & Megginson, 1999; Megginson & Netter, 2001).

Các nhà học giả nghiên cứu về chương trình cổ phần hóa ở Anh và các nước khác đã cho rằng sự thay đổi tích cực của chương trình cổ phần hóa là do sự thay đổi về chủ sở hữu của DN, tách biệt chức năng quản lý khỏi người sở hữu, sự thay đổi phương

thức quản lý, sự cạnh tranh,... Nhiều học giả khác cũng đã tin rằng cổ phần hóa cũng đóng góp vào sự phát triển của thị trường chứng khoán (và ngược lại), và tại nhiều nước như Mexico hay Brasil, cổ phần hóa còn đóng góp vào sự cân bằng ngân sách quốc gia.

Một hướng nghiên cứu phổ biến là các nghiên cứu thực nghiệm xem xét sự tác động của cổ phần hóa tới hiệu quả tài chính của DN. Nhiều nghiên cứu sử dụng dữ liệu kế toán và áp dụng các mô hình phân tích kỹ thuật để đánh giá mức độ ảnh hưởng của cổ phần hóa lên hiệu quả hoạt động của các DN nhà nước giai đoạn sau cổ phần hóa. Tiêu biểu cho xu hướng nghiên cứu này là Megginson, Nash and Randenborgh (1994). Trong nghiên cứu của mình

các tác giả đã đánh giá hiệu quả hoạt động kinh doanh của 61 DN bằng cách so sánh các chỉ tiêu tài chính tại thời điểm trước cổ phần hóa và sau cổ phần hóa. Số 61 DN được chọn vào mẫu để nghiên cứu được lấy từ 18 nước liên quan đến 32 ngành kinh doanh khác nhau. Các DN này đã được cổ phần hóa toàn bộ hoặc một phần trong giai đoạn từ năm 1961 đến 1990. Kết quả của các nghiên cứu chỉ ra rằng sau khi thực hiện việc chuyển giao quyền sở hữu, các DN được cổ phần hóa đã có cơ cấu nợ trên vốn chủ sở hữu giảm đi, và có sự tăng đáng kể về khả năng chi trả cổ tức (Megginson *et al.*, 1994).

Nghiên cứu này của các tác giả đã cung cấp một chỉ dẫn về phương pháp luận cho nhiều nhà nghiên cứu sau đó tại nhiều nước và tại nhiều ngành kinh tế khác nhau tại từng nước. Gần đây, cũng có nhiều học giả nghiên cứu về hiệu quả hoạt động kinh doanh của các DN hậu cổ phần hóa tại Trung Quốc, quốc gia có môi trường chính trị, và các điều kiện kinh tế, xã hội tương tự Việt Nam. Trong số này Wei, D'souza *et al.* (2003) đã nghiên cứu một mẫu bao gồm 208 DN đã cổ phần hóa tại Trung Quốc trong giai đoạn từ 1990 đến 1997 theo phương pháp mà Megginson và đồng nghiệp đã thực hiện. Kết quả nghiên cứu có nhiều tương đồng với những học giả đi trước.

Vận dụng phương pháp nghiên cứu của các học giả đi trước, gần đây đã có nhiều nghiên cứu liên quan đến hiệu quả kinh doanh của các DN niêm yết tại Trung Quốc. Qi, Wu *et al.* (2000) đã thu thập mẫu nghiên cứu là những DN đã được cổ phần hóa từ DN nhà nước và hiện đang niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Thượng Hải. Các học giả này đã chứng minh rằng cấu trúc nguồn vốn thay đổi từ đó ảnh hưởng tới hiệu quả tài chính, cụ thể là tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE). Kết quả này rất đáng khích lệ nhưng chưa chỉ ra được sự thay đổi trong cơ cấu công nợ và vốn chủ sở hữu.

Theo một hướng nghiên cứu khác, Chen, Firth *et al.* (2000), Wang, Xu *et al.* (2004) đã sử dụng một mẫu nghiên cứu bao gồm 793 DN đang niêm yết trên hai sàn chứng khoán Shanghai và Shenzhen từ 1994 đến 2000. Các tác giả này đã tin rằng việc niêm yết sẽ làm thay đổi cấu trúc tài chính, cụ thể số vốn sở hữu nhà nước giảm đi đáng kể. Tuy nhiên, họ lại chưa nêu bật được sự thay đổi cấu trúc tài chính

có ảnh hưởng thế nào với hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp nghiên cứu.

Việt Nam theo đuổi chương trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước từ năm 1992. Kế hoạch cổ phần hóa DNNN là một trong những nỗ lực của Chính phủ nhằm tái cơ cấu khu vực doanh nghiệp đang nắm hầu hết nguồn lực quốc gia, song lại không tạo ra hiệu quả tương xứng. Trong 20 năm qua, số lượng DNNN đã giảm đáng kể, từ hơn 12.000 xuống còn khoảng 1.300 vào cuối năm 2011. Tuy nhiên, theo Chủ nhiệm Ủy ban Kinh tế của Quốc hội Nguyễn Văn Giàu, trong suốt quãng thời gian 20 năm cổ phần hóa, chưa tới 15% sở hữu nhà nước được chuyển sang các chủ sở hữu khác¹. Sự ra đời của thị trường chứng khoán là một việc tất yếu của chương trình cổ phần hóa này. Thị trường chứng khoán được thành lập trước hết tại thành phố Hồ Chí Minh năm 2000. Đến nay, cả nước có gần 700 DN niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán. Trong những năm gần đây, sự lao dốc của thị trường chứng khoán đã ảnh hưởng không nhỏ đến chương trình cổ phần hóa của Chính phủ.

Liên quan đến chương trình cổ phần hóa của Việt Nam, đã có nhiều bài viết xoay quanh các vấn đề như hệ thống luật, cơ chế tài chính, các tồn tại hoặc vướng mắc trong quá trình theo đuổi chính sách này. Tuy nhiên, các bài viết mới chỉ tập trung vào việc liệt kê một số thay đổi mang tính giản đơn. Ví dụ, “Theo báo cáo của Ban Cải cách và phát triển doanh nghiệp... DNNN hiện chiếm 70% vốn đầu tư của toàn xã hội, 50% vốn đầu tư nhà nước, 60% tín dụng của các ngân hàng thương mại, 70% nguồn vốn ODA và chi đóng góp vào GDP ở mức khoảng 37-38%” và “...hàng năm có khoảng 12% DNNN bị lỗ, trong khi của khu vực doanh nghiệp nói chung là 25%. Tuy nhiên, mức lỗ bình quân của một DNNN bị lỗ cao gấp 12 lần so với doanh nghiệp ngoài nhà nước². Một số bài viết khác lại nêu chung chung, thiếu dẫn chứng như “một số kết quả khảo sát cho thấy, trên 70% bộ máy quản lý của các doanh nghiệp sau cổ phần vẫn không thay đổi³”.

Mặc dầu những con số thống kê và những bài viết trước là cần thiết nhưng những bài viết đã nêu thiếu phương pháp nghiên cứu, phương pháp thu thập và xử lý dữ liệu khoa học, dẫn đến kết quả nghiên cứu chưa thực sự thuyết phục.

Tóm lại, có thể thấy rằng các học giả nghiên cứu và tác động của cổ phần hóa và niêm yết lên hiệu quả kinh doanh của đơn vị là không hoàn toàn giống nhau. Hơn nữa, các tác giả chỉ tập trung vào xem xét các chỉ tiêu như khả năng sinh lời, năng suất lao động, doanh thu thuần,... Chưa có một tác giả nào tập trung vào việc xem xét sự thay đổi của cấu trúc tài chính, khả năng thanh toán và những thay đổi này ảnh hưởng thế nào tới tình hình tài chính và hiệu quả kinh doanh của công ty đại chúng Việt Nam. Bài viết này tập trung vào giải quyết khoảng trống nghiên cứu này.

3. Dữ liệu và phương pháp phân tích dữ liệu

Nhằm cung cấp thông tin về cấu trúc tài chính và nguồn vốn của các công ty đại chúng Việt Nam, tác giả thu thập số liệu từ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán của các DN đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ 2000 đến nay. Bởi mục tiêu của bài viết là xem xét sự thay đổi về cấu trúc tài chính và nguồn vốn, việc phân tích được thực hiện bằng cách so sánh các tỷ suất liên quan tại thời điểm sau niêm yết với chính các tỷ suất này tại thời điểm trước niêm yết.

Tính đến cuối năm 2010, tổng số các doanh nghiệp niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội là 279 và 366 doanh nghiệp tương ứng. Với mục tiêu so sánh được của thông tin (độ dài thời gian nghiên cứu, nhóm ngành của DN nghiên cứu,...) chúng tôi đã chọn được mẫu nghiên cứu bao gồm 33 doanh nghiệp

thỏa mãn các điều kiện cho việc phân tích.

Việc phân tích được thực hiện trước hết bằng cách tính một số tỷ suất liên quan đến cấu trúc tài chính và nguồn vốn, bao gồm các tỷ suất đòn bẩy tài chính, nợ ngắn hạn trên tổng nợ, và cơ cấu nợ ngắn hạn. Giá trị trung bình (mean), và giá trị trung bình có điều chỉnh (weighted mean)⁴ của các chỉ tiêu này sau khi tính toán cho năm thứ hai sau niêm yết được so sánh với các tỷ suất này tại năm trước khi niêm yết. Để kiểm tra tính khái quát hóa và mức độ tin cậy của các kết luận đưa ra, kết quả so sánh được thẩm định bằng phương pháp thống kê có tên gọi Wilcoxon Signed Rank test⁵.

4. Kết quả nghiên cứu

Kết quả đánh giá về tốc độ tăng một số chỉ tiêu tài chính (được tóm tắt dưới bảng 1) cho thấy rằng, các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu có tỷ lệ tăng rất cao về tổng tài sản, công nợ, và chi tiêu về vốn (capital expenditure) sau khi niêm yết trên sàn chứng khoán. So sánh về tốc độ tăng tổng tài sản cho thấy rằng sau hai năm sau khi niêm yết tỷ lệ tăng là trên 53% so với thời điểm khi niêm yết. Tỷ lệ tăng cao này không chỉ phát sinh tại doanh nghiệp sản xuất mà còn ở các doanh nghiệp thương mại và dịch vụ, với mức trên 41% và gần 69% tương ứng.

Tỷ lệ tăng cao của tổng tài sản phản ánh nhu cầu rất cao về nguồn vốn đầu tư cho tài sản của doanh nghiệp trong giai đoạn sau khi niêm yết trên thị trường chứng khoán. Kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, việc tăng tổng tài sản của các doanh nghiệp

Biểu 1: Tốc độ tăng của một số chỉ tiêu tài chính: sau niêm yết so với trước niêm yết

	(t-1) vs. (t-2)	(t=0) vs. (t-1)	(t+1) vs. (t=0)	(t+2) vs. (t+1)	Cumulative rate (t+2) vs. (t=0)
Toàn bộ mẫu					
Tốc độ tăng tài sản	9.53	16.11	16.06	32.05	53.26
Tốc độ tăng công nợ	12.44	14.81	19.44	34.92	61.15
Tốc độ tăng chi tiêu vốn	21.73	13.32	14.28	31.93	50.77
Doanh nghiệp sản xuất					
Tốc độ tăng tài sản	9.82	16.77	18.84	19.01	41.43
Tốc độ tăng công nợ	20.73	22.37	29.04	18.26	52.61
Tốc độ tăng chi tiêu vốn	27.93	11.13	15.09	22.04	40.46
Doanh nghiệp thương mại và dịch vụ					
Tốc độ tăng tài sản	9.17	15.26	12.43	50.07	68.72
Tốc độ tăng công nợ	5.80	7.90	9.48	55.28	70.00
Tốc độ tăng chi tiêu vốn	13.74	16.48	13.17	45.81	65.02

Biểu 2: Cấu trúc tài chính của DN hai năm sau khi niêm yết: Toàn bộ mẫu

	Hai năm sau khi niêm yết					
	N	Mean (w.mean) at t-1	Mean (w.mean) at t+2	Difference of mean (w.mean)	Wilcoxon test Z (sig. level)	% doanh nghiệp có giảm (hoặc tăng)
Nợ trên vốn chủ sở hữu	33	1.28 (1.23)	1.16 (1.21)	-0.12 (-0.02)	-0.205 (0.837)	45.45 (54.55)
Tổng tài sản trên vốn chủ sở hữu	33	2.32 (2.36)	2.17 (2.19)	-0.15 (-0.07)	-0.295 (0.768)	42.42 (57.58)
Nợ ngắn hạn trên tổng nợ	33	82.04 (81.28)	84.27 (82.19)	2.23 (0.91)	-0.841 (0.400)	42.42 (57.58)
Phải trả người bán trên tổng nợ ngắn hạn	33	28.99 (29.16)	39.57 (41.44)	10.58 (12.28)	-2.242 (0.025)	33.33 (66.67)

Biểu 3: Cấu trúc tài chính của DN hai năm sau khi niêm yết: DN sản xuất

	Hai năm sau niêm yết					
	N	Mean (w.mean) at t-1	Mean (w.mean) at t+2	Difference of mean (w.mean)	Wilcoxon test Z (sig. level)	% doanh nghiệp có giảm (hoặc tăng)
Nợ trên vốn chủ sở hữu	21	0.97 (0.87)	1.02 (1.08)	0.05 (0.21)	-0.747 (0.455)	38.09 (61.90)
Tổng tài sản trên vốn chủ sở hữu	21	1.93 (1.81)	2.02 (2.05)	0.09 (0.24)	-1.269 (0.205)	33.33 (66.67)
Nợ ngắn hạn trên tổng nợ	21	81.16 (81.54)	85.55 (82.26)	4.39 (0.72)	-1.568 (0.117)	33.33 (66.67)
Phải trả người bán trên tổng nợ ngắn hạn	21	29.17 (29.26)	40.95 (40.04)	21.78 (10.78)	-1.999 (0.046)	33.33 (66.67)

Biểu 4: Cấu trúc tài chính của DN hai năm sau khi niêm yết: DN thương mại và dịch vụ

	Hai năm sau niêm yết					
	N	Mean (w.mean) at t-1	Mean (w.mean) at t+2	Difference of mean (w.mean)	Wilcoxon test Z (sig. level)	% doanh nghiệp có giảm (hoặc tăng)
Nợ trên vốn chủ sở hữu	12	1.56 (1.56)	1.44 (1.39)	-0.12 (-0.17)	-0.471 (0.638)	58.33 (41.67)
Tổng tài sản trên vốn chủ sở hữu	12	2.74 (2.71)	2.46 (2.38)	-0.28 (-0.34)	-1.098 (0.272)	58.33 (41.67)
Nợ ngắn hạn trên tổng nợ	12	83.58 (80.96)	82.01 (82.10)	-1.57 (1.14)	-0.706 (0.480)	58.33 (41.67)
Phải trả người bán trên tổng nợ ngắn hạn	12	28.67 (29.04)	37.14 (43.14)	8.47 (14.10)	-1.098 (0.272)	33.33 (66.67)

nghiên cứu được tài trợ chủ yếu bởi tổng nợ phải trả. Kết quả phân tích cho thấy rằng các doanh nghiệp sau khi niêm yết đã thay thế phần vốn chủ sở hữu (vốn nhà nước trước khi cổ phần hóa và niêm yết) bằng công nợ phải trả, đặc biệt là tại các doanh

nghiệp sản xuất.

Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cho thấy rằng sự thay thế vốn chủ sở hữu bằng nợ phải trả không mang tính hệ thống hoặc không đủ lớn để tạo ra sự thay đổi quan trọng về cơ cấu nợ vốn chủ sở hữu

hoặc chỉ tiêu đòn bẩy tài chính. Kết quả phân tích này đã phù hợp với kết quả nghiên cứu khác của chúng tôi liên quan đến hiệu quả tài chính⁶ (Phạm, C., 2009).

Kết quả tóm tắt theo bảng dữ liệu dưới đây phản ánh rằng, hai năm sau khi niêm yết các doanh nghiệp nhà nước đã cổ phần hóa không có sự thay đổi quan trọng về cơ cấu tài chính của họ, ít nhất trong phạm vi mối quan hệ giữa công nợ và vốn chủ sở hữu.

Kết quả phân tích còn cho thấy mối liên hệ về những thay đổi trong cấu trúc công nợ của các doanh nghiệp nhà nước đã cổ phần hóa trong giai đoạn sau khi niêm yết. Cụ thể, tại thời điểm niêm yết các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu có nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng công nợ phải trả. Tỷ lệ này ngày càng tăng sau khi niêm yết⁷, phản ánh thực tế rằng các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu đã sử dụng khoản vay ngắn hạn như là một nguồn vốn đầu tư tài sản dài hạn. Xem xét kỹ hơn về cơ cấu nợ ngắn hạn chúng tôi nhận thấy rằng, hầu hết các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu, phần công nợ ngắn hạn được sử dụng chính là khoản công nợ phải trả người bán⁸. Kết quả phân tích cũng chính là kết quả nghiên cứu của chúng tôi về việc sử dụng vốn lưu động ít hiệu quả trong doanh nghiệp cổ phần hóa trong giai đoạn sau niêm yết (Phạm, C., 2009)⁹.

5. Kết luận

Kết quả phân tích về cấu trúc tài chính và nguồn vốn trong bài viết này cho chúng ta thấy rõ hơn về sự thay đổi cấu trúc tài chính và khả năng thanh toán của doanh nghiệp cổ phần hóa. Mặc dầu các doanh nghiệp cổ phần hóa có tốc độ tăng đáng kể về tổng giá trị tài sản, nhưng rõ ràng họ đang gặp khó khăn lớn về việc huy động vốn từ các cổ đông. Kết quả phân tích cho thấy rằng các doanh nghiệp cổ phần hóa có sự thay đổi tăng về vốn cổ đông nhưng tỷ lệ tăng không nhiều. Để có được nguồn tiền cần thiết cho hoạt động kinh doanh, các doanh nghiệp phải đi vay vốn. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ trọng vốn vay và nợ ngắn hạn quá cao, chủ yếu là chiếm dụng vốn của người bán, nên nhiều khả năng các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn trong việc huy động vốn vay dài hạn từ các ngân hàng và các tổ chức tài chính khác trong nền kinh tế. Trong điều

kiện khó khăn về huy động vốn như vậy, việc duy trì được cơ cấu tài chính và nguồn vốn là đáng khích lệ. Kết quả nghiên cứu này cũng phù hợp với những nghiên cứu hoặc bài viết của các tác giả trước kia liên quan đến chính sách cổ phần hóa tại Việt Nam như Torre, *et al.* (2007); Vu Ho (2008), và tại các nước đang phát triển, như nghiên cứu của Claessens, *et al.* (2000).

Kết quả nghiên cứu tại bài viết này cũng đề xuất rằng, bên cạnh các chính sách khác liên quan đến chương trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, các nhà làm luật cần thiết phải tập trung hơn vào các chính sách hoặc giải pháp liên quan đến việc cho vay dài hạn của hệ thống ngân hàng thương mại. Bên cạnh đó, Nhà nước cũng cần phải hoàn thiện các quy định hoặc chế tài liên quan tạo điều kiện cho các doanh nghiệp có thể huy động vốn thông qua thị trường chứng khoán Việt Nam.

Dựa trên kết quả phân tích trong bài viết, chúng tôi cũng cho rằng chưa có sự thay đổi một cách khác biệt trong chính nội bộ doanh nghiệp đã cổ phần hóa và niêm yết, cụ thể về bộ máy quản lý hoặc phương thức quản lý trong các doanh nghiệp cổ phần hóa. Nhận định này là có cơ sở, và cũng trùng với những bài viết gần đây của các học giả khác có đề cập đến những tồn tại của chính sách cổ phần hóa đã nêu một thực tế rằng bộ máy quản lý tại các doanh nghiệp hầu như không thay đổi sau khi cổ phần hóa¹. Và bởi vì phần vốn nhà nước trong các công ty đại chúng vẫn còn cao nên hầu như các doanh nghiệp vẫn không phải cạnh tranh. Tuy nhiên, vấn đề này không được bàn sâu ở đây. Tồn tại đó, chúng tôi sẽ tập trung nghiên cứu ở những bài viết sau.

Mặc dầu bài viết đã tìm được bằng chứng về những tồn tại trong công ty đại chúng nhưng tác giả nhận thấy nghiên cứu còn một số điểm chưa hoàn thiện. Các điểm này bao gồm mẫu nghiên cứu nhỏ, khoảng thời gian nghiên cứu chưa dài, kết quả nghiên cứu chưa tính hết các yếu tố ảnh hưởng như xuất phát điểm của doanh nghiệp cổ phần hóa. Tuy nhiên, theo tác giả, các hạn chế này có thể coi là hướng mở cho các nghiên cứu tiếp sau. □

1. <http://www.vcci.com.vn/dau-tu-tai-chinh/20120625024737935/de-dat-tai-khoi-dong-co-phan-hoa-dnmm.htm>
2. trích từ <http://www.kinhte24h.com/view-gh/69/80971/>
3. www.ktdt.com.vn
4. Chỉ tiêu này được tính toán từ giá trị trung bình (mean) điều chỉnh theo quy mô của tổng doanh thu thuần.
5. Là phương pháp được áp dụng phổ biến trong thống kê, dùng trong việc so sánh một hoặc một số biến qua các năm khác nhau. Kết quả cung cấp mức độ tin cậy của kết luận đưa ra, đồng thời nêu rõ số lượng quan sát trong mẫu có sự thay đổi về một hướng (ví dụ tăng, giảm).
6. Đo lường bởi các chỉ tiêu liên quan đến khả năng sinh lời, ROA, ROE.
7. Xem xét toàn bộ mẫu nghiên cứu tổng số nợ ngắn hạn chiếm trên 82% tổng số nợ phải trả, và tỷ lệ này ngày càng tăng sau thời điểm niêm yết.
8. Như bảng số liệu 2, tỷ lệ nợ phải trả chiếm 28.99% tổng nợ ngắn hạn tại thời điểm niêm yết và 39,57% tại thời điểm hai năm sau niêm yết. Kết quả chạy test cho thấy kết luận này tin cậy ở mức độ 95%.
9. Kết quả này được trình bày trong luận án nghiên cứu sinh của tác giả. Kết quả phân tích sâu đã cho thấy rằng các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu sau khi niêm yết có sự thay đổi duy nhất là kéo dài thời gian thanh toán nợ phải trả người bán. Khoảng thời gian thanh toán với người mua và thời gian quay vòng hàng tồn kho hầu như không thay đổi. Kết luận được đánh giá tin cậy ở mức độ 95%.
10. Đinh Trang, Cổ phần hóa doanh nghiệp Nhà nước chậm- vì sao?, lấy từ www.ktdt.com.vn; và <http://www.vcci.com.vn/dau-tu-tai-chinh/20120625024737935/de-dat-tai-khoi-dong-co-phan-hoa-dnmm.htm>

Tài liệu tham khảo:

1. Boubakri, N. & Cosset, J.-C., (1998), “*The financial and operating performance of newly privatized firms: Evidence from developing countries*”, The Journal of Finance, vol. 53, iss. 3.
2. Boutchkova, M. K. & Megginson, W., (2000), “*Privatization and the rise of global capital market*”, Financial Management, vol. Winter iss. 2000.
3. Central Institute for Economic Management (CIEM), (2002), “*Vietnam’s equitized enterprises: An ex-post study of performance, problems and implication for policy*“, Report, CIEM. Retrieved from: <http://siteresources.worldbank.org>
4. Chen, L., Li, S. & Lin, W., (2007), “*Corporate governance and corporate performance: some evidence from newly listed firms on Chinese stock markets*”, International Journal of Accounting, vol. 4, iss. 2.
5. D’souza, J. & Megginson, W. L., (1999), “*The financial and operating performance of privatized firms during the 1990s*”, The Journal of Finance, vol. 54, iss. 4.
6. Huang, G. & Song, F. M., (2005), “*The financial and operating performance of China’s newly listed H-firms*”, Pacific-Basin Financial Journal, vol. 13, iss. 1.
7. Mathur, I. & Banchuenvijit, W., (2007), “*The effects of privatization on the performance of newly privatized firms in emerged markets*”, Emerging Markets Review, vol. 8, iss. 2007.
8. Megginson, W. & Netter, M. J., (2001), “*From state to market: A survey of empirical studies on privatization*”, Journal of Economic Literature, vol. 39, iss. 2.
9. Megginson, W. L., Nash, R. C. & Randenborgh, M. V., (1994), “*The financial and operating performance of newly privatized firms: An international empirical analysis*”, The Journal of Finance, vol. 49, iss. 2.
10. Nguyễn Văn Nam, (2007), “*Ba nghịch lý trong cổ phần hóa*”
11. Phạm Đức Cường, (2009), “*Financial performance of privatized and listed SOEs in Vietnam*”. Luận án Tiến sĩ, Đại học Macquarie, Australia.
12. Sjöholm, F., (2006), “*State owned enterprises and equitization in Vietnam*“, Working Paper 228, Stockholm school of Economics. Truong, L. D., Lanjouw, G. & Lensink, R., (2006), “*The impact of privatization on firm performance in a transition economy*”, Economics of Transition, vol. 14, iss. 2.
13. Vũ Anh, T. T., (2005), “*Vietnam- The Long March to Equitization*“, The William Davison Institute at the University of Michigan.
14. Wang, X., Xu, L. C. & Zhu, T., (2004), “*State-owned enterprises going public: The case of China*”, Economics of Transition, vol. 12, iss. 3.
15. Wei, Z., D’Souza, J., Varela, O. & Hassan, K. M., (2003), “*The financial and operating performance of China’s newly privatized firms*”, Financial Management, vol. 32, iss. 2.